

**EMERSON PRUSSAK**



**ANÁLISE FINANCEIRA DINÂMICA DE EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO DO  
SETOR DE CELULOSE E PAPEL NO PERÍODO DE 2005 À 2009**

Monografia apresentada ao Departamento de Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal do Paraná, como requisito para obtenção de título de Especialista em Gestão de Negócios.

**Prof. Orientadora: Dra. Márcia Bortolucci Espejo**

**CURITIBA**

**2011**

**À minha esposa ...**

## **AGRADECIMENTOS**

A Deus de infinita bondade, que nos dá forças para lutar por nossos ideais...

Aos professores, pelo aprendizado, e crescimento pessoal e profissional que durante as aulas nos passaram...

Em especial a professora Márcia, minha orientadora, pela dedicação com que dispensou durante a realização deste trabalho...

Aos colegas de turma que foram amigos, guerreiros, e durante um ano, vivemos momentos felizes e de troca mútua de experiências...

E a minha esposa, que esteve comigo em toda esta caminhada, ao meu lado, com palavras e gestos de incentivo, não me deixando desistir jamais...

A todos, o meu muito obrigado!

## RESUMO

**PRUSSAK, E. Análise Financeira Dinâmica de Empresas de Capital Aberto.** A presente investigação contempla a Análise Financeira Dinâmica das empresas de Capital Aberto do setor de Celulose e Papel. O objetivo é Identificar a estrutura financeira dinâmica nas empresas do setor nos últimos cinco exercícios sociais. Metodologicamente classifica-se como uma pesquisa descritiva quanto a seus objetivos, a abordagem do problema foi de forma qualitativa e com relação aos procedimentos trata-se de uma pesquisa bibliográfica e documental. Os resultados encontrados foram a tendência das empresas em manter sua situação financeira ao longo dos períodos, sendo os resultados diferenciados pelo poder de investimento interno de cada empresa.

**Palavras-chave:** Empresas de Capital Aberto, Análise Financeira Dinâmica, Modelo Fleuriet.

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Balanço Patrimonial Reclassificado Celulose Irani S.A. ....	58
Tabela 2 - Análise Dinâmica Celulose Irani S.A.....	59
Tabela 3 – Balanço Patrimonial Reclassificado Fábrica de Papel Santa Therezinha S.A. ....	60
Tabela 4 - Análise Dinâmica Fábrica de Papel Santa Therezinha S.A. ....	61
Tabela 5 - Balanço Patrimonial Reclassificado Fibria Celulose S.A. ....	62
Tabela 6 - Análise Dinâmica Fibria Celulose S.A.....	63
Tabela 7 - Balanço Patrimonial Reclassificado Klabin S.A. ....	64
Tabela 8 - Análise Dinâmica Klabin S.A. ....	65
Tabela 9 - Balanço Patrimonial Reclassificado Suzano Papel e Celulose S.A. ....	67
Tabela 10 - Análise Dinâmica Suzano Papel e Celulose S.A. ....	68
Tabela 11 – Comparação da Classificação das Empresas.....	69
Tabela 12 – Comparação do CCL .....	70
Tabela 13 – Comparação do IOG.....	70
Tabela 14 – Comparação do T .....	71

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	8
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA .....	8
1.2 PROBLEMA DE PESQUISA.....	9
1.3 OBJETIVOS.....	10
1.3.1 Objetivo geral.....	11
1.3.2 Objetivos Específicos.....	11
1.4 JUSTIFICATIVA.....	11
1.5 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA .....	12
1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO .....	13
2.1 GESTÃO DE NEGÓCIOS.....	14
2.2 ANÁLISE DE BALANÇOS .....	17
2.2.1 Demonstrações Financeiras .....	18
2.2.1.1 Balanço Patrimonial .....	20
2.2.1.2 Demonstração do Resultado do Exercício .....	23
2.2.2 Análise Tradicional.....	25
2.2.2.1 Análise vertical .....	26
2.2.2.2 Análise horizontal.....	27
2.2.2.3 Índices de Liquidez .....	28
2.2.2.4 Índices de Rentabilidade.....	30
2.2.2.5 Índices de Atividades .....	31
2.2.2.6 Índices de Endividamento .....	31
2.2.2.7 Capital de giro.....	31
2.2.3 Análise Avançada do Capital de Giro.....	33
2.2.3.1 Classificação das contas em Erráticas, Cíclicas e Não Cíclicas, de acordo com Fleuriet.....	36
2.2.3.1.1 Ativo .....	36
2.2.3.1.1.1 Contas erráticas do ativo - ACF .....	36
2.2.3.1.1.2 Contas Cíclicas do Ativo – ACC.....	36
2.2.3.1.1.3 Contas Não Cíclicas do Ativo - ANC .....	37
2.2.3.1.2 Passivo .....	38
2.2.3.1.2.1 Contas Erráticas do Passivo - PCO .....	38
2.2.3.1.2.2 Contas Cíclicas do Passivo - PCC.....	38
2.2.3.1.2.3 Contas Não Cíclicas do Passivo - PNC .....	38
2.2.3.2 Necessidade de capital de giro .....	39
2.2.3.3 Saldo de Tesouraria.....	40
2.2.3.4 Efeito tesoura ou <i>overtrade</i> .....	41
2.2.3.5 Tipos de estruturação de balanços .....	44
2.2.3.5.1 Tipo I - Excelente Liquidez.....	44
2.2.3.5.2 Tipo II – Situação financeira sólida .....	45
2.2.3.5.3 Tipo III – Situação financeira insatisfatória.....	46
2.2.3.5.4 Tipo IV – Péssima situação financeira .....	47
2.2.3.5.5 Tipo V – Situação financeira muito ruim.....	48
2.2.3.5.6 Tipo VI – Alto risco de insolvência .....	49
<b>3 METODOLOGIA</b> .....	50
<b>4 PARTE PRÁTICA</b> .....	54
4.1 HISTÓRICO DAS EMPRESAS ESTUDADAS .....	54

<b>4.2 ANÁLISE FINANCEIRA DINÂMICA.....</b>	<b>57</b>
4.2.1 Celulose Irani S.A. ....	58
4.2.2 Fábrica de Papel Santa Therezinha S.A. ....	60
4.2.3 Fibria Celulose S.A. ....	62
4.2.4 Klabin S.A. ....	64
4.2.5 Suzano Papel e Celulose S.A. ....	66
<b>4.3 DADOS COMPARADOS DO SETOR.....</b>	<b>69</b>
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>73</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>74</b>

# 1 INTRODUÇÃO

O presente estudo trata da análise financeira dinâmica de empresas de capital aberto, do setor econômico de materiais básicos do subsetor de madeira e papel do segmento de papel e celulose, que operam na bolsa de valores – BM&FBOVESPA. Foram analisadas seis empresas do segmento, correspondente a 85,71% das empresas do setor nos anos de 2005 a 2009, sendo os dados coletados do sítio da CVM – Comissão de Valores Mobiliários.

## 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA

Uma empresa é constituída por meio de capital dos sócios com a finalidade de obter lucros, porém para isso, torna-se fundamental a existência de capital de giro para impulsionar as atividades da mesma. De acordo com Chiavenato (2005, p. 1), “Nenhuma empresa pode ser aberta sem o mínimo de capital inicial nem pode funcionar sem algum capital de giro para garantir suas operações. O dinheiro é o motor dos negócios”.

Por outro lado, o dinheiro por si só, não garante nem o bom andamento operacional, tampouco a lucratividade da organização. Existe um fator fundamental para que uma empresa cresça e prospere em seu setor econômico: o recurso humano como forma de administração. Uma boa administração, baseada em princípios de trabalho e honestidade, torna-se uma ferramenta capaz de gerar lucros por meio de uma gama de estratégias operacionais. Dentre estes profissionais, encontra-se o gestor de negócios.

O gestor de negócios é o profissional capacitado, que possui uma visão de presente e futuro de forma diferenciada, capaz de olhar a organização com uma visão de 360°, buscando pela resolução dos problemas. Este gestor é conhecedor de várias áreas importantes para a organização, tais como: controladoria, riscos, planos estratégicos, orçamento, administração financeira, entre outras. E por este motivo, é capaz de desenvolver um bom trabalho.



Analisando uma das competências do gestor de negócios em particular, tem-se a gestão ou administração financeira, que de acordo com Chiavenato (2005, p. 9),

A administração financeira procura fazer com que os recursos financeiros sejam lucrativos e líquidos ao mesmo tempo. Na realidade, estes são os dois objetivos principais da Administração financeira: o melhor retorno possível do investimento (rentabilidade ou lucratividade) e a sua rápida conversão em dinheiro (liquidez).

Para Gitman (2010, p. 4):

A **administração financeira** diz respeito às atribuições dos **administradores financeiros** nas empresas. Os administradores financeiros são responsáveis pela gestão dos negócios financeiros de organizações de todos os tipos – financeiras ou não, abertas ou fechadas, grandes ou pequenas, com ou sem fins lucrativos. Eles realizam as mais diversas tarefas financeiras, tais como planejamento, concessão de crédito a clientes, avaliação de propostas que envolvam grandes desembolsos e captação de fundos para financiar as operações da empresa.

A análise financeira das empresas é muito utilizada, tanto interna (pela administração da própria empresa), como externamente (por sócios, instituições financeiras, futuros acionistas, outras empresas do mesmo ramo, estudantes, entre outros). Há diversos tipos de análise, como índices padrão, análise vertical e horizontal, que são conhecidas como análise tradicional, por serem as mais utilizadas neste meio. Porém há ainda outros tipos de análise, que cada vez mais ganham espaço, como por exemplo a Análise Dinâmica do Capital de Giro, também denominada Análise Dinâmica de Fleuriet, levando o nome de seu criador, que trata a situação financeira baseada na necessidade de capital de giro encontrada em cada empresa, enquadrando-a em cada um dos seis tipos distintos de balanços, conforme a situação financeira encontrada em cada qual.

## 1.2 PROBLEMA DE PESQUISA

A análise de balanços é fundamental para a avaliação econômico-financeira de toda e qualquer empresa, sendo micro ou até empresa de grande porte, por se tratar de uma metodologia adaptável a qualquer situação. Há diversas formas de análise, umas mais utilizadas; outras com pouca utilização, e ainda novos modelos sendo desenvolvidos. Para obter o resultado almejado é importante escolher o tipo

de análise que mais se adapta às necessidades de cada empresa. Atualmente a análise é fundamental no mercado competitivo atual.

A análise tradicional, muito difundida tanto no meio empresarial – que vem se utilizando desta ferramenta há vários anos – como no meio acadêmico – com diversos autores tratando deste assunto, como Braga (1982), Assaf Neto (1997), Silva (1999), Marion (2009), Gitman (2010) e muitos outros – é por sua vez a ferramenta mais utilizada de análise. Ela compreende um aparato de fórmulas e trata os demonstrativos sob vários aspectos, como financeiros, estrutural, operacional, capital de giro, prazo e ciclo operacional, análise vertical e horizontal, que por fim, apresentam determinada situação financeira da empresa. Isto, na visão do analista, pois cada analista pode utilizar seus conhecimentos para visualizar determinada situação.

Com relação à análise dinâmica de capital de giro, a qual foi introduzida no Brasil por volta dos anos 80, criada por Michael Fleuriet, e estudada por Roberto Braga, a situação financeira da empresa é determinada de uma forma distinta da análise tradicional. Nesta metodologia, o balanço patrimonial da empresa é reclassificado, abrindo as contas de seu circulante em erráticas, aquelas que não estão diretamente vinculadas ao operacional da organização e cíclicas, que fazem parte das operações e ainda as contas não cíclicas, que perfazem o ativo e passivo não circulante. Após esta reclassificação, há o cálculo do capital circulante líquido, saldo em tesouraria e necessidade do capital de giro, onde os balanços são classificados de acordo com seis tipos estudados por Fleuriet, os quais determinam cada um, uma situação financeira.

Estas são duas formas distintas de análise, capazes de refletir uma mesma situação econômico-financeira. Sendo assim, tem-se a seguinte questão de pesquisa:

*Qual a estrutura financeira dinâmica das empresas de capital aberto do ramo de Celulose e Papel?*

### 1.3 OBJETIVOS

O presente projeto de pesquisa tem por objetivo.

### 1.3.1 Objetivo geral

Identificar a estrutura financeira dinâmica nas empresas de capital aberto do setor de Celulose e Papel, nos 5 últimos exercícios sociais.

### 1.3.2 Objetivos Específicos

Os objetivos específicos são:

- Analisar as empresas através da metodologia de Fleuriet, de forma a classificar os balanços dentro dos seis tipos de situações apresentadas pelo autor;
- Comparar os resultados encontrados de todas as empresas do setor, identificando possíveis tendências do setor a determinado tipo de balanço;
- Identificar os percentuais de empresas em cada situação financeira;
- Apresentar os resultados encontrados para o setor, bem como as vantagens e desvantagens da análise.

## 1.4 JUSTIFICATIVA

Apesar da maior utilização da análise tradicional, os resultados apresentados, podem ser visualizados de formas distintas por dois analistas. Ou seja, há um fator importante a se destacar nesta questão, a visão pessoal empregada no resultado da análise, onde duas pessoas podem olhar determinada situação de maneira diferente, apenas por empregar seus próprios conceitos sobre determinado assunto. Desta forma a análise tradicional, pode gerar conflitos de resultados, sendo os mesmos positivos ou negativos, dependendo dos parâmetros utilizados, ou até mesmo do lado ao qual encontram-se as partes.

Já a análise dinâmica, possui o diferencial de os resultados serem classificados em seis tipos de balanços com situações financeiras ditas: excelente liquidez, situação financeira sólida, insatisfatória, péssima, muito ruim e de alto risco de insolvência. Desta forma, balanços de empresas de um mesmo setor podem ser analisados de forma a serem comparados os resultados com maior precisão.

O segmento de papel e celulose é composto de seis empresas que expandem suas atividades a cada ano, devido a demanda ao aumento da demanda por seus produtos no mercado. Trata-se de um setor que necessita de grandes investimentos em tecnologia, máquinas e equipamentos, além de pessoal capacitado para as diversas operações das empresas, desde o plantio de mudas de eucalipto e pínus, suas principais matérias primas, até o processo final da produção do papel. Destaca-se também a importância deste segmento industrial na vida cotidiana, onde o papel está presente nas casas, nas diversas formas de embalagens, e na vida profissional, nos blocos de anotações.

Sendo assim, o presente estudo justifica-se na necessidade cada vez maior de não apenas efetuar a análise de determinada empresa como forma de se saber sua situação financeira para a administração, mas sim de comparações com as demais empresas de seu setor para se saber com mais precisão as vantagens e desvantagens que se possui com relação ao meio ao qual atua. Visto que, pela análise tradicional, os processos são mais amplos e por sua vez mais demorados; a análise dinâmica, portanto, torna-se viável por facilitar o trabalho do analista.

## 1.5 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

Para o presente estudo foram utilizados os dados constantes na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, sobre as empresas de capital aberto do segmento de papel e celulose. Este segmento está relacionado ao subsetor de madeira e papel, do qual também faz parte o segmento de madeira não utilizado no estudo. O segmento de papel e celulose é composto por sete empresas, dentre elas, uma Holding, não utilizada nas análises por apresentar informações diferentes das demais o que prejudicaria a análise geral sobre as demais.

Sendo assim, foram estudadas seis empresas do segmento de papel e celulose, sendo elas: Celulose Irani, Fibria, Klabin S.A., Melhor SP, Santher e Suzano Papel.

Após a coleta dos dados no site da CVM, os demonstrativos financeiros das empresas citadas acima, foram visualizados pelo programa Divext, disponível no próprio site, e em seguida transferidos ao Excel para análise dos últimos 5

exercícios sociais, a contar de 2009. Desta forma as empresas foram analisadas nos anos de 2005 - 2009, sendo os dados atualizados pelo IGP-M.

## 1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

O presente trabalho encontra-se dividido em cinco seções, das quais a primeira trata da Introdução, onde encontram-se a contextualização do tema, o problema a ser pesquisado, os objetivos da pesquisa, a justificativa de se desenvolver tal trabalho, a delimitação do estudo e a estrutura do trabalho. A segunda seção aborda o referencial teórico, onde há a abordagem de diversos autores sobre o tema em questão, abordando a Gestão de Negócios, a Análise de Balanços na forma tradicional e dinâmica, Necessidade de Capital de Giro, Saldo de Tesouraria, Efeito Tesoura e as estruturas de balanços estudadas por Fleuriet. A terceira seção dá o respaldo metodológico do estudo, demonstrando metodologicamente como o mesmo foi desenvolvido. A quarta seção apresenta a prática do trabalho, os dados coletados, as análises efetuadas e as informações obtidas através da análise dinâmica. A quinta e última seção, traz as conclusões do estudo, bem como as considerações finais do autor e suas recomendações futuras.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

O referencial teórico permite descrever sobre o tema a ser abordado pelo estudo. Nesta pesquisa os temas abordados foram: Gestão de Negócios, Análise de Balanços, com vistas a descrever sobre as Demonstrações Financeiras e as técnicas de Análise Tradicional e Análise Dinâmica de Balanços.

### 2.1 GESTÃO DE NEGÓCIOS

A gestão de negócios envolve o processo de negociação. Há diversos exemplos e situações em que há a necessidade de negociação. Para isso, torna-se fundamental entender o que é negociar. Para Fisher e Ury (1985, p. 30) *apud* Martinelli (2002, p. 2), “Negociação é um processo de comunicação bilateral, com o objetivo de se chegar a uma decisão conjunta”. Segundo Watkins (2003, p. 9),

A negociação é o meio pelo qual as pessoas lidam com suas diferenças – quer estas envolvam a compra de um carro novo, uma questão trabalhista, as condições de uma venda, uma aliança complexa entre duas empresas ou um acordo de paz entre países em guerra, as resoluções normalmente passam por uma negociação. Negociar é buscar o acordo por meio do diálogo.

Já Acuff (1993, p.21) *apud* Martinelli (2002, p.3), descreve que: “Negociação é o processo de comunicação com o propósito de atingir um acordo agradável sobre diferentes idéias e necessidades”. E de acordo com Cohen (1980, p.13) *apud* Martinelli (2002, p. 3), “Negociação é o uso da informação e do poder, com o fim de influenciar o comportamento dentro de uma “rede de tensão”.

De acordo com Watkins (2003, p. 14) há dois tipos de negociação, a distributiva e a integrativa:

Distributiva: Aquela em que as partes competem pela distribuição de uma soma fixa de valor. A pergunta-chave em uma negociação assim é: “Quem vai exigir o maior valor?”. Em negociações distributivas, um lado ganha à custa do outro.

Integrativa: Aquela em que as partes cooperam entre si para obter o máximo possível de benefícios, conjugando seus interesses em um acordo. Esses casos implicam criação e reivindicação de valor.

Para uma boa negociação, há de se haver além de interesses, profissionais capacitados para esta ação. Denota-se que neste caso, não fala-se apenas na negociação que envolve dinheiro, mas sim nos diversos tipos de negociação que são necessários no dia-a-dia empresarial, cita-se negociação de influências, valores, competências, atividades, entre outras. Nestes casos específicos tem-se a figura dos gestores de negócios que se adequam aos diversos modelos de gestão existentes no meio empresarial.

Dentre as várias teorias e modelos de gestão, os únicos elementos que fazem parte de todas elas são a contextualização, para se saber a história da empresa e a necessidade de mudanças. Todo e qualquer planejamento visa à mudanças. (FERREIRA, REIS E PEREIRA, 1997). De acordo com Mendes (2003, p. 18):

O sucesso de qualquer empresa resume-se no seguinte: produzir barato algo diferenciado. Esse é o caminho não só para conquistar consumidores, mas principalmente para fidelizá-los. No ambiente atual de maior competição, o lucro passou a ser dependente do preço que os consumidores estão dispostos a pagar e dos custos de produção.

Os processos de negociação de uma empresa requerem feedback, ou seja, repasse de informação constante. Para melhor descrever tal processo, tem-se a necessidade de se pensar numa empresa, que obtém diversas informações de seu ambiente interno e externo e precisa além de apurá-las em tempo hábil, tratá-las da maneira correta. O sistema organizacional é extremamente complexo, e necessita de informações a todo instante, o que torna a informação fundamental para o negócio.

A Figura 1 mostra, de forma resumida, os componentes do processo de negociação das empresas:

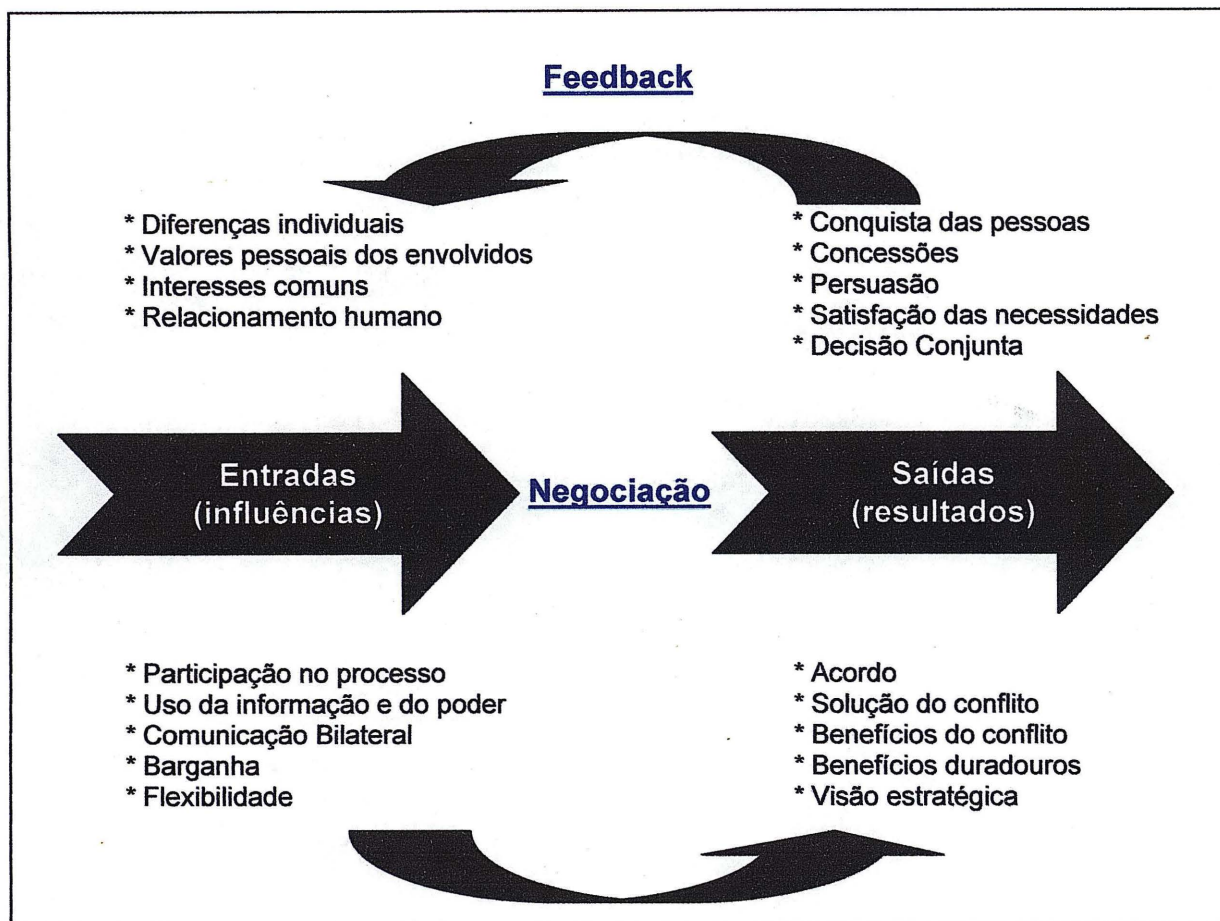


Figura 1 - Componentes do processo de Negociação  
 Fonte: Adaptado de Martinelli (2002, p. 196).

Para Mendes (2003, p. 21):

As empresas, num ambiente de competição, tem fundamentalmente duas alternativas: baixar custos unitários por meio da adoção de novas tecnologias no processo produtivo (afetando a oferta, que se torna mais elástica) ou diferenciar os bens e serviços que produzem, por meio da tecnologia no produto (influenciando a demanda, que se torna mais inelástica).

A competitividade das empresas melhora os produtos e serviços por elas dispensados, pois o cliente sempre está à procura de melhorias. Porém há outros aspectos fundamentais que influenciam a competitividade, que de acordo com Mendes (2003, p. 37),

Apesar da urgente necessidade de a empresa ser competitiva, no Brasil, há muitas restrições que dificultam ter maior competitividade. Entre os fatores que reduzem o grau de competitividade das empresas instaladas no Brasil, pode-se citar o baixo investimento em ciência e tecnologia, a ineficiência, a educação e o chamado custo Brasil, que engloba problemas relacionados a infra-estrutura, tais como transporte, portos, telecomunicações, problemas ligados à política fiscal (leia-se muitos impostos) e à política monetária (juros reais entre os mais altos do mundo).



Dentre as diversas habilidades as quais um gestor de negócios deve possuir, está a análise de balanços, ou análise das demonstrações financeiras, que possibilita descrever a situação econômico-financeira de qualquer empresa de que se queira obter tais dados, independente de se fazer parte ou não da mesma. O gestor além de realizar seu trabalho para gerar um produto de qualidade por um preço compatível deve saber sobre análise financeira que possibilita analisar a sua empresa bem como a do concorrente.

## 2.2 ANÁLISE DE BALANÇOS

De acordo com Braga (1982, p. 20), “A Contabilidade tem como objetivo o estudo e o controle do patrimônio das entidades econômicas, a fim de fornecer informações sobre sua composição e suas variações qualitativas e quantitativas”. Dentre os diversos aspectos os quais a contabilidade se utiliza, a administração financeira possui um grande percentual de auxílio nas atividades contábeis. O contador passa de mero escriturário de dados para um analista de informações.

A análise de balanços tem como objeto de estudo as demonstrações financeiras das empresas, que de acordo com Matarazzo (1987, p. 22),

mostram, por exemplo, que a empresa tem milhares de dívida. Isto é um dado. A conclusão de que a dívida é excessiva ou é normal, de que a empresa pode ou não pagá-la é informação. O objetivo da Análise de Balanços é produzir informação.

As empresas produzem inúmeros dados todos os dias, e estes precisam ser analisados de forma a gerarem informações que auxiliem nas decisões a serem tomadas pelas empresas. Há inúmeras formas para se analisar estes dados, porém torna-se fundamental que haja uma intenção definida para esta análise. Para Braga (1982, p. 82)

Embora possa variar quanto a sua denominação – Análise Contábil, Análise Financeira etc. -, a Análise das Demonstrações Financeiras tem por fim observar e confrontar os elementos patrimoniais, visando ao conhecimento minucioso de sua composição qualitativa e de sua expressão quantitativa, de modo a revelar os fatores e antecedentes e determinantes da situação atual, e, também, a servir de ponto de partida para delinear o comportamento administrativo futuro.

A análise de balanços é imprescindível para as atividades empresariais, mas ela por si só não garante o bom desempenho de uma organização. A análise de

balanços deverá estar entrelaçada com outras informações que permitam a comparação dos resultados por exemplo com os resultados de outras empresas do mesmo setor. De acordo com Sanvicente (1987, p. 165):

A finalidade da análise pode ser uma entre muitas; tudo dependerá do ponto de vista adotado pelo analista, mas poderá referir-se ao passado, presente ou futuro em termos de situação e desempenho da empresa estudada. O fato de os dados contábeis serem registros de eventos já ocorridos (passados, portanto), não significa que não seja possível aplicar os métodos a demonstrações financeiras projetadas para o futuro.

Para Silva (1999, p. 21), “A análise financeira de uma empresa consiste num exame minucioso dos dados financeiros disponíveis sobre a empresa, bem como das condições endógenas e exógenas, que afetam financeiramente a empresa”.

A análise financeira se utiliza das demonstrações financeiras de determinada empresa, sendo o analista profissional correspondente ao quadro de recursos humanos da organização, ou externo à mesma. As demonstrações financeiras mais utilizadas para análise são o Balanço patrimonial e a Demonstração do Resultado do Exercício. Porém, há ainda outras demonstrações que podem ser analisadas, como DOAR, Demonstração de Lucros por Ações, entre outras.

### 2.2.1 Demonstrações Financeiras

Antes de adentrar no assunto demonstrações financeiras, torna-se necessário conceituar as sociedades por ações, que perfazem o segmento de empresas a ser estudado. Para Gitman (2010, p. 4)

Uma **sociedade por ações** é uma entidade artificialmente criada por lei. Conhecida também como “entidade legal”, ela tem os poderes de uma pessoa, no sentido de que pode mover ações judiciais e ser acionada judicialmente, firmar e ser parte em contratos, e adquirir bens em seu nome.

As sociedades por ações podem ser de capital aberto ou fechado. As empresas de capital aberto tem suas ações negociadas na bolsa de valores. De acordo com Silva (1999, p. 57):

Esse tipo de sociedade tem uma série de obrigações de divulgação de informações destinadas ao mercado de capitais. Os tipos de ações mais comuns nas sociedades anônimas são as ações preferenciais, que privilegiam o recebimento de dividendos, e as ações ordinárias, que, normalmente, dão direito ao voto nas Assembléias realizadas pela empresa.

Uma sociedade anônima, que coloca suas ações em uma bolsa de valores, tem a obrigatoriedade de divulgar suas demonstrações financeiras ao público, sob pena de sofrer punições. Segundo Chiavenato (2005, p. 4):

A sociedade anônima (SA) é uma sociedade comercial em que o capital social é constituído por ações de um mesmo valor nominal e é formado por meio de subscrições. Cada pessoa adquire (subscrive) o número de ações que lhes convier, tornando-se acionista da sociedade anônima. O capital de cada sócio é representado pelo número proporcional de ações que subscrive. A sociedade anônima é administrada por um conselho de Administração e por um Presidente.

As empresas brasileiras são regulamentadas pela legislação em vigor, sendo regidas pela Lei nº 11.638 de 2007. Anterior a esta lei, as empresas eram regidas pela Lei nº 6.404 de 1976. Conforme a Lei 6.404/76, Chiavenato (2005, p. 77), coloca que:

A Lei 6404/76 determina que ao fim de cada exercício social a empresa deverá elaborar as seguintes demonstrações financeiras, tendo por base sua escrituração mercantil:

- 1) Balanço Patrimonial
- 2) Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)
- 3) Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR).

O Balanço Patrimonial detalha os bens direitos e obrigações que a empresa possui, a DRE apresenta os resultados que a empresa vem obtendo com sua atividade, e a DOAR mostra de onde vem e para onde vão os recursos da empresa. Há ainda outras demonstrações como o Fluxo de Caixa, que complementam os relatórios das empresas. Segundo Marion (2009, p. 49)

Com a chegada da Lei 11.638/07 observamos a ênfase num modelo internacional de lei societária. As perspectivas para a profissão contábil, no contexto desta lei, num mundo globalizado, levam a um reposicionamento das práticas e comportamentos tradicionais dos profissionais de Contabilidade.

A Lei 11.638/07 desobriga a apresentação da DOAR e inclui a Demonstração do Fluxo de Caixa como obrigatória. A divulgação destas demonstrações mostra que a contabilidade evoluiu e que o contador da atualidade não é um mero guarda livros, mas sim, auxilia as organizações nas tomadas de decisões, quando passa a apresentar informações gerenciais ao invés de apenas dados. De acordo com Chiavenato (2005, p. 76), as demonstrações financeiras podem ser:

1. Primárias: como o Balanço Patrimonial e a Demonstração dos Resultados do Exercício (DRE).

2. Secundárias: como a Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR).

A finalidade da análise das demonstrações financeiras é proporcionar uma visão comparativa da situação financeira e do desempenho da empresa, bem como os resultados por ela proporcionados.

A elaboração das demonstrações financeiras de acordo com as regras em vigor tem fundamento quando da análise financeira destas empresas, pois propicia a comparação de resultados de empresas distintas sob o mesmo método. De acordo com Groppelli e Nikbakht (1998, p. 407)

Um importante uso dos demonstrativos financeiros é na determinação da eficiência da empresa no controle de seus custos e na geração de seus lucros. Isso pode ser feito pela comparação da demonstração de resultado da empresa com as demonstrações de resultados das indústrias ou com a da melhor empresa do setor.

Com a utilização dos métodos de análise de balanços torna-se possível e estabelecimento de índices de comparação para uma determinada empresa mediante sua concorrência, seu setor de atuação, e até mesmo aos demais setores do mercado. Isto explica a importância dos demonstrativos contábeis para pequenas médias e grandes empresas. Para Sanvicente (1987, p. 177):

As demonstrações contábeis e financeiras de uma empresa também podem servir para a construção de índices – grandezas comparáveis obtidas a partir de valores monetários absolutos – destinados a medir a posição financeira e os níveis de desempenho da empresa em diversos aspectos.

No presente estudo, as demonstrações utilizadas serão o Balanço Patrimonial, a Demonstração do Resultado do Exercício, além dos Relatórios da Administração e as Notas Explicativas, como forma de melhor compreender os dados dos demonstrativos.

#### 2.2.1.1 Balanço Patrimonial

O Balanço Patrimonial segundo Braga (1982, p. 38), “tem por objetivo demonstrar a situação do patrimônio da empresa, em determinada data, normalmente ao término de cada exercício social”. Para Chiavenato (2005, p. 77), “é uma demonstração financeira que reflete com clareza a situação do patrimônio da empresa em um determinado momento”. De acordo com Gitman (2010, p. 43)

é uma descrição resumida da posição financeira da empresa em uma certa data. Essa demonstração equilibra os ativos da empresa (aquilo que ela possui) contra seu financiamento, que pode ser capital de terceiros (dívidas) ou capital próprio (fornecido pelos proprietários e também conhecido como patrimônio líquido).

O balanço patrimonial demonstra de que forma está distribuído o patrimônio da empresa, se em imobilizado, no ativo, ou em obrigações a pagar no passivo. Através da apresentação desta demonstração é possível destacar informações simples mas com grande valia ao analista, como valor em estoque e clientes a receber, que se muito altos, podem prejudicar o bom andamento financeiro da empresa. De acordo com Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003, p. 1):

O balanço de uma empresa contém todas as contas que compõem o seu ativo e passivo. A apresentação tradicional mostra o balanço como um quadro no qual as diversas contas encontram-se agrupadas de acordo com dois critérios de classificação.

O ativo é composto pelos bens e direitos da empresa e o passivo pelas obrigações e o capital próprio investido. Para Sanvicente (1987, p. 165), "é uma representação sintética dos elementos constituintes do patrimônio da empresa". Braga (1989, p. 39), ainda relata que:

O Balanço Patrimonial é uma fotografia em que aparecem os valores:

- de todos os bens e direitos que formam o Ativo da empresa;
- de todas as dívidas e compromissos a pagar que constituem o seu Passivo (recursos de terceiros); e
- o total dos recursos pertencentes aos proprietários, denominado Patrimônio Líquido (capital próprio).

O balanço patrimonial é fechado anualmente, em 31 de dezembro de cada ano, ou segundo data estabelecida pela convenção dos acionistas. Corroborando, Silva (1999, p. 79), diz que:

O Balanço retrata a posição patrimonial da empresa em determinado momento, composta por bens, direitos e obrigações. O ativo mostra onde a empresa aplicou os recursos, ou seja, os bens e direitos que possui. O passivo mostra de onde vieram os recursos, isto é, os recursos provenientes de terceiros e os próprios. Os recursos próprios podem ser originários de capital colocado na empresa pelos sócios ou de lucro gerado pela empresa.

O balanço patrimonial apresenta os bens e direitos da empresa no ativo, e as obrigações no passivo em determinada data. A diferença entre eles chama-se Patrimônio Líquido, que representa o capital investido na empresa seja ele por

recursos dos acionistas, recursos gerados por suas operações ou trazidos de fora da empresa. (MATARAZZO, 1987).

O Balanço Patrimonial diferencia ativos e passivos, circulantes e não circulantes, que de acordo com Marion (2009, p. 51):

Conforme a Medida Provisória nº 449/08 e a lei nº 11.941/09, as Sociedades Anônimas e empresas de grande porte devem efetuar, com base na natureza de suas operações, a apresentação de Ativos e Passivos Circulantes e Não Circulantes em separado ao próprio balanço.

Entende-se por circulante, os montantes que levam até um exercício social para serem extintos, como o caso de clientes a receber em 10 meses de sua venda por exemplo, já quando esta operação levar além de um exercício social como financiamentos de cinco anos por exemplo, deverão ser classificados a longo prazo.

Para Gitman (2010, p. 43):

É importante distinguir entre ativos e passivos de curto prazo e de longo prazo. Os ativos circulantes e passivos circulantes se caracterizam pelo curto prazo. Isso significa que devem ser convertidos em caixa (ativo circulante) ou pagos (passivo circulante) dentro de um ano. Todos os demais ativos e passivos, juntamente com o patrimônio líquido, que se presume ser de duração indeterminada, são considerados de longo prazo, ou permanentes, uma vez que se espera que permaneçam nos livros da empresa por mais de um ano.

O grupo não circulante corresponde ao realizável a longo prazo, investimentos, ativo imobilizado e intangível. Elimina-se o termo ativo permanente, pois em termos econômicos e contábeis todos os ativos são realizáveis em moeda, seja por meio de venda ou consumo na própria produção o que os diferencia são os prazos de sua realização. Para fins de análise o importante é diferenciar os ativos que irão se realizar nos próximos 12 meses, classificando-os como circulantes, daqueles que se realizarão de forma mais longa, os chamados não circulantes.(MARION, 2009).

De acordo com Marion (2009, p. 52), "No passivo, o grupo de Não Circulante deverá conter principalmente o Exigível a Longo Prazo desaparecendo o subgrupo Resultados dos Exercícios Futuros".

Segundo Marion (2009, p. 51), a classificação do ativo em circulante deve ser quando: "a) se espera que seja realizado, ou mantido para venda, negociação ou consumo dentro dos 12 meses seguintes à data do balanço; ou b) é um ativo em dinheiro ou equivalente, cuja utilização não está restrita".

Segundo Braga (1982, p. 21),

O patrimônio é, portanto, um conjunto de elementos, com conteúdo econômico (avaliáveis em moeda), pertencente a uma entidade, que o explora ou o utiliza com um objetivo determinado. Esse complexo de valores é formado, de um lado, pelas fontes de financiamento ou origem de recursos; de outro lado, apresenta como foram aplicados esses recursos (investimentos ou aplicações).

O patrimônio líquido demonstra de que forma a empresa opera, se o capital vem dos sócios e/ou acionistas, se há reservas de lucros, lucros acumulados, ou se há prejuízos acumulados. O patrimônio líquido é a diferença entre o ativo e o passivo da empresa, quanto mais elevado, melhor pois quer dizer que a empresa opera mais com recursos próprios que com recursos originários de terceiros como financiamentos.

Para Marion (2009, p. 50):

O Art. 178 (Lei nº 11.638/07), diz que o patrimônio líquido é composto de Capital Social, Reservas de Capital, Ajustes de Avaliação Patrimonial, Reservas de Lucros, Ações em Tesouraria e Prejuízos Acumulados. Logo, fica extinta a conta Lucros Acumulados, por não evidenciar uma definição do destino do Lucro. Todo o resultado deverá, obrigatoriamente, ser destinado, e as parcelas do resultado a serem retidas precisarão ser contabilizadas nas reservas próprias.

Outra demonstração financeira muito importante para o analista de balanços é a Demonstração de Resultado do Exercício, que fornece todas as receitas e despesas geradas pela empresa em um determinado período.

#### 2.2.1.2 Demonstração do Resultado do Exercício

Sanvicente (1987, p. 166) diz que: “Em segundo lugar, utilizaremos um relatório em que a empresa indica os resultados das suas atividades num período especificado. Portanto, os dados da chamada Demonstração de Resultados são valores acumulados entre duas datas”.

De acordo com Braga (1989, p. 52), pela DRE “é evidenciada a formação do lucro ou prejuízo do exercício social, mediante a confrontação das receitas realizadas e das despesas incorridas”.

Para Silva (1999, p. 80), a DRE:

Demonstra o resultado obtido pela empresa em determinado período, isto é, o lucro ou o prejuízo. É importante notar que, enquanto o balanço patrimonial representa a posição da empresa em determinado momento, a demonstração do resultado acumula as receitas, os custos e as despesas

relativas a um período de tempo, mostrando o resultado e possibilitando conhecermos seus componentes principais.

Com a DRE pode-se analisar a empresa como uma geradora de receita e por sua vez consumidora de despesas, pois é através da DRE que durante o período social são acumulados os valores de suas receitas e despesas, podendo assim, definir quanto foi consumido de cada despesa para a geração da receita total.

Segundo Braga (1982, p. 61)

A Demonstração do Resultado do Exercício deve registrar o resumo das variações positivas (receitas e vendas) e negativas (despesas e custos) da situação líquida patrimonial, durante um determinado período de tempo, geralmente o exercício financeiro. Essa função é apresentada através da conta de lucros e perdas.

Quando a DRE é finalizada ao final do exercício social, tem-se a necessidade de sua análise, pois num mundo econômico onde a diminuição dos custos é uma contínua, a apresentação da DRE pode auxiliar na tomada de decisões sobre o enxugamento das despesas e custos que encontram-se muito elevados.

Para Matarazzo (1987, p. 52), a Demonstração do Resultado do Exercício é:

uma demonstração dos aumentos e reduções causados no Patrimônio Líquido pelas operações da empresa. As receitas representam normalmente aumento do Ativo, através de ingresso de novos elementos, como duplicatas a receber ou dinheiro proveniente das transações. Aumentando o Ativo, aumenta o Patrimônio Líquido. As despesas representam redução do Patrimônio Líquido através de um entre dois caminhos possíveis: redução do Ativo ou Aumento do Passivo Exigível.

De acordo com Chiavenato (2005), a DRE é um demonstrativo financeiro que serve para exprimir o resultado que a empresa apresentou no exercício social, seja ele lucro ou prejuízo, como consequência das operações da empresa, bem como as despesas e receitas que levaram a tal resultado.

Segundo Gitman (2010, p. 41), “A demonstração do resultado fornece um resumo financeiro dos resultados operacionais da empresa durante um determinado período”. Para Gropelli e Nikbakht (1998, p. 400), “reporta os fluxos de recebimentos gerados por uma empresa e os fluxos das despesas incorridas para produzir e financiar as suas operações”.

Tem-se ainda outras demonstrações que auxiliam o analista nas suas tarefas, tais como a DOAR, Demonstração dos Fluxos de Caixa, entre outras. Para Gitman (2010, p. 46),



A demonstração dos fluxos de caixa resume os fluxos de caixa havidos no período em questão. Esta demonstração permite distinguir os fluxos de caixa das operações, de investimentos e de financiamentos da empresa e os concilia com variações de caixa e títulos negociáveis durante o período.

Sobre o relatório da administração, Silva (1999, p. 75) diz que: “Em linhas gerais, o relatório da administração deve funcionar como uma prestação de contas dos administradores aos acionistas e, ao mesmo tempo, também deve fornecer uma análise prospectiva”.

As demonstrações financeiras são a base para a análise de balanços, conforme já descrito pelos autores anteriormente. Esses dados após analisados gerarão informações de extrema importância para o crescimento e desenvolvimento da organização.

### 2.2.2 Análise Tradicional

Para Matarazzo (1987, p. 162), “A Análise de Balanços é um processo que parte de um todo – demonstrações financeiras – disseca-o, avalia as partes e conclui avaliando o todo”.

Anterior ao processo de análise tradicional as demonstrações precisam ser reclassificadas, de forma a se estabelecer um padrão. Para Silva (1999, p. 197), “O processo de reclassificação, portanto, consiste na preparação e organização dos dados da empresa com a finalidade de desenvolver a sua análise e obter um conjunto de indicadores e relatórios que possibilitem a tomada de decisão”.

Compreende a análise tradicional, a análise vertical, horizontal e de índices. De acordo com Silva (1999, p. 203),

O método de análise vertical e horizontal presta valiosa contribuição na interpretação da estrutura e da tendência dos números de uma empresa. Pode ainda auxiliar na análise dos índices financeiros e em outros métodos de análise. De certa forma, análise vertical e horizontal completam-se e até sobrepõem-se.

Para Matarazzo (1987, p. 29), “A Análise Vertical e Horizontal presta-se fundamentalmente ao estudo de tendências”. Isto deve-se ao fato que este tipo de análise trata os demonstrativos de diversos anos pela comparação de um resultado com o outro, o parâmetro desta análise é sempre o exercício anterior ao período estudado. Silva (1999, p. 203), ainda alerta que:

Na maioria das vezes, o método de análise horizontal e vertical, em vez de esclarecer os fatores que afetam a performance e a saúde financeira de uma empresa, indica a necessidade de o analista buscar outras fontes de informações que possam explicar a mudança na tendência dos números, isto é, em vez de oferecer respostas, ajuda a levantar questões.

Os valores contábeis resultam de fatos registrados, convenções adotadas, postulados vinculados e juízos pessoais, que de acordo com Sanvicente (1987), decorrem em limitações na análise das demonstrações financeiras, tais como: os dados não são absolutamente precisos; as demonstrações não revelam fatos relativos à condição financeira; os ativos são custos não amortizados, não refletindo com fidelidade o valor de mercado da empresa, e por fim, o lucro depende do procedimento escolhido no custo, avaliação dos estoques, que acaba por refletir no cálculo do CPV – Custo do Produto Vendido.

Fazem parte da análise tradicional as análises vertical e horizontal, análise de índices econômicos, financeiros, operacionais, produtivos, entre outros, além da posição do próprio analista.

#### 2.2.2.1 Análise vertical

A análise vertical, é aplicada sobre o Balanço Patrimonial, DRE e DOAR. No balanço ela fornece indicadores para a avaliação da estrutura do ativo e suas fontes de financiamento (BRAGA, 1989).

Para Chiavenato (2005, p. 83):

A demonstração financeira utiliza a análise vertical quando compara a participação relativa de cada item no cômputo total, isto é, quando analisa a posição percentual de todos os itens de uma demonstração financeira. Ao comparar a análise vertical de dois exercícios, podemos verificar quais os itens que cresceram percentualmente, aqueles que diminuíram e os que mantiveram sua participação percentual no total de todos os itens.

A análise vertical compara cada item com sua conta total e pode ser analisada com relação ao item total como também com relação aos demais exercícios sociais, para ver se houveram significativas mudanças no percentual de cada conta com relação aos anos anteriores.

De acordo com Silva (1999, p. 203),

O propósito da análise vertical (AV) é mostrar a participação relativa de cada item de uma demonstração financeira em relação a determinado referencial. No balanço, por exemplo, é comum determinarmos quanto por

certo, representa cada rubrica (e grupo de rubricas) em relação ao ativo total.

A análise vertical da demonstração do resultado possibilita avaliar a participação de cada elemento na formação do lucro ou prejuízo do período. A base dos cálculos das porcentagens corresponde ao valor da receita operacional líquida (BRAGA, 1989). Para Sanvicente (1987, p. 173), com relação à análise vertical no “enfoque de tratamento dos valores contidos numa demonstração contábil-financeira, passamos a nos preocupar com a participação relativa de cada item no total, ou seja, com a composição percentual de uma demonstração”.

Segundo Braga (1989, p. 147), “O confronto das análises verticais realizadas em diferentes datas permite aferir as alterações estruturais ocorridas na posição econômico-financeira da empresa.

Além da análise vertical, há a necessidade de se efetuar a análise horizontal das demonstrações. Estas duas análises complementam-se de forma que uma possibilita o maior entendimento das variações da outra.

#### 2.2.2.2 Análise horizontal

De acordo com Chiavenato (2005), a análise horizontal é utilizada quando há o acompanhamento de determinada conta ao longo dos períodos. Determinado item é escolhido e comparado pelo seu valor anual com o valor do exercício anterior ou exercícios anteriores para se obter a variação ocorrida nos períodos.

Para Braga (1989, p. 143), a análise horizontal:

É realizada a partir de um conjunto de balanços e de demonstrações de resultados consecutivos. Para cada elemento desses demonstrativos são calculados números índices, cuja base corresponde ao valor mais antigo da série. Deste modo, pode-se avaliar a evolução de cada elemento patrimonial e de resultado ao longo de diversos períodos sucessivos.

De acordo com Silva (1999, p. 208), “O propósito da análise horizontal (AH) é permitir o exame da evolução histórica de cada uma das contas que compõem as demonstrações financeiras”. Braga (1999, p. 132), descreve que, pela análise horizontal: “determina-se a tendência dos valores absolutos ou relativos das diversas grandezas monetárias, apurando-se o percentual de crescimento ou declínio de valores de uma mesma conta ou grupo de contas, entre duas datas e/ou períodos considerados”. Para Silva (1999, p. 209), “Tradicionalmente, na análise horizontal

tomamos o primeiro exercício como base 100 e estabelecemos a evolução dos demais exercícios comparativamente a essa base inicial". De acordo com Braga (1989, p. 147), "A análise horizontal mostra a evolução no tempo de cada elemento específico".

Para Sanvicente (1987, p. 172):

Entende-se por análise horizontal de demonstrações financeiras o acompanhamento da evolução, no tempo, de um dado item de uma demonstração. Conseqüentemente, ela envolve o cálculo de porcentagens de variação de cada item considerado, entre um ano (ou período) e outro, quando se trata de Balanço Patrimonial e Demonstração de Resultados.

Outra importante ferramenta de análise é a análise de índices, que busca apresentar resultados sobre a empresa em determinado período. Os índices podem ser de liquidez, rentabilidade, atividade e endividamento.

### 2.2.2.3 Índices de Liquidez

As demonstrações financeiras podem ser submetidas à aplicação de diversos índices, entre eles, os índices de liquidez, rentabilidade, atividade ou eficiência operacional, endividamento e medidas de lucratividade (CHIAVENATO, 2005).

Para Chiavenato (2005, p. 84), "A liquidez representa a capacidade da empresa de cumprir suas obrigações de curto prazo na data do vencimento. A liquidez constitui a solvência financeira, isto é, recursos não imobilizados para cada real de dívida". O autor ainda destaca que os índices de liquidez são os seguintes: liquidez corrente, seca, imediata e CCL. De acordo com Braga (1989, p. 29):

Uma empresa apresenta boa liquidez quando seus ativos e passivos são administrados convenientemente. Não é necessário manter numerário parado em caixa para liquidar compromissos a vencer em futuro próximo. Isto seria desaconselhável do ponto de vista da rentabilidade, uma vez que tais recursos não são gratuitos. O importante é manter os fluxos de entradas e saídas de caixa sob controle e conhecer antecipadamente as épocas em que irá faltar numerário.

Segundo Silva (1999, p. 266), "Os índices de liquidez visam fornecer um indicador da capacidade da empresa de pagar suas dívidas, a partir da comparação entre os direitos realizáveis e as exigibilidades". Para Braga (1982, p. 103), "A análise da liquidez tem, portanto, o objetivo de avaliar a capacidade financeira da

empresa em relação às suas exigibilidades”. De acordo com Matarazzo (1987, p. 96), “A característica fundamental dos índices é fornecer visão ampla da situação econômica ou financeira da empresa”.

Ainda de acordo com Matarazzo (1987, p. 131):

Uma vez avaliado cada um dos índices, através da comparação com os padrões, suponha-se que a um tenha sido dada a avaliação ótimo, a outro avaliação razoável e a outro deficiente. Afinal, qual será a avaliação da empresa? Depende da importância de cada um, ou seja, do peso que se atribui a cada índice.

Para Gitman (2010, p. 51), “A liquidez de uma empresa é medida em termos de sua capacidade de saldar suas obrigações de curto prazo à medida que se formam dívidas. A liquidez diz respeito à solvência da posição financeira geral da empresa”.

Segundo Matarazzo (1987, p. 132):

A atribuição de pesos, como se vê, pode adquirir contornos altamente científicos, porém não deixa de ser algo de absolutamente intuitivo. Quando um analista chega a uma conclusão, terá atribuído algum peso aos índices encontrados, mesmo que igual para todos e ainda que o faça inconscientemente.

Já a liquidez corrente, na visão de Assaf Neto e Silva (1997, p. 31), “Identifica para cada \$1 de dívida de curto prazo, quanto a empresa mantém em seu ativo circulante”. Para Gitman (2010, p. 52), “O índice de liquidez corrente, um dos índices financeiros mais comumente citados, mede à capacidade da empresa de pagar suas obrigações de curto prazo”.

Para Assaf Neto e Silva (1997, p. 31) a liquidez seca “mede o percentual das dívidas de curto prazo em condições de serem liquidadas mediante o uso de ativos monetários de maior liquidez (basicamente disponível e valores a receber)”. Gitman (2010, p. 52), destaca que:

O índice de liquidez seca assemelha-se ao de liquidez corrente, mas exclui do cálculo o estoque, que costuma ser o menos líquido dos ativos circulantes. A liquidez geralmente baixa do estoque resulta de dois fatores principais: (1) muitos tipos de estoque não podem ser facilmente vendidos porque são itens semiacabados, item de propósito especial ou assemelhados e (2) o estoque costuma ser vendido a prazo, o que significa que se torna uma conta a receber antes de se converter em caixa.

Com relação a liquidez imediata, Sanvicente (1987, p. 178), “representa mais um passo na direção de uma medida mais satisfatória da liquidez de uma empresa, comparando as obrigações de vencimento de curto prazo, com o que a empresa possui em dinheiro ou pode prontamente transformar em dinheiro”. Para

Assaf Neto e Silva (1997, p. 30), a liquidez imediata “Identifica a capacidade da empresa em saldar seus compromissos correntes utilizando-se unicamente de seu saldo de disponível”.

#### 2.2.2.4 Índices de Rentabilidade

Segundo Braga (1989, p. 30), “Podemos conceituar rentabilidade como o grau de êxito econômico obtido por uma empresa em relação ao capital nela investido”.

Para Chiavenato (2005, p. 89), “Os índices de rentabilidade constituem medidas que indicam a relação entre o lucro da empresa e diversos itens tomados como referencia. São também chamados índices de rentabilidade ou de retorno”. De acordo com Gitman (2010, p. 58):

Há muitas medidas de rentabilidade. Tomados em seu conjunto, essas medidas permitem aos analistas avaliar os lucros da empresa em relação a um dado nível de ativos ou o investimento dos proprietários. Se não houver lucro, uma empresa não atrairia capital externo. Proprietários, credores e administradores dão muita atenção à expansão dos lucros por causa da grande importância que o mercado lhes atribui.

Para Sanvicente (1987, p. 179), os índices de rentabilidade “São medidas variadas do lucro da empresa em relação a diversos itens, conforme o ponto de vista adotado, já que o próprio lucro possui significados diferentes”. De acordo com Chiavenato (2005, p. 89):

Os índices de rentabilidade ou de lucratividade são medidas que fazem relações entre os retornos da empresa com suas vendas, seus ativos ou ao seu patrimônio líquido. Permitem avaliar os lucros da empresa em relação às suas vendas, a um certo nível de ativos ou aos investimentos dos proprietários.

Alguns índices de rentabilidade são: MOL (margem operacional líquida), ML (margem líquida), ROI (retorno sobre o investimento), REAO (retorno sobre o ativo operacional) e LPA (lucro por ação) (CHIAVENATO, 2005).

### 2.2.2.5 Índices de Atividades

Há ainda os índices de atividades, que de acordo com Chiavenato (2005, p. 94):

São índices que medem a rapidez com que determinados ativos (e um item do passivo) giram dentro de um exercício em relação ao volume de operações da empresa, isto é, são convertidos em vendas ou caixa. São também chamados índices de eficiência operacional ou de desempenho.

Os índices de atividade são: rotação do ativo operacional (ROAO), rotação do capital empatado (RCA), rotação do estoque de produtos acabados (REPA), rotação do saldo de contas a receber (RSCR) e rotação do saldo de fornecedores (RSF) (CHIAVENATO, 2005).

### 2.2.2.6 Índices de Endividamento

Para Chiavenato (2005), endividamento significa o dinheiro de terceiros que a empresa se utiliza para obter lucros. Os índices de endividamento utilizados pelos analistas são: IPT – índice de participação de terceiros e ICJ – índice de cobertura de juros. Com relação aos índices de endividamento, Chiavenato (2005, p. 97) descreve que “servem para indicar o grau de risco da empresa, e medem a participação de recursos financiados por terceiros”.

### 2.2.2.7 Capital de giro

Outra análise muito utilizada tradicionalmente é a análise do capital de giro. Para melhor entender o capital de giro, torna-se fundamental entender a função do capital na empresa.

Capital é o valor líquido dos ativos de uma empresa. O capital constitui o recurso financeiro básico da empresa: o investimento efetuado pelos proprietários ou acionistas para a criação e a operação da empresa. Contudo, não é só o capital investido pelos acionistas que dinamiza a empresa. Ela utiliza capital de terceiros na operação dos seus negócios. Assim, quanto à sua propriedade, existem dois tipos de capital: o capital próprio e o de terceiros. (CHIAVENATO, 2005, p. 49).

Para Braga (1989), o capital de giro é formado pelos estoques, contas a receber e disponibilidades, que são os recursos aplicados no ativo circulante, porém, abordado amplamente, é composto também dos passivos circulantes. Assim sendo, a administração do capital de giro está relacionada a gestão dos ativos e passivos circulantes e suas interrelações entre tais grupos patrimoniais. O capital circulante líquido corresponde por sua vez os recursos permanentes e de longo prazo aplicados no ativo circulante.

De acordo com Assaf Neto e Silva (1997, p. 13):

O capital de giro tem participação relevante no desempenho operacional das empresas, cobrindo geralmente mais da metade de seus ativos totais investidos. Uma administração inadequada do capital de giro resulta normalmente em sérios problemas financeiros, contribuindo efetivamente para a formação de uma situação de insolvência.

Braga (1989, p. 84), descreve que: “O descompasso entre os fluxos de pagamentos e de recebimentos deverá ser coberto pelo *capital circulante líquido* (CCL), também conhecido por capital de giro líquido”.

Para Assaf Neto e Silva (1997, p. 14), “O termo giro refere-se aos recursos correntes (curto prazo) da empresa, geralmente identificados como aqueles capazes de serem convertidos em caixa no prazo mínimo de um ano”.

Segundo Assaf Neto e Silva (1997, p. 16):

O capital de giro (circulante) líquido – CCL – é mais diretamente obtido pela diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante. Reflete a folga financeira da empresa e, dentro de um conceito mais rigoroso, o CCL representa o volume de recursos de longo prazo (exigibilidades e patrimônio líquido) que se encontra financiando os ativos correntes (de curto prazo).

Ainda, Braga (1989, p. 85), descreve que “Visto pelo ângulo do CCL’(AC-PC), o capital circulante líquido constitui uma *medida estática de folga financeira* que a empresa apresenta para liquidar seus compromissos de curto prazo”. Desta forma, quanto maior o Capital Circulante Líquido, pode-se dizer, menor o risco que a empresa tem de insolvência (BRAGA, 1989).

Segundo Assaf Neto e Silva (1997, p. 17):

Uma empresa com capital de giro líquido negativo, isto é, com passivo circulante maior que ativo circulante, denota que os recursos de longo prazo da empresa não são suficientes para cobrir suas aplicações de longo prazo, devendo utilizar recursos do passivo circulante para tal fim. Ou seja, um CCL negativo revela que a empresa está usando recursos passivos correntes para financiar seus investimentos permanentes.



O correto para as empresas é se utilizar de capital próprio para investimentos permanentes, porém isto é pouco comum de se visualizar. Com o auxílio de créditos, as empresas utilizam de recursos de terceiros para investimentos na estrutura fabril. Porém há de se salientar que para investimentos permanentes, deve-se utilizar de financiamentos a longo prazo, pois na maioria dos casos estes investimentos demoram para apresentar resultados positivos, o que com financiamentos a curto prazo, dá uma defasagem de caixa da empresa.

Para Assaf Neto e Silva (1997, p.17),

A folga financeira é negativa pela presença de exigibilidade de curto prazo financiando aplicações com prazos de retorno maiores. Em outras palavras, parte da dívida da empresa tem prazo de resgate menor que o retorno da aplicação destes recursos.

Além da análise tradicional de balanços, há diversas outras metodologias que podem ser aplicadas para analisar a situação financeira de uma empresa. Uma destas metodologias é a Análise Dinâmica de Fleuriet, que será apresentada na sequência.

### 2.2.3 Análise Avançada do Capital de Giro

Para Braga (1991), a administração do capital de giro é um processo de planejamento e controle de aplicações no ativo circulante, oriundas de obrigações a vencer a curto prazo, das exigibilidades a longo prazo e patrimônio líquido em relação aos ativos circulantes e não circulantes. A gestão do capital de giro, segundo o autor é extremamente dinâmica e exige muita atenção dos executivos, pela capacidade que tem de comprometer a solvência da empresa e afetar sua rentabilidade.

De acordo com Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003, p. 11), “Denomina-se “ativo permanente” as contas não cíclicas do ativo e “passivo permanente” as contas não cíclicas do passivo. Define-se como Capital de Giro (CDG) a diferença entre o passivo permanente e o ativo permanente”. Ou seja:  $CDG = \text{passivo permanente} - \text{ativo permanente}$ .

Segundo Braga (1991, p. 8): “O capital de giro corresponde aos recursos aplicados pelo ativo circulante (AC) e esses recursos são constituídos pelo passivo circulante (PC) e pelo capital circulante e pelo capital circulante líquido (CCL)”.

O CCL corresponde aos recursos permanentes que são aplicados no giro das operação, ou seja, o que excede dos passivos não circulantes em relação aos ativos não circulantes. Os passivos não circulantes são formados pelas contas do ELP, REF e PL, enquanto que os ativos não circulantes são formados por contas do RLP e AP. O valor do CCL também pode ser obtido pela diferença entre o AC e o PC (BRAGA, 1991).

De acordo com Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003, p. 11), "O Capital de Giro possui o mesmo valor que o capital circulante líquido, definido no sentido financeiro clássico como a diferença entre o ativo e o passivo circulantes. Somente seu cálculo é realizado de maneira diferente".

O Capital de Giro (CDG), constitui uma fonte de fundos permanentes que é utilizado para financiar a Necessidade de Capital de Giro. Diminui quando são realizados novos investimentos em ativo permanente. No caso de autofinanciamento e aumento de capital há o aumento do Capital de Giro. Pode ser negativo, onde a empresa financia seu ativo permanente com fundos de curto prazo (FLEURIET, KEHDY E BLANC, 2003).

Para Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003, p. 3):

Em geral, certas contas do ativo e passivo renovam-se constantemente à medida que se desenvolvem as operações da empresa. Este fato constitui a base para uma nova classificação horizontal, que enfatiza os ciclos econômico e financeiro de uma empresa, fornecendo dados para a análise dinâmica em oposição à análise estática normalmente realizada através das informações fornecidas pela classificação tradicional.

Para a análise dinâmica do capital de giro, as contas do circulante são divididas de acordo com suas características, em financeiras e operacionais. De acordo com Assaf Neto e Silva (1997), o ativo circulante financeiro, possui natureza errática e é formado não necessariamente por contas ligadas diretamente ao ciclo operacional da empresa. Já o ativo circulante operacional é formado por valores que possuem relação direta a atividade operacional. Do mesmo modo ocorre com o passivo circulante financeiro que possui vínculo com valores que não necessariamente estão ligados a atividade operacional e o passivo circulante operacional que são valores ligados a operação da empresa. Há ainda o ativo e passivo não operacionais que são compostos por imobilizado, investimento, patrimônio líquido e ativos e passivos de longo prazo.

De acordo com Silva (1999), o ativo circulante é dividido em ACF e ACC e o passivo circulante é dividido em PCF e PCC além do ANC e PNC. Após isso, o

balanço aponta três conceitos básicos:  $IOG = ACC - PCC$ ;  $CPL = PNC - ANC$ ;  $T = ACF - PCF$ .

A diferença dos valores erráticos do ativo e passivo é denominada saldo de tesouraria, sendo obtida pela fórmula:  $T = ACF - PCO$ . Já a necessidade de capital de giro (NCG), também conhecida como investimento operacional em giro (IOG) é obtida através da diferença entre os valores cíclicos ( $IOG = ACC - PCC$ ). Pode-se encontrar tanto valores positivos quanto negativos para CCL, T e IOG (BRAGA, 1991).

De acordo com Silva (1999, p. 362):

O desdobramento conceitual do CCL nos dará dois outros conceitos: o IOG (investimento operacional em giro) e o T (saldo de tesouraria). O investimento operacional em giro (IOG) é composto por itens de caráter operacional que normalmente estão classificados dentro do ativo e do passivo circulantes relacionados ao ciclo operacional das empresas. O T é composto pelos itens de caráter financeiro, como disponibilidades, aplicações financeiras e empréstimos de curto prazo.

Para se chegar a tais valores, primeiro há a necessidade de reclassificação das contas em errática, cíclicas e não cíclicas, que de acordo com Silva (1999), tem o objetivo de obter um padrão dos procedimentos das contas, diminuindo as diferenças dos critérios para que atenda a necessidade de análise e seja apresentada de forma simples e fácil de entender.

Segundo Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003, p. 3), "Embora a classificação horizontal da apresentação tradicional ofereça uma série de vantagens, ela se mostra inadequada para uma análise dinâmica da situação econômico-financeira das empresas".

Para a análise financeira dinâmica, as contas do ativo e passivo devem ser tratadas com relação à dinâmica das empresas, sendo classificadas de acordo com seu ciclo, ou seja, o tempo de realização de uma rotação. Contas que possuem movimentação lenta, são classificadas em permanentes ou não cíclicas. As contas com movimentação contínua e destinadas as operações da empresa, são classificadas em cíclicas. Já as contas que não possuem ligação com o operacional da empresa serão classificadas em erráticas (FLEURIET, KEHDY E BLANC, 2003).

2.2.3.1 Classificação das contas em Erráticas, Cíclicas e Não Cíclicas, de acordo com Fleuriet.

Para a análise financeira dinâmica torna-se necessário a reclassificação do balanço patrimonial em contas erráticas, cíclicas e não cíclicas. De acordo com Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003, p. 27), tem-se abaixo, a classificação completa das contas do ativo e passivo:

#### 2.2.3.1.1 Ativo

O ativo deverá ser reclassificado em Errático, Cíclico e Não Cíclico, conforme expresso a seguir :

##### 2.2.3.1.1.1 Contas erráticas do ativo - ACF

São contas de curto prazo não ligadas a atividade operacional da empresa. Estão classificadas como erráticas as contas de:

- **Disponível**, como caixa, bancos conta movimento, cheques em trânsito, cheques a receber, vales postais, numerários em transito e depósitos bancários à vista;
- **Títulos Negociáveis**, como letras de câmbio, letras imobiliárias, certificados de depósito, títulos e valores mobiliários, títulos de livre circulação (*open market*); e,
- **Outros Ativos de Curto Prazo**, que são: letras, títulos e valores a receber, dívidas em liquidação, bancos conta vinculada, contas correntes, devedores diversos e empresas coligadas.

##### 2.2.3.1.1.2 Contas Cíclicas do Ativo – ACC

São contas de curto prazo, renováveis e ligadas à atividade operacional da empresa, compostas por:

- **Clientes**, tais como: contas a receber de clientes, duplicatas a receber, clientes, fregueses, contas a receber, títulos a receber e contas correntes de clientes. Além

disso, saldo das contas passivas como Provisão para devedores duvidosos serão subtraídas da conta clientes;

- **Estoques** de: mercadorias, existências, inventários, produtos acabados, produtos em elaboração, matérias-primas, materiais de fabricação, embalagens, combustível, estoques, materiais diversos, material de expediente, almoxarifado, ferramentas, material de limpeza, adiantamentos a fornecedores, importações em andamento e mercadorias em trânsito.

- **Despesas Pagas Antecipadamente**, como: depósitos restituíveis (ligados às importações), aluguéis a vencer, comissões pagas a vencer, prêmios de seguros a vencer, selos postais, material de expediente, impressos e materiais de limpeza.

#### 2.2.3.1.1.3 Contas Não Cíclicas do Ativo - ANC

Contas que representam aplicações por período superior a um ano. São compostas pelo:

- **Realizável a Longo Prazo**, como: letras a receber, créditos com empresas subsidiárias ou coligadas, títulos e valores, estoques vinculados, devedores diversos, créditos com diretores e créditos com acionistas.

- **Investimentos** em: ações, aplicações por incentivos fiscais, investimentos em outras empresas, participações em empresas coligadas, participações em empresas controladas, terrenos (não destinados a fins operacionais), valores a receber a longo prazo (relativos a operações não ligadas ao objeto social), apólices e títulos de renda;

- **Ativo Imobilizado**, como: instalações, máquinas, equipamentos, móveis e utensílios, terrenos, construções em andamento, marcas de fábrica, patentes, nome comercial e aviamento, adiantamentos a fornecedores e importações em andamento. Contas como provisão para depreciação, amortização e exaustão, serão subtraídas de suas contas chaves.

- **Ativo Diferido**, tais como: salários e honorários antecipados, juros pagos antecipadamente, despesas pré-operacionais, gastos de promoção e organização da sociedade e gastos de reorganização e reestruturação.

### 2.2.3.1.2 Passivo

O passivo passa a ser reclassificado em Errático, Cíclico e Não Cíclico, conforme segue:

#### 2.2.3.1.2.1 Contas Erráticas do Passivo - PCO

São contas de curto prazo não relacionadas a atividade operacional da empresa. Classificam-se em:

- **Duplicatas Descontadas**, como duplicatas, valores e títulos descontados; e,
- **Obrigações de Curto Prazo**, como: dividendos a pagar, credores diversos, títulos a pagar, letras de câmbio, credores no exterior, financiamentos, bancos com garantia e imposto de renda a pagar.

#### 2.2.3.1.2.2 Contas Cíclicas do Passivo - PCC

São contas de curto prazo, renováveis e ligadas à atividade operacional da empresa. Este grupo é composto por:

- **Contas ligadas à produção**: fornecedores, credores por financiamento, contas correntes, vendedores e duplicatas a pagar;
- **Outras Obrigações de Curto Prazo**, como: impostos a pagar sobre operações, ordenados a pagar e contribuições sociais a recolher.

#### 2.2.3.1.2.3 Contas Não Cíclicas do Passivo - PNC

São contas que compõem o passivo permanente da empresa, são elas:

- **Obrigações a Longo Prazo**, tais como: letras de câmbio, credores do exterior, títulos a pagar, financiamentos, empréstimos, acionistas com empréstimos, FGTS – não optantes, debêntures a pagar e hipotecas;
- **Resultado de Exercícios Futuros**;
- **Capital Realizado**;

- **Reservas de Lucros**, como: reserva legal, estatutária, livre, para investimento e para proteção do ativo imobilizado.
- **Reserva de Capital**, como: ágio (oriundos de subscrições), renda de partes beneficiárias e bônus de subscrição, prêmio recebido na emissão de debêntures, doações e subvenções para investimento e correções monetárias do capital realizado.
- **Reservas de Reavaliação** do imobilizado e de estoques.

### 2.2.3.2 Necessidade de capital de giro

A Necessidade de Capital de Giro (NCG), também é tratada por alguns autores sob a nomenclatura de Investimento Operacional em Giro (IOG). Com relação a necessidade de capital de giro, Assaf Neto e Silva (1997, p. 55), destacam que:

Em outras palavras, quando a atividade operacional da empresa criar um fluxo de saídas de caixa mais rápido que o da entrada (os pagamentos dos fatores de produção ocorrem antes ao recebimento da venda, por exemplo), identifica-se claramente uma necessidade permanente de investimento em seu giro, que é apurada pela diferença existente entre os ativos e passivo cíclicos.

Para Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003, p. 7):

Quando, no ciclo financeiro, as saídas de caixa ocorrem antes das entradas de caixa, a operação da empresa cria uma necessidade de aplicação permanente de fundos, que se evidencia no balanço por uma diferença positiva entre o valor das contas cíclicas do ativo e das contas cíclicas do passivo.

Esta aplicação permanente de fundos, chama-se necessidade de capital de giro – NCG, sendo evidenciada pela expressão:  $NCG = \text{ativo cíclico} - \text{passivo cíclico}$  (FLEURIET, KEHDY E BLANC, 2003).

De acordo com Braga (1991, p. 10), o IOG “é fundamentalmente determinado pelo nível das atividades operacionais da empresa e pelos preços médios de estocagem, de cobrança e de pagamento dos fornecedores e das demais despesas operacionais”.

Para Silva (1999, p. 371), “Quando o CPL for negativo, ao invés de ser uma “fonte”, será uma “aplicação líquida” de recursos”. No caso de IOG e CPL negativos, significa que o IOG está financiando o CPL, ou seja, que a empresa está financiando

aplicações de caráter permanente com recursos decorrentes de suas atividades operacionais (SILVA, 1999).

De acordo com Braga (1991, p. 10), “As contas cíclicas do ativo e passivo que determinam o NCG (ou IOG) estão ligadas as operações da empresa. De modo geral essas contas representam a contrapartida das contas que formam o lucro operacional”.

Para Silva (1999, p. 364), “Quando falarmos que o IOG é negativo, significa que ao invés de um “investimento operacional em giro” há um “financiamento operacional em giro”.

Alguns aspectos importantes a serem destacados sobre a Necessidade de Capital de Giro, de acordo com Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), são os seguintes:

- a NCG é diferente do CCL já que o  $CCL = \text{ativo circulante} - \text{passivo circulante}$ ;
- é um conceito econômico-financeiro e refere-se ao saldo das contas ligadas a operação da empresa;
- é muito sensível as modificações do ambiente em que a empresa opera, por basicamente depender da natureza e do nível de atividades da empresa;
- pode ser negativa, onde as saídas de caixa ocorrem depois de suas entradas, neste caso, o passivo cíclico é superior ao ativo cíclico, constituindo uma fonte de fundos da empresa.

### 2.2.3.3 Saldo de Tesouraria

Para Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), a diferença das contas erráticas, aquelas não ligadas diretamente à operação da empresa, chama-se Saldo de Tesouraria (T), sendo obtido através da seguinte fórmula:  $T = \text{ativo errático} - \text{passivo errático}$ . Além disso, o saldo de tesouraria pode ser obtido através da expressão  $T = CDG - NCG$ , pois representa um valor residual entre o Capital de Giro e a Necessidade de Capital de Giro.

De acordo com Braga (1991), o saldo de tesouraria pode ser obtido pela diferença entre o ativo e o passivo errático ( $T = ACF - PCO$ ), ou pela diferença entre o capital circulante líquido e o investimento operacional em giro ( $T = CCL - IOG$ ). O saldo de tesouraria negativo pode ser de origem sazonal, ou seja temporário, não apresentando risco elevado ou uma ação não transitória, onde há um alto risco de



insolvência financeira, em que os ativos permanentes ou fundos de curto prazo estão financiando o IOG.

Para Silva (1999, p. 371):

O saldo em tesouraria (T) pode ser maior ou menor que zero. Quando for menos, significa que a empresa tem débitos de curto prazo junto a instituições financeiras ou mesmo outras dívidas de curto prazo não relacionadas a seu ciclo operacional, superior a seus recursos financeiros de curto prazo.

Quando o CDG é insuficiente para financiar a NCG o Saldo de Tesouraria é negativo indicando que a empresa financia a NCD ou ativo permanente com financiamentos de curto prazo, o que aumenta o risco de insolvência. Caso positivo, a empresa terá fundos para aplicar em títulos de liquidez imediata, aumentando assim, a margem de segurança financeira (FLEURIET, KEHDY E BLANC, 2003).

É importante observar que um Saldo de Tesouraria positivo e elevado não significa necessariamente uma condição desejável para as empresas; pelo contrário, pode significar que a empresa não esteja aproveitando as oportunidades de investimento propiciadas por sua estrutura financeira, caso em que o Saldo de Tesouraria “engorda” por falta de uma estratégia dinâmica de investimentos. (Fleuriet, Kehdy e Blanc, 2003, p. 14).

Segundo Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), empresas que operam com Saldo de Tesouraria crescentemente negativo, apresentam uma estrutura financeira inadequada, o que revela dependência excessiva de empréstimos a curto prazo, podendo levá-las à insolvência.

#### 2.2.3.4 Efeito tesoura ou *overtrade*

De acordo com Assaf Neto e Silva (1997, p. 72), “O conceito *overtrading* refere-se a uma forte expansão no volume de atividade de uma empresa sem o devido lastro de recursos disponíveis para financiar as necessidades adicionais de giro”. Para Silva (1999, p. 394):

A palavra *overtrade* significa o ato de “fazer negócios superiores aos recursos financeiros”. Do ponto de vista financeiro, *overtrade* indica que uma empresa vem efetuando grande volume de negócios, sem dispor de recursos adequados e suficientes para financiar suas necessidades de capital de giro.

O *overtrading* é verificado em situações em que o volume de vendas da empresa excede o limite financeiro suportado pelo volume de negócios, ou quando a

capacidade de financiamento deste negócio se reduzir, ocasionando a redução da margem de segurança da empresa (ASSAF NETO E SILVA, 1997).

De acordo com Silva (1999, p. 393), “Uma empresa entra no efeito tesoura quando, ao longo de uma série de exercícios sociais, a variação do IOG é superior à variação do CPL.  $\Delta \text{IOG} > \Delta \text{CPL} = \text{Tesoura}$ ”.

Um exemplo citado por Assaf Neto e Silva (1997) é quando a empresa decide promover economias de escala através da expansão do nível de produção e vendas em que além da redução da capacidade ociosa e do aumento do volume operacional, há a diluição dos custos fixos, com redução do custo unitário do produto. Desta forma, tal expansão demanda maior volume de investimentos em giro. Quando o capital de giro líquido existente não for suficiente para cobrir os investimentos adicionais, revela-se o *overtrading*. Os autores ainda destacam que os aumentos consecutivos de preços e em casos em que há inflação, há o encobrimento do *overtrading*.

Para Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), o efeito tesoura ocorre em: situações de taxas anuais elevadas de vendas; relação NCG/vendas maior que a relação autofinanciamento/ vendas, no período em que as vendas crescem; e, em casos de diminuição do capital de giro, causado pelo investimento deste capital em bens do ativo permanente.

Segundo Braga (1991), quando uma empresa expande o nível de suas operações, sem recursos para financiar seu capital de giro, acontece o *overtrade* ou o chamado efeito tesoura. O efeito tesoura então, é uma representação gráfica da evolução das vendas, do IOG, do CCL e do T, em casos de IOG através de créditos de curto prazo não renováveis automaticamente. Neste caso, apresenta o efeito tesoura negativo. O efeito tesoura é caracterizado por situações em que as vendas crescem a taxas anuais elevadas, onde o IOG / (ROB-DA) são positivos durante o período de crescimento das vendas e nos períodos de crescimento das vendas onde as fontes externas que aumentam o CCL são utilizadas apenas para novos investimentos em bens do ativo permanente.

De acordo com Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003, p. 42):

A fim de evitar o “efeito tesoura”, as empresas devem planejar a evolução do Saldo de Tesouraria. A evolução do Saldo de Tesouraria depende de variáveis que afetam o Autofinanciamento, a Necessidade de Capital de Giro e de decisões estratégicas, que modificam o Capital de Giro.

A NCG e o autofinanciamento são determinados pelo nível de atividades da empresa, já as decisões estratégicas, envolvendo novos investimentos em ativos permanentes e financiamentos a longo prazo, devem levar em conta o crescimento do capital de giro e a evolução da necessidade de capital de giro (FLEURIET, KEHDY E BLANC, 2003). Para evitar o efeito tesoura, “O autofinanciamento da empresa deve ser suficiente para financiar, pelo menos, os aumentos de sua necessidade de capital de giro (NCG)” (FLEURIET, KEHDY E BLANC, 2003, P. 42).

Segundo Silva (1999, p. 393), “É importante destacar que o efeito tesoura só é um alerta de tendência para insolvência, quando ocorre em níveis expressivos comparativamente com às vendas da empresa”.

Como forma de determinar a ocorrência do efeito tesoura torna-se necessário conhecer seu ciclo financeiro e sua taxa de autofinanciamento corrente em porcentagem do faturamento. Para desempenhar seu papel corretamente a empresa deverá obter um resultado econômico suficiente para garantir seu crescimento e buscar pelo equilíbrio financeiro permanente. O autofinanciamento é constituído pelo resultado das operações de produção e vendas (ativo cíclico) que determinam o resultado econômico, e/ou pelas operações de repartição, que são distribuição ou recebimento de rendas independentes do ciclo produtivo da empresa (FLEURIET, KEHDY E BLANC, 2003).

Para Assaf Neto e Silva (1997, p. 73), “Evidentemente, outras situações podem também ocorrer e levar a um crescimento sem sustentação, tais como metas de expansão ambiciosas e superdimensionadas, redução no capital de giro líquido, políticas aceleradas de imobilizações, etc”.

Complementando, Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003, p. 23), “O autofinanciamento exprime o montante dos recursos gerados pela empresa e que são conservados para seu financiamento interno.  $\text{Autofinanciamento} = \text{Lucro Retido} + \text{Depreciações}$ ”.

Após a obtenção dos resultados do CDG, NCG e T, tem-se a necessidade de classificação dos balanços da empresa analisada, conforme os seis tipos de balanços estudados por Fleuriet.

### 2.2.3.5 Tipos de estruturação de balanços

Michael Fleuriet estudou seis configurações distintas de balanços, das quais se aprofundou em apenas quadro delas, tidas como as que mais aparecem no dia a dia empresarial. Mais tarde, Roberto Braga apresentou as seis estruturas financeiras citadas anteriormente por Fleuriet, sendo elas:

#### 2.2.3.5.1 Tipo I - Excelente Liquidez

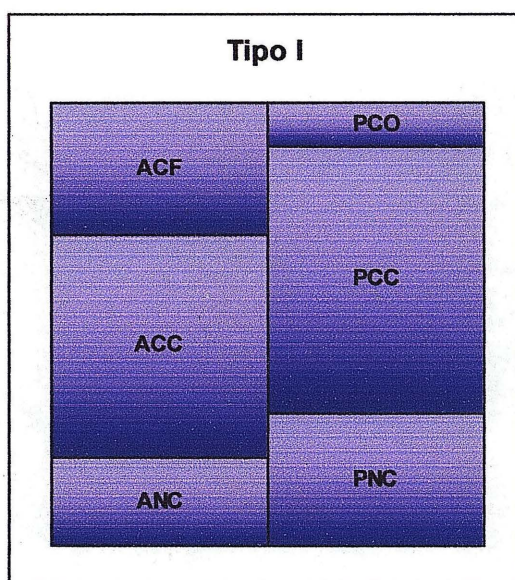


Ilustração 2 - Tipo I

Fonte: Adaptado de Braga (1991, p. 11)

$$CCL > 0 \text{ e } IOG < 0 \rightarrow T > 0$$

$$\text{Sendo: } CCL > IOG \rightarrow T > CCL > IOG$$

De acordo com Braga (1991), esta estrutura de balanço apresenta **excelente liquidez**, tendo recursos permanentes aplicados no ativo circulante, e desta forma, possui boa folga financeira para cumprir com suas obrigações a curto prazo. Além disto, tal estrutura possui passivos de funcionamento maiores que os passivos operacionais e ativos circulantes financeiros maiores que os passivos circulantes onerosos.

O autor ainda coloca que este tipo de estrutura é comum para super mercados e empresas varejistas, que compram a prazo, tem alto giro dos estoques

e vendem à vista. Empresas com esta estrutura de balanços, apresentam um ciclo financeiro muito curto, sendo as vezes negativo. Nestas atividades há a intensa captação de recursos, que fazem com que as receitas financeiras influenciem na geração do lucro líquido. Sendo assim, quanto maior o volume das vendas, maior será o saldo de tesouraria, o que por outro lado, em caso de recessão comercial, ou queda de vendas, gerará um saldo de tesouraria negativo e prejuízo nas operações. Empresas industriais são praticamente impossíveis de apresentarem tal estrutura, por terem um ciclo de produção e prazo de cobrança maior.

#### 2.2.3.5.2 Tipo II – Situação financeira sólida

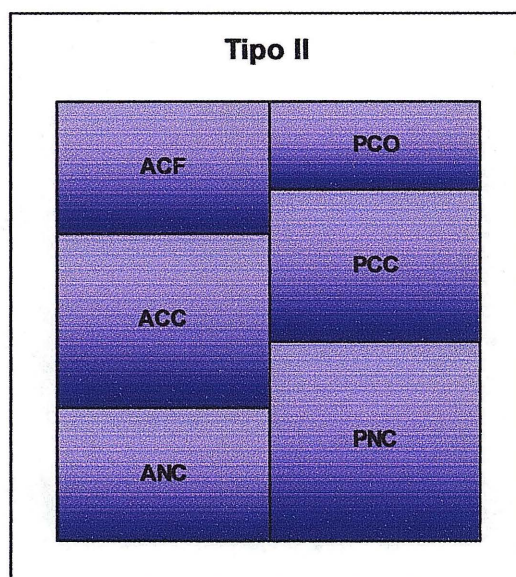


Ilustração 3 - Tipo II  
Fonte: Adaptado de Braga (1991, p. 11)

$$\text{CCL} > 0 \text{ e } \text{IOG} > 0 \rightarrow \text{T} > 0$$

$$\text{Sendo: } \text{CCL} > \text{IOG} \rightarrow \text{T} < \text{CCL} > \text{IOG}$$

A estrutura de balanço Tipo 2, apresenta IOG positivo, indicando que os passivos de funcionamento são insuficientes para atender as necessidades dos ativos operacionais de curto prazo. Por sua vez, os recursos permanentes aplicados no capital de giro – CCL, suprem a insuficiência do PCC, permitindo a manutenção do T positivo. Por apresentar saldo de tesouraria positivo, tal estrutura de balanço é tida como **situação financeira sólida**, desde que mantido o nível das operações.

No caso de uma expansão de vendas, haverá um aumento do IOG e redução do T, o que em caso de uma sazonalidade, em pouco tempo a estrutura voltará ao normal. Já nos casos de um aumento repentino e grande das vendas, implicará na desestabilização de sua estrutura financeira, por ter de recorrer a financiamentos de curto prazo (BRAGA, 1991).

### 2.3.2.5.3 Tipo III – Situação financeira insatisfatória

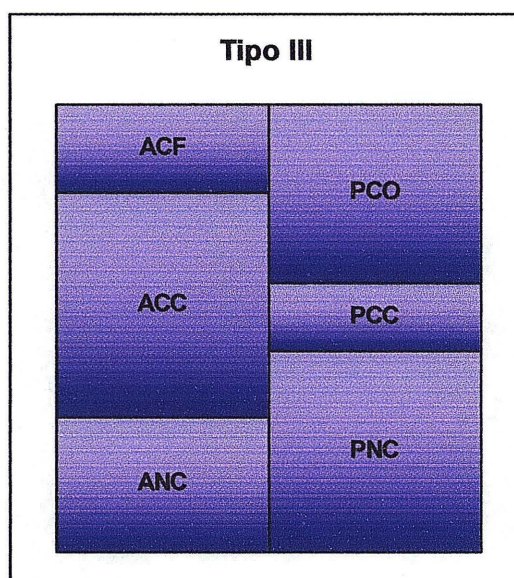


Ilustração 4 - Tipo III  
Fonte: Adaptado de Braga (1991, p. 12)

$$CCL > 0 \text{ e } IOG > 0 \rightarrow T < 0$$

$$\text{Sendo: } CCL < IOG \rightarrow T < CCL < IOG$$

A estrutura de balanço Tipo 3 apresenta uma **situação financeira insatisfatória**, onde o CCL é inferior ao IOG, apresentando dependência de empréstimos de curto prazo para o financiamento de suas operações. Quando há o crescimento da diferença entre o CCL e o IOG e, conseqüentemente, a ampliação do saldo de tesouraria negativo, aumenta a vulnerabilidade financeira da empresa (BRAGA, 1991).

#### 2.2.3.5.4 Tipo IV – Péssima situação financeira

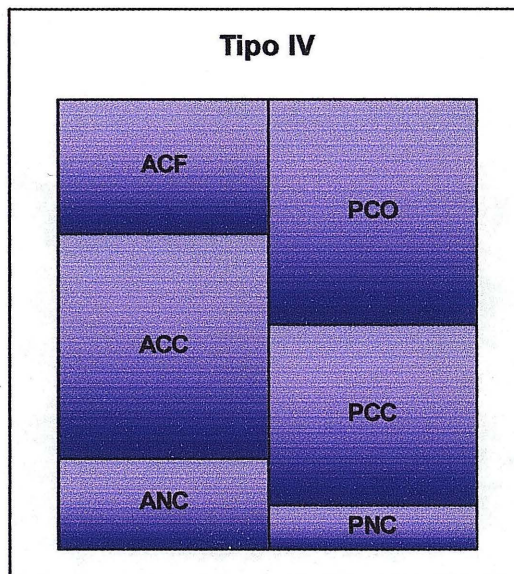


Ilustração 5 - Tipo IV  
 Fonte: Adaptado de Braga (1991, p. 12)

$$CCL < 0 \text{ e } IOG > 0 \rightarrow T < 0$$

$$\text{Sendo: } CCL < IOG \rightarrow T < CCL < IOG$$

A estrutura de balanço Tipo 4, reflete **péssima situação financeira**, com ocorrências simultâneas de IOG positivo e CCL negativo. O CCL negativo indica que a empresa vem financiando seus ativos não circulantes com dívidas de curto prazo, onde há visível desequilíbrio entre as fontes e aplicações de recursos. Mesmo com esta situação a empresa ainda consegue financiamentos por meio de fornecedores ou com instituições bancárias, o que agrava mais a situação. Este tipo de estrutura é mais comum em empresas estatais que são mal administradas e recebem periódicas injeções de capital para conseguirem se manter em operação. No caso de empresas privadas apresentarem tal situação, ou os acionistas injetam capital, ou beiram à falência (BRAGA, 1991).

### 2.2.3.5.5 Tipo V – Situação financeira muito ruim

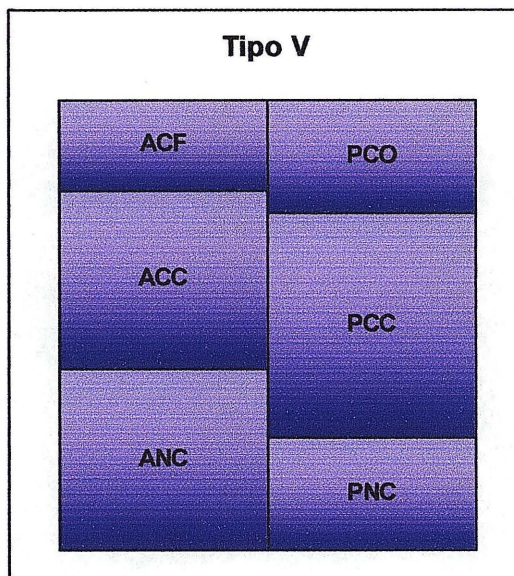


Ilustração 6 - Tipo V

Fonte: Adaptado de Braga (1991, p. 12)

$$CCL < 0 \text{ e } IOG < 0 \rightarrow T < 0$$

$$\text{Sendo: } CCL > IOG \rightarrow T > CCL < IOG$$

De acordo com Braga (1991, p. 12): “Neste tipo de balanço a situação financeira é **muito ruim**, porém menos grave do que o tipo IV devido ao fato de os passivos de funcionamento excederem às necessidades de recursos para financiar os ativos circulantes operacionais”.



### 2.2.3.5.6 Tipo VI – Alto risco de insolvência

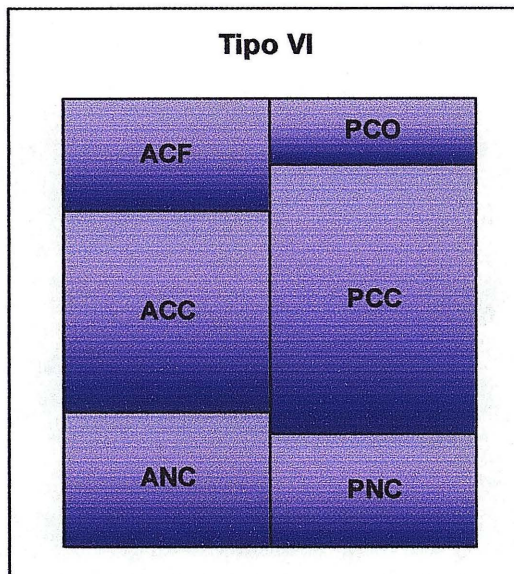


Ilustração 7 - Tipo VI  
 Fonte: Adaptado de Braga (1991, p. 12)

$$CCL < 0 \text{ e } IOG < 0 \rightarrow T > 0$$

$$\text{Sendo: } CCL > IOG \rightarrow T > CCL > IOG$$

Esta configuração de balanço apresenta uma situação de **alto risco de insolvência**. Há o desvio de recursos de curto prazo para os ativos não circulantes e o saldo de tesouraria se mantém. Esta situação não pode ser mantida por muito tempo, pois no caso de queda no volume de vendas, rapidamente se esgota a parcela de excedente do PCC, onde inverte-se o sinal do IOG e do T (BRAGA, 1991).

### 3 METODOLOGIA

O presente estudo trata-se de uma pesquisa descritiva quanto a seus objetivos, em vista que tem a finalidade de descrever a situação financeira de cada empresa analisada. As pesquisas descritivas, de acordo com Gil (1991, p.46), “são, juntamente com as exploratórias, as que habitualmente realizam os pesquisadores sociais preocupados com a atuação prática”. Segundo Sampieri, Collado e Lucio (2006, p. 102), a “pesquisa descritiva busca especificar propriedades e características importantes de qualquer fenômeno que se analise”. Para Cervo e Bervian (2002, p. 66),

A pesquisa descritiva observa, registra, analisa e correlaciona fatos ou fenômenos (variáveis) sem manipulá-los. Procura descobrir, com a precisão possível, a frequência com que um fenômeno ocorre, sua relação e conexão com outros, sua natureza e características.

Por sua vez, Danhke (1989) apud Sampieri, Collado e Lucio (2006, p. 101), destaca que: “Os estudos descritivos procuram especificar as propriedades, as características e os perfis importantes de pessoas, grupos, comunidades ou qualquer outro fenômeno que se submeta à análise”. E Gil (1991, p. 46), complementa dizendo que: “São inúmeros os estudos que podem ser classificados sob este título e uma de suas características mais significativas está na utilização de técnicas padronizadas de coleta de dados, tais como o questionário e a observação sistemática”. Ainda sobre os estudos descritivos, Sampieri, Collado e Lucio (2006, p. 101) descrevem que:

Eles medem, avaliam ou coletam dados sobre diversos aspectos, dimensões ou componentes do fenômeno a ser pesquisado. Do ponto de vista científico, descrever é coletar dados (para os pesquisadores quantitativos medir; para os qualitativos, coletar informações). Isto é, em um estudo descritivo seleciona-se uma série de questões e mede-se ou coleta-se informação sobre cada uma delas, para assim (vale a redundância) descrever o que se pesquisa.

Com relação aos procedimentos, trata-se de uma pesquisa bibliográfica e documental. Para Cervo e Bervian (2002, p. 65), a pesquisa bibliográfica:

procura explicar um problema a partir de referências teóricas publicadas em documentos. Pode ser realizada independentemente ou como parte da pesquisa descritiva ou experimental. Em ambos os casos, busca conhecer e analisar as contribuições culturais ou científicas do passado existentes sobre um determinado assunto, tema ou problema.

Para Gil (1991, p. 48):

é desenvolvida a partir de material já elaborado, constituído principalmente de livros e artigos científicos. Embora em quase todos os estudos seja exigido algum tipo de trabalho desta natureza, há pesquisas desenvolvidas exclusivamente a partir de fontes bibliográficas.

Para Fachin (2001, p. 125) “A pesquisa bibliográfica é a base para as demais pesquisas e pode-se dizer que é uma constante na vida de quem se propõe estudar”. De acordo com Cervo e Bervian (2002, p. 66):

constitui parte da pesquisa descritiva ou experimental, quando é feita com o intuito de recolher informações e conhecimentos prévios acerca de um problema para o qual se procura resposta ou acerca de uma hipótese que se quer experimentar.

Ainda, Fachin (2001, p. 125), destaca que:

A pesquisa bibliográfica diz respeito ao conjunto de conhecimentos humanos reunidos nas obras. Tem como base fundamental conduzir o leitor a determinado assunto e a produção, coleção, armazenamento, reprodução, utilização e comunicação das informações coletadas para o desempenho da pesquisa.

Com relação a abordagem do problema, tendo em vista a necessidade de classificar as situações financeiras de acordo com os seis tipos de balanços estudados por Fleuriet, trata-se de uma abordagem qualitativa, que de acordo com Sampieri, Collado e Lucio (2006, p. 5), “utiliza coleta de dados sem medição numérica para descobrir ou aperfeiçoar questões de pesquisa e pode ou não provar hipóteses em seu processo de interpretação”.

Para Minayo (2002, p.21 – 22) apud Lakatos e Marconi (2007, p. 271),

a pesquisa qualitativa “responde a questões particulares”. Em Ciências Sociais, preocupa-se com “um nível de realidade que não pode ser quantificado”, ou seja, “ela trabalha com o universo de significados, motivos, aspirações, crenças, valores, atitudes, o que corresponde a um espaço mais profundo das relações dos processos e dos fenômenos que não podem ser reduzidos à operacionalização de variáveis”.

E segundo Menga (1986, p. 18) apud Lakatos e Marconi (2007, p. 271), o estudo qualitativo “é o que se desenvolve numa situação natural; é rico em dados descritivos, tem um plano aberto e flexível e focaliza a realidade de forma complexa e contextualizada”.

Como forma de auxílio na coleta e interpretação de dados, foi utilizada técnica de análise documental, que segundo Gil (1991, p. 52) :

apresenta uma série de vantagens. Primeiramente há que se considerar que os documentos constituem fonte rica e estável de dados. Como os

documentos subsistem ao longo do tempo, tornam-se a mais importante fonte de dados em qualquer pesquisa de natureza histórica.

Em determinados estudos, tem-se a necessidade de procura por materiais específicos para se chegar ao resultado final, o que Fachin (2001, p. 152), descreve como:

toda informação de forma oral, escrita ou visualizada. A pesquisa documental consiste na coleta, classificação, seleção difusa e na utilização de toda espécie de informações, compreendendo também as técnicas e métodos que facilitam a sua busca e a sua identificação.

A pesquisa documental é muito parecida com a bibliográfica. O que as diferencia é que enquanto na pesquisa bibliográfica tem-se contribuições de autores sobre determinado assunto, a pesquisa documental apresenta materiais que ainda não receberam nenhum tratamento analítico, podendo ser reelaborados conforme a necessidade da pesquisa (GIL, 1991).

Os documentos podem ser de diversas origens e tipos, desde imagens até gravações, conforme descritos por Fachin (2001, p. 152):

Para a pesquisa documental, considera-se documento qualquer informação sob a forma de textos, imagens, sons, sinais em papel/madeira/pedra, gravações, pintura, incrustações e outros. Ainda são considerados os documentos oficiais, como editoriais, leis, atas, relatórios, ofícios, ordem régia, etc., e os documentos jurídicos, oriundos de cartórios, registros gerais de falência, inventários, testamentos, escrituras de compra e vendas, hipotecas, atestados de nascimentos, casamentos, óbitos, entre outros.

Desta forma o presente estudo além de se utilizar de material já elaborado por diversos autores, trabalhou com dados do sitio da Comissão de Valores Mobiliários, os quais deram suporte ao trabalho a ser desenvolvido. A população a ser pesquisada corresponde a totalidade das empresas do setor de Celulose e Papel, operantes na bolsa de valores, tendo os dados disponíveis no sitio da CVM. Com relação a amostra, será utilizada o critério de amostra não probabilística, onde serão excluídas da mesma empresas com característica de Holdings, como critério de compatibilidade das análises.

Com relação a coleta de dados, a mesma foi efetuada por meio da internet, no sitio da CVM – cita-se <<http://www.cvm.gov.br>>, com auxílio do programa gerador dos dados, Divext, disponível no mesmo endereço eletrônico. Já as análises foram feitas com auxílio da ferramenta do Microsoft Office Excel 2003, onde houve a reclassificação, análise, e comparação dos balanços das empresas do setor de

papel e celulose que operam na bolsa de valores. Para este processo foram utilizados os cinco últimos balanços das empresas em questão - de 2005 - 2009.

## **4 PARTE PRÁTICA**

A parte prática do presente estudo consiste na apresentação das empresas por meio de pequeno histórico, além da análise financeira dinâmica de cada empresa. Esta etapa finda-se com o relatório comparativo dos resultados encontrados pela pesquisa.

### **4.1 HISTÓRICO DAS EMPRESAS ESTUDADAS**

O presente estudo teve como base as empresas de capital aberto do setor de papel e celulose, sita-se: Celulose Irani S.A., Fábrica de papel Santa Therezinha S.A., Fibria Celulose S.A., Klabin S.A. e Suzano Papel e Celulose S.A.. As informações a seguir, foram coletadas através das Demonstrações Financeiras no sitio da CVM – Comissão de Valores Mobiliários.

#### **Celulose Irani S.A.**

De acordo com CVM (2010), A Celulose Irani S.A. atua em três divisões: papel, embalagens e móveis e resinas.

- Divisão Papel, situada em Vargem Bonita - SC, com produção de papéis Kraft de baixa e alta gramaturas e de papéis reciclados, destinados ao mercado externo, interno e para a Divisão Embalagem.;
- Divisão Embalagem produz caixas e chapas de papelão ondulado, leves e pesadas, e conta com duas unidades produtivas, uma em Vargem Bonita – SC e outra em Indaiatuba – SP; e
- Divisão Móveis e Resinas conta com duas unidades produtivas, sendo uma fábrica de móveis de madeira reflorestada em Rio Negrinho - SC e uma unidade de negócio denominada Resinas, localizada em Balneário de Pinhal - RS, que produz breu e terebintina, a partir de resina natural fornecida pela controlada Habitasul Florestal S.A.

Além das três Divisões, conta com as controladas Irani Trading S.A. que operacionaliza todas as operações de exportação da empresa e atua na administração e locação de imóveis, Habitusul Florestal S.A., com base florestal de 8,4 mil hectares de florestas de pínus, fornecedora de resina para a unidade Resinas da Celulose Irani S.A. e também fornecedora de madeira para serrarias da região e, Meu Móvel de Madeira Comércio de Móveis e Decorações Ltda., Em 2009, foi criada uma nova subsidiária, HGE – Geração de Energia Sustentável Ltda, que tem como objetivo a geração, transmissão e distribuição de energia elétrica de origem eólica. Dados do relatório da administração 2009.

### **Fábrica de Papel Santa Therezinha S.A.**

A Santher, Fábrica de Papel Santa Therezinha, possui quatro unidades fabris, localizadas duas no estado de São Paulo, uma em Minas Gerais e uma no Rio Grande do Sul e tem por objeto social a produção de papéis especiais destinados às empresas de transformação, onde servem como papel base; Produtos de consumo - os papéis para consumo compreendem as seguintes linhas de produtos e respectivas marcas: Papel Higiênico - Personal, Personal VIP e Charme; Guardanapo - Snob, Snob Gala e Santepel; Lenço de Papel - Kiss; Lenço Umedecido: Kiss Refresh, Sym e Personal Baby; Absorvente e Protetor Íntimo: Sym e Fralda Descartável Infantil: Personal Baby; e Linha profissional - compreende os papéis destinados ao segmento de uso institucional, como indústrias, escritórios, bares e restaurantes, hotéis, *shopping centers*, entre outros, comercializados por meio das marcas Inovatta e Eco. Além disso, o sistema de higiene compreende a instalação de *dispensers* específicos para cada aplicação (papel toalha e higiênicos em bobina e interfolhados) e a comercialização de uma linha completa de sabonetes cosméticos, desenvolvidos especificamente para esse mercado, bem como álcool gel e antisépticos (CVM, 2010).

## **Fíbria Celulose S.A.**

A Fíbria Celulose S.A. (anteriormente denominada Votorantim Celulose e Papel S.A. - VCP) e suas empresas controladas têm como atividade preponderante a exploração florestal e a industrialização e comércio de celulose de fibra curta, papel para impressão e escrita e papéis especiais. sua base florestal está distribuída nos estados da Bahia, Espírito Santo, Mato Grosso do Sul, Minas Gerais, Rio Grande do Sul e São Paulo, com mais de 1 milhão de hectares, que suprem as operações de suas seis fábricas.

Em 2009, a Empresa anunciou a aquisição de 12,37% (excluindo as ações de tesouraria) do capital total da Aracruz Celulose S.A., (28% do capital votante ou 127.506.457 ações ordinárias) que pertenciam às famílias Lorentzen, Moreira Salles e Almeida Braga pelo montante de R\$2.710.000 e ainda entrou em operação a nova unidade de produção de celulose da Empresa, o Projeto Horizonte, localizado no município de Três Lagoas-MS, que se destaca por ser a maior fábrica de celulose em linha única do mundo e com capacidade de produção de 1,3 milhões de toneladas por ano.

Atualmente a empresa tem capacidade de produção de 5,4 milhões de toneladas de celulose e 313 mil toneladas de papéis térmicos, autocopiativos e de imprimir e escrever por ano (CVM, 2010).

## **Klabin S.A.**

Klabin S.A. e suas controladas atuam nos seguintes segmentos da indústria de papel para atendimento aos mercados interno e externo: reflorestamento e madeira, papéis de embalagem, sacos de papel e caixas de papelão ondulado. Suas atividades são plenamente integradas desde o florestamento até a fabricação dos produtos finais. Em suas 17 unidades fabris no Brasil e uma na Argentina, produz papéis e cartões para embalagens, embalagens de papelão ondulado, sacos industriais e madeira em toras. Conta com 224 mil hectares de florestas plantadas e 187 mil hectares de mata nativa preservada (CVM, 2010).



## **Suzano Papel e Celulose S.A.**

A Suzano Papel e Celulose S.A. têm como atividade principal a fabricação e a comercialização, no País e no exterior, de celulose de fibra curta de eucalipto e papel, além da formação e exploração de florestas de eucalipto para uso próprio e venda a terceiros. Com sede administrativa em São Paulo, mantém quatro unidades industriais no País – Mucuri (BA), Embu (SP) e duas em Suzano (SP). Detém 50% do Consórcio Paulista de Celulose e Papel (Conpacel), localizado em Limeira (SP). Possui áreas florestais no sul da Bahia, no norte do Espírito Santo, em São Paulo e leste de Minas Gerais. Também áreas no Maranhão e no Piauí que irão abastecer nossas novas fábricas nestes Estados, com previsão de início de operação para 2013 e 2014, respectivamente. No exterior, atua em escritórios regionais nos Estados Unidos, na Suíça e na China, além de duas subsidiárias: a Sun Paper, na Inglaterra, e a Stenfar, na Argentina.

Atua em dois mercados distintos: celulose de mercado, vendida para empresas de 31 países, e papel, vendido para 86 países, cujo portfólio inclui quatro linhas de produtos: não revestidos, cut size ou papéis para escritório, revestidos e papelcartão. Utilizam cerca de 30 marcas, algumas como Report®, TpPremium®, Paperfect®, Alta Alvura®, Reciclato®, Pólen® e Supremo® (CVM, 2010).

### **4.2 ANÁLISE FINANCEIRA DINÂMICA**

A análise financeira dinâmica consiste na reclassificação do balanço patrimonial em contas erráticas, cíclicas e não cíclicas, para se chegar ao cálculo do Saldo de Tesouraria ST, Capital Circulante Líquido CCL e Necessidade de Capital de Giro NCG, para em seguida classificar o balanço da empresa estudada em um dos seis tipos identificados por Fleuriet.

Para a classificação das contas tornou-se necessária a atualização dos valores pelo Índice Geral de Preços – IGP-M, nos seguintes índices: 2005 – 1,207476; 2006 – 1,1665756; 2007 – 1,0982474; 2008 – 0,9815995, e os valores de 2009, permaneceram iguais.

## 4.2.1 Celulose Irani S.A.

Para a análise financeira dinâmica o Balanço Patrimonial da Empresa Celulose Irani S.A. sofreu atualização de valores pelo IGP-M, além de reclassificação de suas contas do circulante em financeiro e cíclico - Tabela 1.

Tabela 1 - Balanço Patrimonial Reclassificado Celulose Irani S.A.

<b>Celulose Irani S.A.</b>					
<b>Balanço Patrimonial</b>					
ATIVO	2005	2006	2007	2008	2009
<b>ATIVO CIRCULANTE FINANCEIRO – ACF</b>	<b>860</b>	<b>1.668</b>	<b>66.738</b>	<b>6.529</b>	<b>9.458</b>
Disponibilidades	860	1.668	64.791	1.203	2.913
Créditos c/ dividendos e IR	0	0	1.947	5.325	6.545
<b>ATIVO CIRCULANTE CICLICO – ACC</b>	<b>88.685</b>	<b>86.219</b>	<b>96.879</b>	<b>105.041</b>	<b>120.853</b>
Créditos	51.161	58.312	62.797	72.088	89.092
Estoques	37.525	27.907	34.082	32.953	31.761
<b>ATIVO NÃO CIRCULANTE – ANC</b>	<b>215.487</b>	<b>299.486</b>	<b>372.479</b>	<b>452.626</b>	<b>409.297</b>
<b>Ativo Realizável a Longo Prazo</b>	<b>11.074</b>	<b>19.538</b>	<b>26.066</b>	<b>53.080</b>	<b>22.599</b>
Créditos Diversos	10.712	19.538	26.066	49.472	19.869
Créditos com Pessoas Ligadas	362	0	0	3.608	2.730
<b>Ativo Permanente</b>	<b>204.414</b>	<b>279.948</b>	<b>346.414</b>	<b>399.546</b>	<b>386.698</b>
Investimentos	5.459	85.813	33.965	29.951	73.925
Imobilizado	198.898	193.123	266.500	335.147	278.067
Intangível	0	0	41.443	32.926	33.543
Diferido	57	1.011	4.505	1.523	1.163
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>305.033</b>	<b>387.373</b>	<b>536.096</b>	<b>564.196</b>	<b>539.608</b>
PASSIVO	2005	2006	2007	2008	2009
<b>PASSIVO CIRCULANTE ONEROSO – PCO</b>	<b>50.602</b>	<b>65.976</b>	<b>77.503</b>	<b>117.488</b>	<b>146.375</b>
Empréstimos e Financiamentos	49.939	57.453	71.230	110.616	134.775
IR e Contribuição Social Diferidos	0	0	0	0	7.422
Dividendos a Pagar	663	905	81	31	3.872
Dívidas com Pessoas Ligadas	0	7.618	6.192	6.840	306
<b>PASSIVO CIRCULANTE CICLICO – PCC</b>	<b>43.847</b>	<b>52.609</b>	<b>60.368</b>	<b>68.013</b>	<b>68.475</b>
Fornecedores	26.764	30.724	37.692	40.665	37.196
Impostos, Taxas e Contribuições	6.209	13.801	14.745	16.196	17.938
Provisões	5.092	0	0	0	0
Outros	5.783	8.084	7.932	11.152	13.341
<b>PASSIVO NÃO CIRCULANTE – PNC</b>	<b>210.584</b>	<b>268.788</b>	<b>398.225</b>	<b>378.695</b>	<b>324.758</b>
<b>Passivo Exigível a Longo Prazo</b>	<b>98.658</b>	<b>162.712</b>	<b>287.237</b>	<b>329.615</b>	<b>234.654</b>
Empréstimos e Financiamentos	50.130	60.215	191.428	250.370	168.725
Provisões	8.132	45.853	50.959	51.173	19.850
Dívidas com Pessoas Ligadas	3.667	32.430	26.406	14.442	17.755
Outros	36.729	24.213	18.444	13.630	28.324
<b>Resultados de Exercícios Futuros</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>111.926</b>	<b>106.077</b>	<b>110.988</b>	<b>49.080</b>	<b>90.104</b>
Capital Social Realizado	47.200	45.601	69.255	62.172	63.301
Reservas de Capital	0	0	0	0	0
Reservas de Reavaliação	30.987	20.676	18.095	15.699	14.379
Reservas de Lucro	33.738	11.462	23.638	0	12.424
Ajustes de Avaliação Patrimonial	0	0	0	0	0

Lucros/Prejuízos Acumulados	0	0	0	-28.790	0
Adiantamento para Futuro Aumento Capital	0	28.337	0	0	0
<b>TOTAL DO PASSIVO</b>	<b>305.033</b>	<b>387.373</b>	<b>536.096</b>	<b>564.196</b>	<b>539.608</b>

Fonte: Dados do estudo

Após a reclassificação dinâmica do Balanço Patrimonial, houve os cálculos (Tabela 2) do Saldo de Tesouraria (T), Investimento Operacional de Giro (IOG) e Capital Circulante Líquido (CCL), para assim classificar os Balanços pelo Método Fleuriet.

Tabela 2 - Análise Dinâmica Celulose Irani S.A.

IRANI	2005	2006	2007	2008	2009
<b>T</b>	-49.742	-64.307	-10.765	-110.959	-136.917
<b>IOG</b>	44.838	33.610	36.510	37.028	52.378
<b>CCL</b>	-4.904	-30.697	25.745	-73.931	-84.539
	T < IOG CCL < IOG	T < IOG CCL < IOG	T < IOG CCL < IOG	T < IOG CCL < IOG	T < IOG CCL < IOG
<b>Condição</b>	T < CCL < IOG	T < CCL < IOG	T < CCL < IOG	T < CCL < IOG	T < CCL < IOG
<b>Restrições</b>	T < 0 IOG > 0 CCL < 0	T < 0 IOG > 0 CCL < 0	T < 0 IOG > 0 CCL > 0	T < 0 IOG > 0 CCL < 0	T < 0 IOG > 0 CCL < 0
<b>Classificação</b>	TIPO 4	TIPO 4	TIPO 3	TIPO 4	TIPO 4

Fonte: Dados do estudo

Com os valores obtidos através dos cálculos anteriores, torna-se possível visualizar os resultados através do Gráfico 1, que permite identificar uma estabilidade de IOG e queda do CCL e T da empresa no decorrer do estudo.

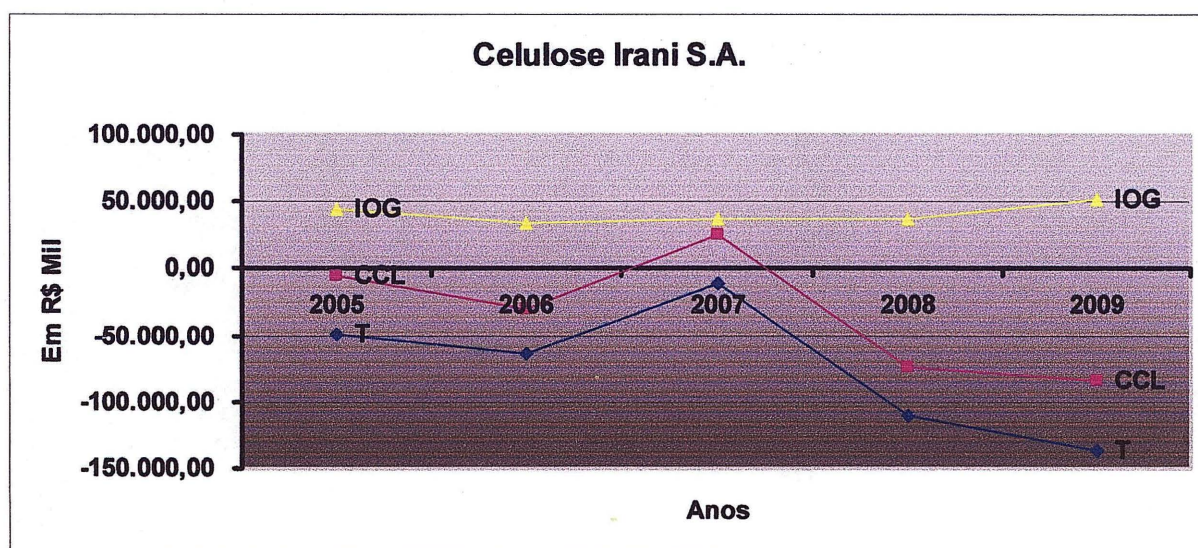


Gráfico 1 - CCL, IOG e T Celulose Irani S.A.  
Fonte: Dados do Estudo

O cenário encontrado através da análise financeira dinâmica para a empresa Celulose Irani, é de péssima situação financeira nos dois primeiros anos de estudo, tendo apresentado em 2007 uma melhora em seu cenário, porém em 2008 a empresa volta ao cenário anterior. Isto é resultado do financiamento de ativos não circulantes com dívidas de curto prazo. Além disso a situação vem se agravando com a tomada de mais empréstimos de instituições financeiras.

#### 4.2.2 Fábrica de Papel Santa Therezinha S.A.

A Tabela 3 apresenta a reclassificação dinâmica do Balanço Patrimonial da Fábrica de Papel Santa Therezinha S.A..

Tabela 3 – Balanço Patrimonial Reclassificado Fábrica de Papel Santa Therezinha S.A.

<b>Fábrica de Papel Santa Therezinha S.A.</b>					
<b>Balanço Patrimonial</b>					
ATIVO	2005	2006	2007	2008	2009
<b>ATIVO CIRCULANTE FINANCEIRO – ACF</b>	<b>42.658</b>	<b>33.181</b>	<b>47.582</b>	<b>26.183</b>	<b>45.555</b>
Disponibilidades	42.658	33.181	47.582	26.183	45.555
<b>ATIVO CIRCULANTE CICLICO – ACC</b>	<b>137.760</b>	<b>146.872</b>	<b>185.490</b>	<b>183.877</b>	<b>183.289</b>
Créditos	104.339	98.423	114.225	105.483	107.798
Estoques	25.454	36.508	44.002	51.435	53.689
Outros	7.967	11.941	27.262	26.960	21.802
<b>ATIVO NÃO CIRCULANTE – ANC</b>	<b>529.361</b>	<b>475.055</b>	<b>465.986</b>	<b>423.239</b>	<b>517.352</b>
<b>Ativo Realizável a Longo Prazo</b>	<b>101.080</b>	<b>82.359</b>	<b>78.129</b>	<b>29.784</b>	<b>26.239</b>
Créditos Diversos	2.486	2.725	2.709	2.836	3.071
Créditos com Pessoas Ligadas	24.228	23.893	22.818	0	0
Outros	74.366	55.741	52.602	26.948	23.168
<b>Ativo Permanente</b>	<b>428.281</b>	<b>392.696</b>	<b>387.857</b>	<b>393.456</b>	<b>491.113</b>
Investimentos	2.437	379	217	146	39
Imobilizado	425.085	391.639	385.577	392.050	490.141
Intangível	0	0	0	0	0
Diferido	760	678	2.063	1.259	933
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>709.779</b>	<b>655.108</b>	<b>699.058</b>	<b>633.300</b>	<b>746.196</b>
PASSIVO	2005	2006	2007	2008	2009
<b>PASSIVO CIRCULANTE ONEROSO - PCO</b>	<b>82.724</b>	<b>58.442</b>	<b>54.811</b>	<b>46.835</b>	<b>61.246</b>
Empréstimos e Financiamentos	82.724	58.442	12.923	29.683	51.607
Debêntures	0	0	5.281	5.750	3.855
Dividendos a Pagar	0	0	36.607	11.402	5.784
<b>PASSIVO CIRCULANTE CICLICO - PCC</b>	<b>152.392</b>	<b>159.068</b>	<b>194.176</b>	<b>212.576</b>	<b>276.520</b>
Impostos, Taxas e Contribuições	9.933	11.759	32.164	26.296	17.469
Fornecedores	117.079	128.581	138.000	147.830	233.894
Provisões	3.299	0	0	16.292	6.173
Outros	22.081	18.728	24.011	22.159	18.984
<b>PASSIVO NÃO CIRCULANTE – PNC</b>	<b>474.662</b>	<b>437.598</b>	<b>450.071</b>	<b>373.888</b>	<b>408.430</b>
<b>Passivo Exigível a Longo Prazo</b>	<b>363.676</b>	<b>313.741</b>	<b>321.883</b>	<b>223.579</b>	<b>243.735</b>

Empréstimos e Financiamentos	117.926	95.443	7.667	19.052	74.635
Debêntures	0	0	109.825	98.160	100.000
Provisões	160.512	141.705	136.257	54.057	21.573
Outros	85.238	76.593	68.134	52.310	47.527
<b>Resultados de Exercícios Futuros</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>110.986</b>	<b>123.856</b>	<b>128.187</b>	<b>150.309</b>	<b>164.695</b>
Capital Social Realizado	92.147	89.026	1.523	1.361	11.387
Reservas de Capital	467	451	0	0	0
Reservas de Reavaliação	142.229	127.555	126.360	97.822	91.380
Reservas de Lucro	0	0	304	51.126	61.928
Ajustes de Avaliação Patrimonial	0	0	0	0	0
Lucros/Prejuízos Acumulados	-123.857	-93.176	0	0	0
Adiantamento para Futuro Aumento Capital	0	0	0	0	0
<b>TOTAL DO PASSIVO</b>	<b>709.779</b>	<b>655.108</b>	<b>699.058</b>	<b>633.300</b>	<b>746.196</b>

Fonte: Dados do estudo

Através da Tabela 4, pode-se visualizar os valores obtidos para T, IOG e CCL, através dos cálculos efetuados.

Tabela 4 - Análise Dinâmica Fábrica de Papel Santa Therezinha S.A.

STA THEREZINHA	2005	2006	2007	2008	2009
<b>T</b>	-40.066	-25.261	-7.230	-20.652	-15.691
<b>IOG</b>	-14.632	-12.197	-8.686	-28.699	-93.231
<b>CCL</b>	-54.699	-37.458	-15.916	-49.351	-108.922
	T < IOG CCL < IOG	T < IOG CCL < IOG	T > IOG CCL < IOG	T > IOG CCL < IOG	T > IOG CCL < IOG
<b>Condição</b>	T > CCL < IOG	T > CCL < IOG	T > CCL < IOG	T > CCL < IOG	T > CCL < IOG
<b>Restrições</b>	T < 0 IOG < 0 CCL < 0	T < 0 IOG < 0 CCL < 0	T < 0 IOG < 0 CCL < 0	T < 0 IOG < 0 CCL < 0	T < 0 IOG < 0 CCL < 0
<b>Classificação</b>	TIPO 5	TIPO 5	TIPO 5	TIPO 5	TIPO 5

Fonte: Dados do estudo

O Gráfico 2 mostra crescimento de T e CCL até 2007, com queda acentuada em 2008 e 2009. O IOG permaneceu constante de 2005 a 2009.

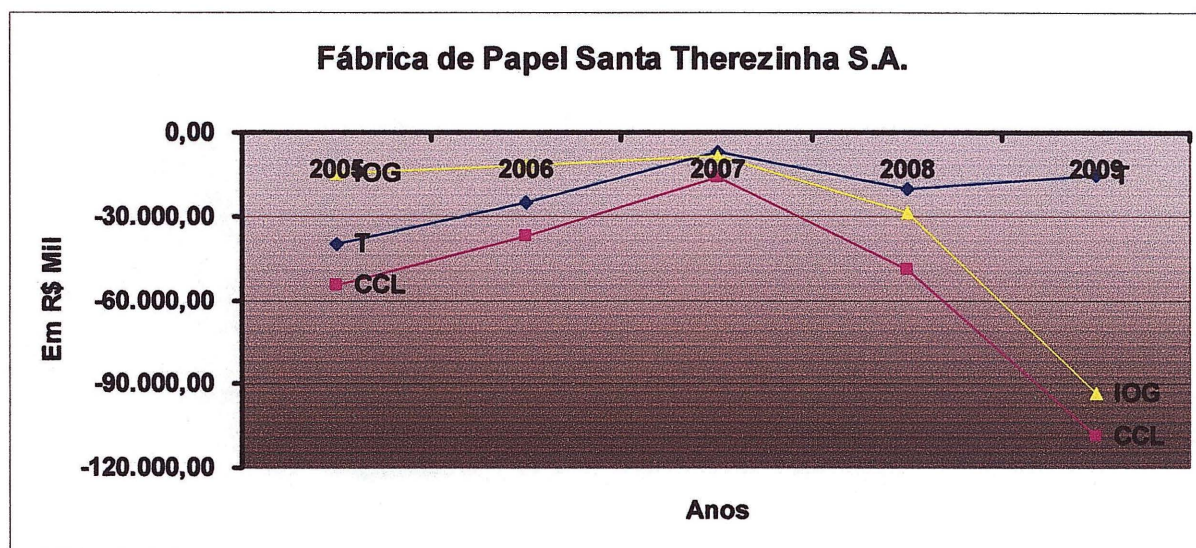


Gráfico 2 - CCL, IOG e T Fabrica de Papel Santa Therezinha S.A.  
Fonte: Dados do Estudo

A Fábrica de Papel Santa Therezinha permaneceu com classificação Tipo 5 nos cinco exercícios analisados, o que denota Situação Financeira Muito Ruim, com T, NCG e CCL negativos. Isto é resultado do aumento dos passivos a curto prazo que não são superados pelos ativos circulantes. A empresa tem uma sequência de aumento da conta fornecedores, que está financiando os passivos a longo prazo.

#### 4.2.3 Fibria Celulose S.A.

Na Tabela 5 tem-se a reclassificação do Balanço Patrimonial da Fibria Celulose S.A., antiga Votorantim Celulose e Papel S.A..

Tabela 5 - Balanço Patrimonial Reclassificado Fibria Celulose S.A.

<b>Fibria Celulose S.A.</b>					
<b>Balanço Patrimonial</b>					
ATIVO	2005	2006	2007	2008	2009
<b>ATIVO CIRC FINANCEIRO – ACF</b>	<b>162.951</b>	<b>889.759</b>	<b>636.069</b>	<b>525.017</b>	<b>3.031.642</b>
Disponibilidades	162.951	889.759	636.069	361.064	3.031.642
Dividendos a receber	0	0	0	163.954	
<b>ATIVO CIRC CICLICO – ACC</b>	<b>775.650</b>	<b>1.166.356</b>	<b>698.016</b>	<b>847.173</b>	<b>1.864.687</b>
Créditos	311.296	352.047	237.839	207.709	871.375
Estoques	335.170	397.960	273.531	329.649	458.157
Outros	129.184	416.350	186.647	309.815	535.155
<b>ATIVO NÃO CIRCULANTE – ANC</b>	<b>7.331.543</b>	<b>8.402.412</b>	<b>8.318.807</b>	<b>7.387.532</b>	<b>20.218.377</b>
<b>Ativo Realizável a Longo Prazo</b>	<b>200.616</b>	<b>434.400</b>	<b>446.106</b>	<b>816.108</b>	<b>1.316.894</b>
Créditos Diversos	89.941	265.549	131.808	156.641	244.557
Outros	110.675	168.851	314.298	659.467	1.072.337
<b>Ativo Permanente</b>	<b>7.130.927</b>	<b>7.968.012</b>	<b>7.872.701</b>	<b>6.571.424</b>	<b>18.901.483</b>

Investimentos	2.289.530	2.315.228	3.643.173	2.212.019	12.500.331
Imobilizado	4.746.578	4.660.374	3.546.239	3.859.026	5.889.574
Intangível	0	904.110	633.408	500.379	511.578
Diferido	94.818	88.300	49.881	0	0
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>8.270.144</b>	<b>10.458.528</b>	<b>9.652.892</b>	<b>8.759.722</b>	<b>25.114.706</b>

PASSIVO	2005	2006	2007	2008	2009
<b>PASSIVO CIRC ONEROSO – PCO</b>	<b>429.107</b>	<b>806.178</b>	<b>659.775</b>	<b>1.475.652</b>	<b>981.238</b>
Empréstimos e Financiamentos	138.856	484.984	305.573	1.474.862	974.298
Dividendos a Pagar	290.251	321.194	354.202	790	2.166
IR e CS a Recolher	0	0	0	0	4.774
<b>PASSIVO CIRC CICLICO – PCC</b>	<b>502.444</b>	<b>554.302</b>	<b>355.696</b>	<b>476.511</b>	<b>3.039.972</b>
Fornecedores	164.987	264.862	264.022	134.254	424.247
Impostos, Taxas e Contribuições	50.418	63.660	5.756	5.109	17.973
Outros	287.039	225.780	85.918	337.147	2.597.752
<b>PASSIVO NÃO CIRC – PNC</b>	<b>7.338.594</b>	<b>9.098.047</b>	<b>8.637.420</b>	<b>6.807.559</b>	<b>21.093.496</b>
<b>Passivo Exigível a Longo Prazo</b>	<b>2.276.958</b>	<b>3.126.678</b>	<b>2.445.223</b>	<b>2.733.524</b>	<b>11.104.405</b>
Empréstimos e Financiamentos	1.963.996	1.879.230	1.662.972	1.934.907	3.769.481
Provisões	188.830	141.861	78.518	70.385	334.361
Dívidas com Pessoas Ligadas	0	935.302	656.548	659.525	5.174.199
Outros	124.132	170.285	47.185	68.707	1.826.364
<b>Resultados de Exer Futuros</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>5.061.636</b>	<b>5.971.369</b>	<b>6.192.198</b>	<b>4.074.035</b>	<b>9.989.091</b>
Capital Social Realizado	2.992.828	3.560.635	3.352.083	2.996.049	8.379.397
Reservas de Capital	85.334	98.331	92.335	2.638	1.932
Reservas de Reavaliação	35.540	19.020	15.452	11.851	10.274
Reservas de Lucro	1.947.934	2.293.384	2.732.328	1.063.498	1.597.488
Ajustes de Avaliação Patrimonial	0	0	0	0	0
Lucros/Prejuízos Acumulados	0	0	0	0	0
Adiantamento Futuro Aum Capital	0	0	0	0	0
<b>TOTAL DO PASSIVO</b>	<b>8.270.144</b>	<b>10.458.528</b>	<b>9.652.892</b>	<b>8.759.722</b>	<b>25.114.706</b>

Fonte: Dados do estudo

Através dos cálculos de T, IOG e CCL, tem-se a classificação das empresas de acordo com Fleuriet – Tabela 6.

Tabela 6 - Análise Dinâmica Fibria Celulose S.A.

FIBRIA	2005	2006	2007	2008	2009
<b>T</b>	-266.155	83.580	-23.707	-950.635	2.050.404
<b>IOG</b>	273.206	612.054	342.320	370.663	-1.175.285
<b>CCL</b>	7.050	695.635	318.614	-579.972	875.119
	T < IOG CCL < IOG	T < IOG CCL > IOG	T < IOG CCL < IOG	T < IOG CCL < IOG	T > IOG CCL > IOG
<b>Condição</b>	T < CCL < IOG	T < CCL > IOG	T < CCL < IOG	T < CCL < IOG	T > CCL > IOG
<b>Restrições</b>	T < 0 IOG > 0 CCL > 0	T > 0 IOG > 0 CCL > 0	T < 0 IOG > 0 CCL > 0	T < 0 IOG > 0 CCL < 0	T > 0 IOG < 0 CCL > 0
<b>Classificação</b>	TIPO 3	TIPO 2	TIPO 3	TIPO 4	TIPO 1

Fonte: Dados do estudo

O Gráfico 3 mostra os valores obtidos pelos cálculos da Fibria S.A.

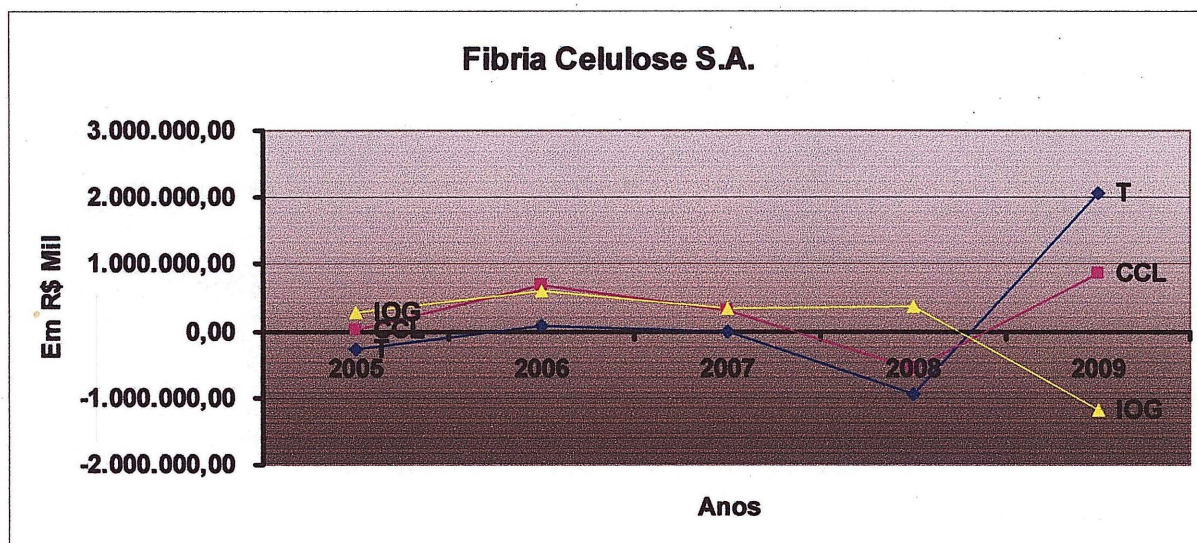


Gráfico 3 - CCL, IOG e T Fibria Celulose S.A.  
Fonte: Dados do Estudo

A Fibria S.A. apresentou variação de sua situação financeira, oscilando entre Insatisfatória em 2005, para Excelente Liquidez em 2009. Destaca-se que a Fibria fez grandes investimentos durante os anos estudados, em especial em 2009, ano que adquiriu parte da Aracruz Celulose, e do início das atividades na unidade de Três Lagoas-MS. Desta forma a empresa fechou 2009 com Excelente situação financeira, porém o Tipo 1 é comum em supermercados e grandes redes que trabalham com ciclo financeiro curto, o que não ocorre em indústrias de papel.

#### 4.2.4 Klabin S.A.

A reclassificação do Balanço da Klabin S.A. para análise dinâmica, encontra-se disponível na Tabela 7.

Tabela 7 - Balanço Patrimonial Reclassificado Klabin S.A.

<b>Klabin S.A.</b>					
<b>Balanço Patrimonial</b>					
ATIVO	2005	2006	2007	2008	2009
<b>ATIVO CIRC FINANCEIRO – ACF</b>	<b>1.253.244</b>	<b>2.055.936</b>	<b>2.045.289</b>	<b>1.460.051</b>	<b>1.907.152</b>
Disponibilidades	1.253.244	2.055.936	2.045.289	1.460.051	1.907.152
<b>ATIVO CIRCULANTE CICLICO - ACC</b>	<b>1.027.918</b>	<b>1.169.414</b>	<b>1.216.852</b>	<b>1.682.766</b>	<b>1.404.768</b>
Créditos	544.619	652.932	663.277	838.302	664.493
Estoques	302.764	305.552	350.781	403.421	403.090
Outros	180.536	210.930	202.794	441.043	337.185
<b>ATIVO NÃO CIRCULANTE – ANC</b>	<b>3.130.959</b>	<b>3.737.739</b>	<b>5.263.739</b>	<b>4.971.054</b>	<b>4.646.899</b>
Ativo Realizável a Longo Prazo	351.780	347.277	592.988	688.755	463.005



Créditos com Pessoas Ligadas	697	1.354	8.319	7.002	7.696
Outros	351.083	345.922	584.668	681.753	455.309
<b>Ativo Permanente</b>	<b>2.779.179</b>	<b>3.390.462</b>	<b>4.670.752</b>	<b>4.282.299</b>	<b>4.183.894</b>
Investimentos	431.578	564.761	583.243	603.232	660.685
Imobilizado	2.320.603	2.761.774	4.023.640	3.632.696	3.468.111
Intangível	0	0	63.869	46.372	55.098
Diferido	26.997	63.926	0	0	0
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>5.412.121</b>	<b>6.963.088</b>	<b>8.525.880</b>	<b>8.113.871</b>	<b>7.958.819</b>

PASSIVO	2005	2006	2007	2008	2009
<b>PASSIVO CIRC ONEROSO – PCO</b>	<b>919.837</b>	<b>890.039</b>	<b>627.438</b>	<b>584.330</b>	<b>805.637</b>
Empréstimos e Financiamentos	726.855	331.832	254.056	455.239	683.473
Debêntures	11.193	373.948	0	0	0
Imposto de renda e contribuição social	34.935	8.198	32.079	0	0
Dívidas com Pessoas Ligadas	60.798	47.734	209.510	129.091	65.162
Dividendos a Pagar	86.057	128.327	131.792	0	57.002
<b>PASSIVO CIRC CICLICO – PCC</b>	<b>333.987</b>	<b>378.534</b>	<b>555.462</b>	<b>326.631</b>	<b>682.272</b>
Fornecedores	207.618	237.171	398.390	204.317	185.420
Impostos, Taxas e Contribuições	27.602	26.810	45.038	37.414	47.284
Provisões	0	0	0	0	331.685
Outros	98.767	114.553	112.033	84.901	117.883
<b>PASSIVO NÃO CIRCULANTE - PNC</b>	<b>4.158.297</b>	<b>5.694.515</b>	<b>7.342.981</b>	<b>7.202.909</b>	<b>6.470.910</b>
<b>Passivo Exigível a Longo Prazo</b>	<b>1.447.922</b>	<b>2.823.840</b>	<b>4.362.787</b>	<b>4.997.241</b>	<b>4.083.892</b>
Empréstimos e Financiamentos	968.658	2.721.705	4.205.205	4.851.480	3.914.754
Debêntures	379.208	0	0	0	0
Dívidas com Pessoas Ligadas	153	0	0	0	0
Outros	99.903	102.135	157.582	145.761	169.138
<b>Resultados de Exercícios Futuros</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>2.710.375</b>	<b>2.870.675</b>	<b>2.980.194</b>	<b>2.205.669</b>	<b>2.387.018</b>
Capital Social Realizado	1.328.224	1.283.233	1.647.371	1.472.399	1.500.000
Reservas de Capital	102.062	99.018	92.883	82.936	84.491
Reservas de Reavaliação	105.532	99.416	91.283	79.525	78.964
Reservas de Lucro	1.174.558	1.389.009	1.155.556	571.111	736.041
Ajustes de Avaliação Patrimonial	0	0	-6.899	-303	-12.478
Lucros/Prejuízos Acumulados	0	0	0	0	0
Adiantamento para Futuro Aum Capital	0	0	0	0	0
<b>TOTAL DO PASSIVO</b>	<b>5.412.121</b>	<b>6.963.088</b>	<b>8.525.880</b>	<b>8.113.871</b>	<b>7.958.819</b>

Fonte: Dados do estudo

A seguir, tem-se a Tabela 8, com os valores obtidos para T, IOG e CCL e a classificação dos balanços conforme Fleuriet.

Tabela 8 - Análise Dinâmica Klabin S.A.

KLABIN	2005	2006	2007	2008	2009
<b>T</b>	333.407	1.165.897	1.417.852	875.720	1.101.515
<b>IOG</b>	693.932	790.880	661.390	1.356.135	722.496
<b>CCL</b>	1.027.339	1.956.777	2.079.242	2.231.855	1.824.011
	T < IOG CCL > IOG	T > IOG CCL > IOG	T > IOG CCL > IOG	T < IOG CCL > IOG	T > IOG CCL > IOG
<b>Condição</b>	T < CCL > IOG	T < CCL > IOG	T < CCL > IOG	T < CCL > IOG	T < CCL > IOG

<b>Restrições</b>	T > 0 IOG > 0 CCL > 0	T > 0 IOG > 0 CCL > 0	T > 0 IOG > 0 CCL > 0	T > 0 IOG > 0 CCL > 0	T > 0 IOG > 0 CCL > 0
<b>Classificação</b>	TIPO 2	TIPO 2	TIPO 2	TIPO 2	TIPO 2

Fonte: Dados do estudo

Para melhor visualização da dinâmica de T, IOG e CCL, a seguir o Gráfico 4 mostra a evolução no decorrer dos anos.

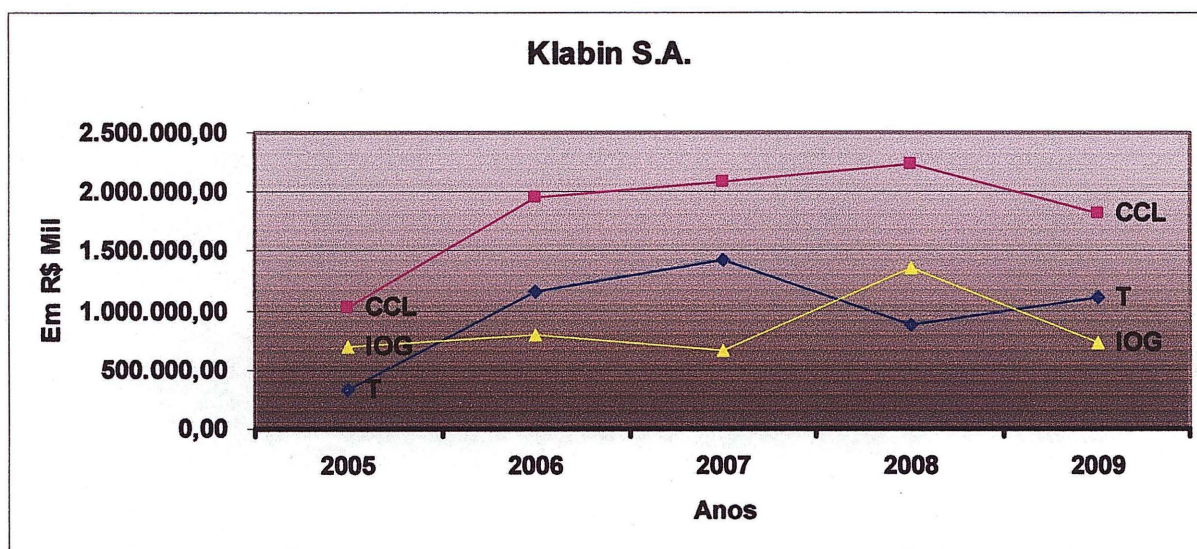


Gráfico 4 - CCL, IOG e T Klabin S.A.  
Fonte: Dados do Estudo

A Klabin apresentou situação financeira Tipo 2, tida como Sólida nos cinco anos estudados. Trata-se de uma empresa estável, desde que continue mantendo o nível de atividade. Empresas com esta situação financeira possuem passivos de funcionamento insuficientes para suprir as necessidades dos ativos operacionais de curto prazo. O T só fica positivo pois os recursos do CCL suprem a necessidade do PCC.

#### 4.2.5 Suzano Papel e Celulose S.A.

A Tabela 9 comporta a reclassificação do Balanço Patrimonial da Suzano Papel e Celulose S.A..

Tabela 9 - Balanço Patrimonial Reclassificado Suzano Papel e Celulose S.A.

<b>Suzano Papel e Celulose S.A.</b>					
<b>Balanço Patrimonial</b>					
ATIVO	2005	2006	2007	2008	2009
<b>ATIVO CIRC FINANCEIRO - ACF</b>	<b>653.614</b>	<b>1.302.108</b>	<b>1.163.730</b>	<b>1.885.714</b>	<b>2.261.889</b>
Disponibilidades	653.614	1.302.108	1.163.730	1.885.714	2.261.889
<b>ATIVO CIRC CÍCLICO - ACC</b>	<b>1.786.572</b>	<b>1.636.272</b>	<b>1.960.634</b>	<b>2.374.739</b>	<b>1.832.835</b>
Créditos	1.147.189	943.221	1.013.630	1.366.063	958.763
Estoques	445.078	504.892	594.691	575.087	499.976
Outros	194.305	188.159	352.313	433.589	374.096
<b>ATIVO NÃO CIRCULANTE - ANC</b>	<b>6.003.083</b>	<b>8.353.239</b>	<b>9.169.089</b>	<b>8.321.300</b>	<b>8.508.077</b>
<b>Ativo Realizável a Longo Prazo</b>	<b>351.442</b>	<b>482.923</b>	<b>994.757</b>	<b>1.162.380</b>	<b>1.112.071</b>
Créditos Diversos	154.580	260.422	712.268	781.977	605.831
Créditos com Pessoas Ligadas	1.840	2.481	18.554	48.180	1.111
Outros	195.022	220.020	263.935	332.223	505.129
<b>Ativo Permanente</b>	<b>5.651.641</b>	<b>7.870.316</b>	<b>8.174.331</b>	<b>7.158.920</b>	<b>7.396.006</b>
Investimentos	1.318.211	1.151.564	952.642	235.889	231.213
Imobilizado	4.332.196	5.866.639	6.584.156	6.430.801	6.663.331
Intangível	0	852.113	637.534	492.230	501.462
Diferido	0	0	0	0	0
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>8.443.269</b>	<b>11.291.619</b>	<b>12.293.453</b>	<b>12.581.753</b>	<b>12.602.801</b>
PASSIVO	2005	2006	2007	2008	2009
<b>PASSIVO CIRC ONEROSO - PCO</b>	<b>1.316.066</b>	<b>677.054</b>	<b>916.113</b>	<b>1.708.045</b>	<b>1.571.305</b>
Empréstimos e Financiamentos	1.137.574	564.575	667.983	1.659.701	1.268.002
Debêntures	33.559	34.162	39.626	32.258	113.747
Dividendos a Pagar	144.010	59.494	71.484	461	170.464
IR e CS	0	18.166	0	0	0
Dívidas com Pessoas Ligadas	923	657	137.021	15.624	19.092
<b>PASSIVO CIRC CÍCLICO - PCC</b>	<b>307.414</b>	<b>356.259</b>	<b>486.849</b>	<b>506.764</b>	<b>535.071</b>
Fornecedores	157.485	229.926	342.535	215.036	262.667
Impostos, Taxas e Contribuições	17.172	21.184	40.380	29.059	60.291
Outros	132.757	105.149	103.934	262.668	212.113
<b>PASSIVO NÃO CIRC - PNC</b>	<b>6.819.789</b>	<b>10.258.306</b>	<b>10.890.491</b>	<b>10.366.944</b>	<b>10.496.425</b>
<b>Passivo Exigível a Longo Prazo</b>	<b>3.052.986</b>	<b>5.550.962</b>	<b>6.062.090</b>	<b>6.661.442</b>	<b>6.098.959</b>
Empréstimos e Financiamentos	2.262.247	4.454.931	4.413.157	4.817.235	4.183.258
Debêntures	560.777	831.460	779.140	789.261	685.963
Provisões	197.789	238.874	185.961	261.448	291.806
Dívidas com Pessoas Ligadas	0	0	0	114.700	174.119
Outros	32.172	25.697	683.833	678.799	763.813
<b>Resultados de Exercícios Futuros</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>3.766.803</b>	<b>4.707.344</b>	<b>4.828.402</b>	<b>3.705.502</b>	<b>4.397.466</b>
Capital Social Realizado	1.787.052	2.396.599	2.256.269	2.016.627	2.054.430
Reservas de Capital	439.222	463.305	436.169	206.560	246.147
Reservas de Reavaliação	0	0	0	0	0
Reservas de Lucro	1.540.529	1.847.439	2.135.964	1.482.314	2.096.889
Ajustes de Avaliação Patrimonial	0	0	0	0	0
Lucros/Prejuízos Acumulados	0	0	0	0	0
Adiantamento Futuro Aum Capital	0	0	0	0	0
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>8.443.269</b>	<b>11.291.619</b>	<b>12.293.453</b>	<b>12.581.753</b>	<b>12.602.801</b>

Fonte: Dados do estudo

Através da Tabela 10, pode-se observar os cálculos e a classificação dos Balanços, de acordo com Fleuriet.

Tabela 10 - Análise Dinâmica Suzano Papel e Celulose S.A.

SUZANO	2005	2006	2007	2008	2009
T	-662.452	625.055	247.617	177.670	690.584
IOG	1.479.158	1.280.012	1.473.785	1.867.975	1.297.764
CCL	816.707	1.905.067	1.721.403	2.045.645	1.988.348
	T < IOG CCL < IOG	T < IOG CCL > IOG	T < IOG CCL > IOG	T < IOG CCL > IOG	T < IOG CCL > IOG
Condição	T < CCL < IOG	T < CCL > IOG	T < CCL > IOG	T < CCL > IOG	T < CCL > IOG
Restrições	T < 0 IOG > 0 CCL > 0	T > 0 IOG > 0 CCL > 0	T > 0 IOG > 0 CCL > 0	T > 0 IOG > 0 CCL > 0	T > 0 IOG > 0 CCL > 0
Classificação	TIPO 3	TIPO 2	TIPO 2	TIPO 2	TIPO 2

Fonte: Dados do estudo

O Gráfico 5 apresenta a evolução do T, IOG e CCL nos anos de 2005 - 2009 da empresa Suzano Papel e Celulose S.A..

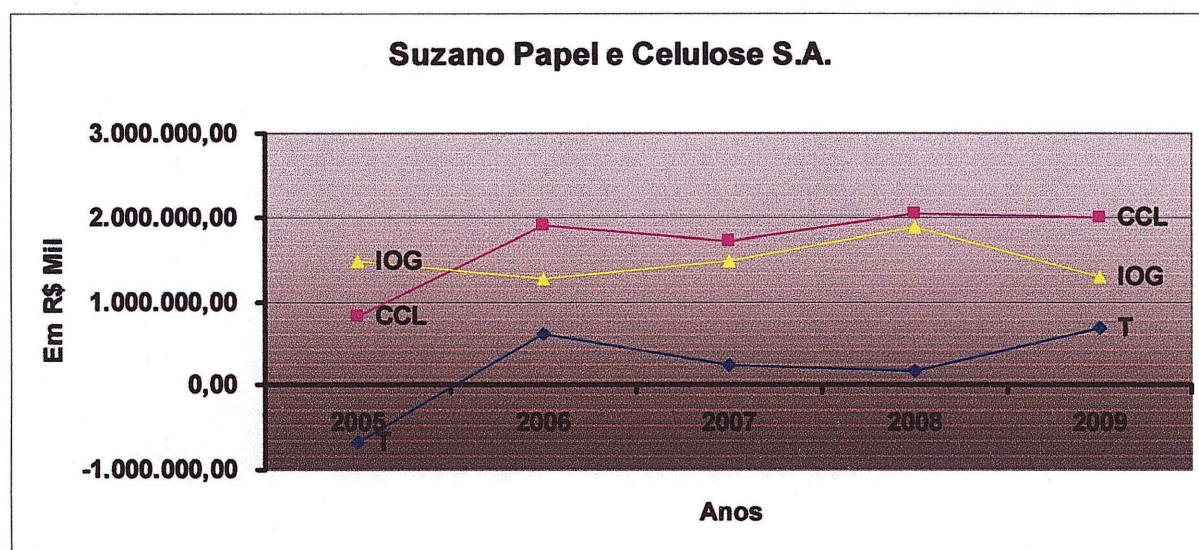


Gráfico 5 - CCL, IOG e T Suzano Papel e Celulose S.A.  
Fonte: Dados do Estudo

A Suzano iniciou a análise em 2005 com situação financeira insatisfatória, tendo melhorado em 2006 e mantido o resultado nos demais anos. Trata-se de uma empresa com situação financeira estável, desde que mantido o nível de operação, pois nestes casos a empresa é passível de desestabilização em casos de mudanças bruscas em suas operações.

### 4.3 DADOS COMPARADOS DO SETOR

Com a análise das empresas de capital aberto do setor de papel e celulose findas, tem-se a necessidade de compará-las entre si para ter-se uma análise do setor como um todo.

A Tabela 11 possibilita comparar os resultados de cada empresa por período, ao mesmo tempo que as compara com as demais.

Tabela 11 – Comparação da Classificação das Empresas

Empresas	Resultado do Estudo				
	Período 1	Período 2	Período 3	Período 4	Período 5
Irani	4	4	3	4	4
F. Papel Sta. Ther.	5	5	5	5	5
Fibria	3	2	3	4	1
Klabin	2	2	2	2	2
Suzano	3	2	2	2	2

Fonte: Dados do estudo

Nos cinco anos estudados, pode-se dizer que as empresas mantiveram o padrão inicial, com exceção da Fibria que sofreu grande oscilação no período. As demais mantiveram-se estáveis com sua situação financeira inicial. Porém não houve uma única situação financeira para o setor, que variou de Tipo 1 à Tipo 5 durante o estudo.

A Situação Financeira Tipo 2, tida como Sólida, apareceu em 40% dos períodos estudados, enquanto que a Tipo 1, em apenas 4%, ou ainda 1 período. Tipo 3 em 16% e Tipos 4 e 5 20% cada, conforme demonstra o Gráfico 6 a seguir:

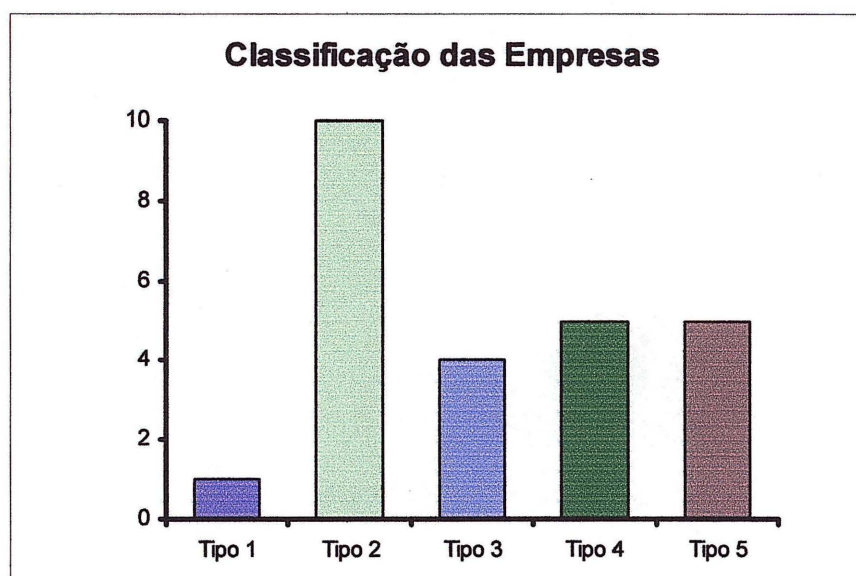


Gráfico 6 – Classificação das Empresas por Tipo

Fonte: Dados do Estudo

Este resultado apresenta-se como excelente para o setor, onde conclui-se que em 60% dos períodos o setor permanece com situação financeira favorável às suas atividades.

Na sequência, a Tabela 12 apresenta os resultados para o Capital Circulante Líquido.

Tabela 12 – Comparação do CCL

Empresas	Resultado do Estudo				
	Período 1	Período 2	Período 3	Período 4	Período 5
Irani	-	-	+	-	-
F. Papel Sta. Ther.	-	-	-	-	-
Fibria	+	+	+	-	+
Klabin	+	+	+	+	+
Suzano	+	+	+	+	+

Fonte: Dados do estudo

O CCL positivo indica que as fontes de fundos permanentes estão sendo utilizadas para financiar o Investimento Operacional em Giro, o que ocorreu em 40% dos períodos estudados. Já o CCL negativo indica que a empresa está financiando seu ativo permanente com fundos de curto prazo tendo sido encontrado em 60% dos períodos, conforme representado no Gráfico 7.

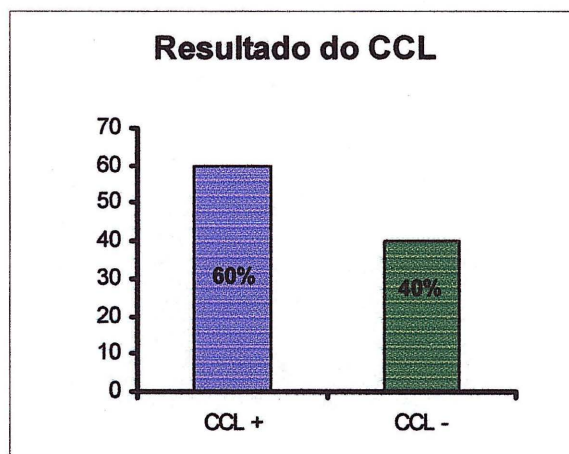


Gráfico 7 – Resultado do CCL

Fonte: Dados do estudo

A Tabela 13 apresenta os dados do Investimento Operacional em Giro / IOG.

Tabela 13 – Comparação do IOG

Empresas	Resultado do Estudo				
	Período 1	Período 2	Período 3	Período 4	Período 5
Irani	+	+	+	+	+
F. Papel Sta. Ther.	-	-	-	-	-
Fibria	+	+	+	+	-
Klabin	+	+	+	+	-
Suzano	+	+	+	+	+

Fonte: Dados do estudo

As empresas apresentaram 56% de Investimento Operacional em Giro, ou seja, IOG +, e Financiamento operacional em Giro, IOG - de 44%, conforme Gráfico 8.

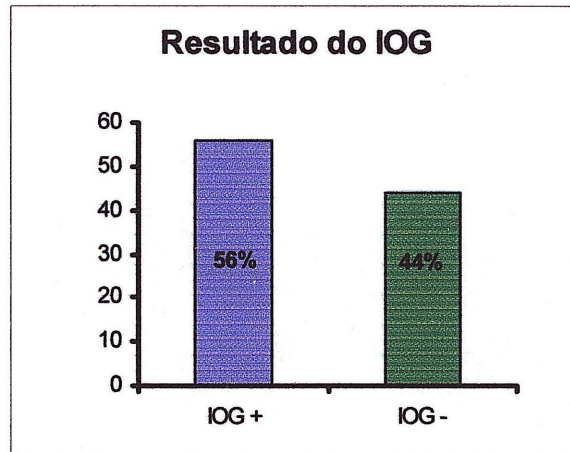


Gráfico 8 – Resultado do IOG  
Fonte: Dados do estudo

Nos cinco períodos analisados a única empresa que apenas financiou seu giro foi a Fábrica de Papel Santa Therezinha, que apresenta sérios riscos financeiros, altos índices de endividamento a curto e longo prazos. Esta empresa necessita de investimentos de seus acionistas como forma de injeção de fundos na organização, para que melhore sua situação, ou em pouco tempo, tende à falência.

O Saldo de Tesouraria está representado pela Tabela 14, a seguir:

Tabela 14 – Comparação do T

Empresas	Resultado do Estudo				
	Período 1	Período 2	Período 3	Período 4	Período 5
Irani	-	-	-	-	-
F. Papel Sta. Ther.	-	-	-	-	-
Fibria	-	+	-	-	+
Klabin	+	+	+	+	+
Suzano	-	+	+	+	+

Fonte: Dados do estudo

O Saldo de Tesouraria positivo indica que a empresa possui fundos para investimentos, porém quando negativo, indica risco de insolvência, onde há elevada dependência de débitos de curto prazo, por meio de financiamentos.

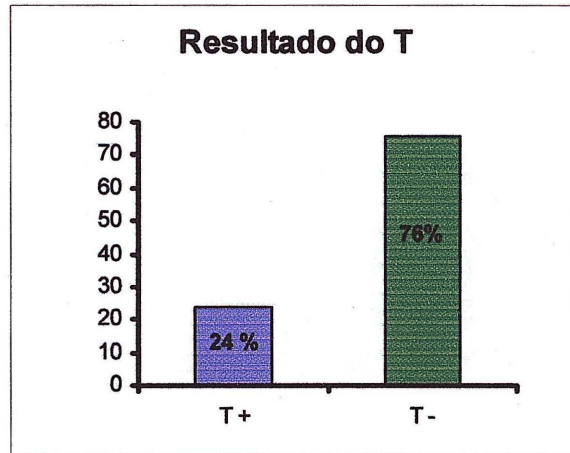


Gráfico 9 – Resultado do T  
Fonte: Dados do estudo

Em 76% dos períodos estudados, há a dependência de empréstimos de curto prazo, e endividamento da empresa. Em apenas 24% há sobra de recursos para possíveis aplicações.



## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo abordou o tema Análise Financeira de Empresas, onde buscou-se analisar as empresas de capital aberto que publicam seu demonstrativos na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, do setor de Celulose e Papel no período de 2005 – 2009, pelo método de Análise Financeira Dinâmica, também conhecida como Análise de Fleuriet.

O objetivo geral do estudo que era Identificar a Estrutura Financeira Dinâmica nas empresas de capital aberto do setor de Celulose e Papel, nos últimos cinco exercícios sociais foi alcançado, bem como houve a classificação dos balanços em cada um dos tipos estudados anteriormente por Fleuriet, além da comparação dos resultados encontrados e a tendência à estrutura Tipo 2 que apresentou 40% do resultado total do setor.

Com relação as vantagens da análise, chegou-se a conclusão de que a mesma possui um diferencial importante com relação a análise tradicional, muito utilizada no meio acadêmico, por se tratar de uma análise simples, prática e rápida. Dentro de pouco tempo, pode-se obter a situação financeira de uma empresa, e em seguida, compará-la com as demais de seu setor, pois após o cálculo do Capital Circulante Líquido, Investimento Operacional em Giro e Saldo de Tesouraria, classifica-se todo um Balanço em uma das seis estruturas anteriormente estudadas por Fleuriet.

Quanto a Questão de Pesquisa que era: *Qual a estrutura financeira dinâmica das empresas de capital aberto do ramo de Celulose e Papel?* Destaca-se que as empresas de tal setor apresentam resultados variados, sendo que duas delas encontram-se com situação financeira entre Tipo 4 e 5, descritas como péssima e ruim e as demais estão classificadas em Tipo 1 e 3, tidas entre Excelente e Insatisfatória. Os problemas financeiros resultam do alto grau de investimentos efetuados pelo setor para ampliação de suas plantas fabris visando o aumento da produção e consumo futuro.

Desta forma, o presente estudo finda-se com a recomendação futura para novos estudos do setor, nos próximos cinco anos, para ver se as empresas que hoje apresentaram resultados positivos, conseguiram manter-se nesta posição, e as demais superaram sua dependência financeira.

## REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre; SILVA, César Augusto Tibúrcio. **Administração do Capital de Giro**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

BRAGA, Hugo Rocha. **Análise das Demonstrações Financeiras: uma iniciação**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1982.

\_\_\_\_\_. **Demonstrações Contábeis: estrutura, análise e interpretação**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

BRAGA, Roberto. **Fundamentos e Técnicas de Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 1989.

\_\_\_\_\_. **Análise Avançada do Capital de Giro**. Caderno de Estudos nº3. São Paulo: Fipecafi, Set., 1991. Disponível em: <<http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/completos/cad03/analise.pdf>>. Acesso em 01 de jun. 2010.

CERVO, Amado L.; BERVIAN, Pedro A.. **Metodologia Científica**. 5. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

CHIAVENATO, Idalberto. **Administração Financeira: uma abordagem introdutória**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

CVM. **Comissão de Valores Mobiliários**. Sistema de Divulgação Externa. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 27 de dez. 2010.

FACHIN, Odília. **Fundamentos de Metodologia**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2001.

FERREIRA, Ademir Antonio; REIS, Ana Carla Fonseca; PEREIRA, Maria Isabel. **Gestão Empresarial de Taylor aos Nossos Dias: Evolução e tendências da moderna administração de empresas**. São Paulo: Pioneira, 1997.

FLEURIET, Michel; KEHDY, Ricardo; BLANC, Georges. **O modelo Fleuriet: a dinâmica financeira das empresas brasileiras: um novo método de análise, orçamento e planejamento financeiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.

GIL, Antonio Carlos. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1991.

GITMAN, Laurence J. **Princípios de Administração Financeira**. 12. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010

GROPPELLI, A. A.; NIKBAKHT, Ehsan. **Administração Financeira**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 1998.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Metodologia Científica**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

MARION, José Carlos. **Análise das Demonstrações Contábeis: contabilidade empresarial**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MARTINELLI, Dante Pinheiro. **Negociação Empresarial: enfoque sistêmico e visão estratégica**. São Paulo: Manole, 2002.

MATARAZZO, Dante C. **Análise Financeira de Balanços: abordagem básica**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1987.

MENDES, Judas Tadeu Grassi. A lógica econômica da competitividade. (p. 11 – 40). In: VALLADARES, Angelise. (Organ.) **Tecnologias de gestão em sistemas produtivos**. Vol 1. Petrópolis: Ed. Vozes, 2003.

SAMPIERI, Roberto Hernández; COLLADO, Carlos Fernández; LUCIO, Pilar Baptista. **Metodologia da Pesquisa**. 3. ed. São Paulo: Mc Graw-Hill, 2006.

SANVICENTE, Antônio Zoratto. **Administração Financeira**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1987.

SILVA, José Pereira da. **Análise Financeira das Empresas**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

WATKINS, Michael. **Negociação**. Rio de Janeiro: Editora Record, 2003.