

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: POLÍTICAS E GESTÃO INSTITUCIONAL
TURMA ESPECIAL DA UNIVERSIDADE DE PASSO FUNDO

**ANÁLISE DA RELAÇÃO DAS DESPESAS FINANCEIRAS,
RECEITAS FINANCEIRAS E RESULTADO FINANCEIRO
COM OUTROS INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS
EM EMPRESAS INDUSTRIAIS E COMERCIAIS
DO RIO GRANDE DO SUL**

HÉLIO BÜLLAU

FLORIANÓPOLIS/SC

2000

BÜLLAU, Hélio. Análise da relação das despesas financeiras, receitas financeiras e resultado financeiro com outros indicadores econômico-financeiros em empresas industriais e comerciais do Rio Grande do Sul. Florianópolis, 2000. 114 p. Dissertação (Mestrado em Administração). Curso de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal de Santa Catarina.

Orientadora: Ilse Maria Beuren, Dra.

Defesa: 16.02.2000

Estudo de correlações que analisa a influência de outras contas de resultados, valores circulantes, prazos médios e índices de liquidez sobre as contas que compõe o resultado financeiro. Agrupa 212 demonstrações contábeis segundo o modelo Fleuriet, conforme a estrutura de capitais circulantes. Conclui que a estrutura de valores circulantes é importante para compreender e analisar o resultado financeiro.

Palavras-chave: Administração financeira; Análise de Balanços; Despesas Financeiras.

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: POLÍTICAS E GESTÃO INSTITUCIONAL
TURMA ESPECIAL DA UNIVERSIDADE DE PASSO FUNDO**

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

**ANÁLISE DA RELAÇÃO DAS DESPESAS FINANCEIRAS,
RECEITAS FINANCEIRAS E RESULTADO FINANCEIRO
COM OUTROS INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS
EM EMPRESAS INDUSTRIAIS E COMERCIAIS
DO RIO GRANDE DO SUL**

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado em Administração da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito final à obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientadora: Profª Dra. Ilse Maria Beuren

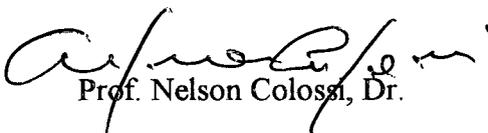
HÉLIO BÜLLAU

Florianópolis, fevereiro 2.000

**ANÁLISE DA RELAÇÃO DAS DESPESAS FINANCEIRAS,
RECEITAS FINANCEIRAS E RESULTADO FINANCEIRO
COM OUTROS INDICADORES ECONÔMICO-FINANCEIROS
EM EMPRESAS INDUSTRIAIS E COMERCIAIS
DO RIO GRANDE DO SUL**

HÉLIO BÜLLAU

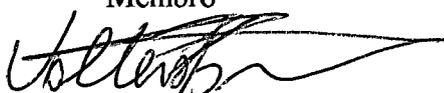
Esta dissertação foi julgada adequada para a obtenção do Título de Mestre em Administração (Área de Concentração: Políticas e Gestão Institucional) e aprovada pelo Curso de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Santa Catarina.


Prof. Nelson Colossi, Dr.
Coordenador

Apresentada junto à Comissão Examinadora integrada pelos Professores:


Prof. Ilse Maria Beuren, Dra.
Orientadora


Prof. Rolf Hermann Erdmann, Dr.
Membro


Prof. Valter Saurin, Dr.
Membro

“Embora não possa alcançar a verdade e nem a probabilidade, o esforço por conhecer e a busca da verdade continuam a ser as razões mais fortes da investigação científica”.

Karl R. Popper

*Ao professor Felício Martins de Souza,
MESTRE das primeiras letras;
à Beatriz, mais que esposa,
parceira na busca do saber;
à Juliana e ao Roberto, meus pequenos
exemplos de compreensão.*

AGRADECIMENTOS

A dissertação é o momento final de uma jornada bem mais longa. Que não se limita aos três anos do curso de mestrado. Na verdade, começou lá no primeiro dia de aula. Talvez até antes, no exemplo dos pais.

Não se faz uma caminhada destas sem o apoio de muitas pessoas. Em especial, daquelas pessoas que fazem o “algo mais”, aquele pequeno detalhe que faz a grande diferença. Pessoas que vão além da obrigação profissional ou do companheirismo.

Começemos pelas pessoas mais próximas.

Antes, porém, reserve-se um espaço *hours concours*. Estimular e apoiar professores a fazerem um mestrado é obrigação de qualquer Diretor de uma faculdade. Organizar um grupo fechado é ir um pouco além. No entanto, o professor Acioly Rösing, Diretor da Faculdade de Economia e Administração da Universidade de Passo Fundo, foi muito além: foi chefe que cobrou, foi professor que orientou, foi pai que deu exemplo e foi amigo que confortou.

Não sei se a chamo de doutora, que é seu título, de professora, como sua equipe a identifica, ou simplesmente Ilse, como ela própria prefere. O “brilho no olho” desde o momento de discussão do projeto preliminar manteve-se até o momento da revisão final. A orientação segura, quase sempre detalhista, não foi apenas a condução de um projeto de dissertação e nem só uma escola de metodologia e de redação – foi uma lição de simplicidade, de humildade e de abertura para o novo. Em outras palavras, uma demonstração efetiva de um espírito verdadeiramente científico.

Os colegas de muitas horas (e madrugadas) de trabalhos conjuntos, Ivanir Tognon e Orguim da Rocha, também merecem um destaque especial. A eles, juntarem-se em várias ocasiões os colegas Eleci da Silva e Nelson Beck, também sempre disponíveis.

Completando o grupo mais próximo, ainda é necessário agradecer o apoio dos demais colegas e a dedicação de cada um dos professores, coordenados pelo sempre disponível Dr. Nelson Colossi. Também foi importante aquele apoio discreto (e muitas vezes esquecido) do pessoal dos bastidores. A equipe da Secretaria da Faculdade de Economia e Administração e os coordenadores dos cursos de Administração e Ciências Contábeis sempre foram sábios em conciliar horários e contornar outras dificuldades que tornaram o caminho menos penoso. Um muito obrigado especial ao Roni, ao Simor e ao Daniel. Também da turma dos bastidores, um agradecimento especial ao meu assistente José Luiz Rizzi, sempre disponível para tarefas de suporte e apoio.

Ainda no circuito acadêmico, num tempo bem mais distante, um reconhecimento especial ao companheirismo dos colegas de graduação Ornélio Kirst e Vilmar Scherer.

Para quem, como eu, que acredita que a simbiose entre as atividades acadêmicas e a consultoria empresarial fortalece ambas, também cabe uma palavra de agradecimento a cada empresário que tem atuado como laboratório empírico. Já são mais de uma centena de empresas atendidas e seria impossível enumerar todas. Fico, então, com algumas que foram ou são mais significativas. Helyo Nunes Fagundes, lá nos idos de 1973, quando eu, na juventude dos 15 anos, ainda nem sonhava com Administração, confiou-me a organização administrativa e o controle financeiro da sua Casa das Tintas. José Roberto Mirandoli, desde 1982 e especialmente após 1994, tem sido um interlocutor qualificado, com

quem se pode discutir e implantar novas idéias sobre informações contábeis e financeiras. Ivan Bordignon e João Schuster, primeiros clientes de consultoria fora do círculo de amizades, grandes amigos até hoje. Também chefes podem ser bons exemplos profissionais e humanos. Agradeço a contribuição, na iniciativa privada, de Arnildo Schmitt, e, na área pública, de Elói Samrsl. Em nome de vocês, agradeço a todos os empresários e executivos que, de forma indireta mas não menos importante, participaram desta caminhada.

Ainda no meio empresarial, preciso reconhecer e agradecer o apoio de muitos parceiros de consultoria, especialmente Nelson Valter Loef e José Carlos Bortoloti.

Uma palavra também de agradecimento e reconhecimento aos pais, Wilson e Cecília, e ao irmãos Hilário, Erica e Íris. O berço é o começo de tudo.

Por último, uma palavra aos homenageados especiais. O professor Felício Martins de Souza não foi só o mestre das primeiras letras. Lá, na simplicidade da sua escola primária, foi o primeiro incentivador e a quem serei eternamente grato. À minha esposa, Beatriz, não só uma grande incentivadora, mas também uma grande parceira de jornada. Aos filhos, Juliana e Roberto, caberia muito mais pedir desculpas pela ausência. Prefiro, porém, agradecer-lhes o carinho e a compreensão.

Um homem não é uma ilha. Sem todos vocês, eu estaria isolado. Obrigado!

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	1
1.1. Tema e problema	1
1.2. Objetivos	3
1.3. Justificativa teórica e prática	4
1.4. Organização do estudo	6
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICO-EMPÍRICA	8
2.1. A Contabilidade e suas funções	8
2.2. Análise das demonstrações contábeis	10
2.3. Receitas financeiras	12
2.4. Despesas financeiras	14
2.5. Resultado financeiro	17
2.6. Custo de capital	18
2.7. Resultado operacional	20
2.8. Índices de liquidez	22
2.9. Prazos médios de giro	26
2.10. Ciclo operacional e ciclo financeiro	30
2.11. Análise de valores circulantes	32
2.12. Necessidade de capital de giro	36
2.13. Apuração do valor de tesouraria	39
3. METODOLOGIA	42
3.1. Especificação do problema	42

3.1.1. Perguntas de pesquisa	42
3.1.2. Definição constitutiva de variáveis	43
3.1.3. Definição operacional das variáveis	48
3.2. Delineamento da pesquisa	53
3.3. População e amostra.....	55
3.4. Coleta e tratamento dos dados.....	57
3.5. O estudo de correlações	58
3.6. Limitações da pesquisa	60
4. ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS	62
4.1. Relações de outras contas de resultado com as contas de resultado financeiro	63
4.1.1. Relações de contas de resultado com as receitas financeiras	64
4.1.2. Relações de contas de resultado com as despesas financeiras	66
4.1.3. Relações de contas de resultado com o resultado financeiro	68
4.1.4. Síntese das relações entre outras contas de resultado com as contas de resultado financeiro	70
4.2. Relações dos valores circulantes com as contas de resultado financeiro	71
4.2.1. Relações dos valores circulantes com as receitas financeiras.....	72
4.2.2. Relações dos valores circulantes com as despesas financeiras	75
4.2.3. Relações dos valores circulantes com o resultado financeiro	77
4.2.4. Síntese das relações dos valores circulantes com as contas de resultado financeiro	81

4.3. Relações dos prazos médios com as contas de resultado financeiro	82
4.3.1. Relações dos prazos médios com as receitas financeiras	82
4.3.2. Relações dos prazos médios com as despesas financeiras	84
4.3.3. Relações dos prazos médios com o resultado financeiro	86
4.3.4. Síntese das relações dos prazos médios com as contas de resultado financeiro	87
4.4. Relações dos índices de liquidez com as contas de resultado financeiro	89
4.4.1. Relações dos índices de liquidez com as receitas financeiras	89
4.4.2. Relações dos índices de liquidez com as despesas financeiras ..	91
4.4.3. Relações dos índices de liquidez com o resultado financeiro	92
4.4.4. Síntese das relações dos índices de liquidez com as contas de resultado financeiro	93
5. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	96
5.1. Conclusões	96
5.2. Recomendações	99
BIBLIOGRAFIA	102
ANEXOS	106

ÍNDICE DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 2.1 – Fórmulas de cálculo de índices de liquidez	23
Quadro 2.2 – Fórmulas de cálculo de prazos médios	27
Figura 2.1 – Representação gráfica do ciclo de caixa	31
Quadro 2.3 – Modelo de reclassificação do circulante proposto por Santi Filho e Olinquevitch	34
Quadro 2.4 – Modelo de reclassificação do circulante proposto por Silva	34
Quadro 2.5 – Modelo de reclassificação do circulante proposto por Assaf Neto e Silva	35
Quadro 2.6 – Tipos de estrutura e situação financeira	41
Quadro 3.1 – Interpretação dos índices de correlação	59
Tabela 4.1 – Quantidade de casos conforme os tipos de situação da estrutura financeira das empresas	63
Tabela 4.2 – Correlações entre outras contas de resultado e as receitas financeiras	64
Tabela 4.3 – Correlações entre outras contas de resultado e as despesas financeiras	66
Tabela 4.4 – Percentuais de endividamento de longo prazo	68
Tabela 4.5 – Correlações entre outras contas de resultado e o resultado financeiro	69
Tabela 4.6 – Correlações entre os valores circulantes e as receitas financeiras ...	73
Tabela 4.7 – Correlações entre os valores circulantes e as despesas financeiras .	76

Tabela 4.8 – Correlações entre os valores circulantes e o resultado financeiro ...	78
Tabela 4.9 – Dados circulantes e resultado financeiro por grupo de empresas ...	80
Tabela 4.10 – Correlações entre os prazos médios e as receitas financeiras	83
Tabela 4.11 – Correlações entre os prazos médios e as despesas financeiras	85
Tabela 4.12 – Correlações entre os prazos médios e o resultado financeiro	86
Tabela 4.13 – Correlações entre os índices de liquidez e as receitas financeiras .	90
Tabela 4.14 – Correlações entre os índices de liquidez e as despesas financeiras	91
Tabela 4.15 – Correlações entre os índices de liquidez e o resultado financeiro .	92

RESUMO

A gestão das despesas financeiras assume relevância na medida em que estas são de difícil repasse aos preços dos produtos. Com a inflação estabilizada e taxas de juros elevadas, este tema se torna ainda mais importante. Neste sentido, identificar a relação que há entre as despesas financeiras, receitas financeiras e resultado financeiro com outros indicadores econômicos e financeiros é o objetivo geral da pesquisa. A literatura oferece vários estudos sobre previsão de falências, estrutura de capitais e alavancagem financeira. Este trabalho preocupa-se com as contas de resultado financeiro em si, apresentando subsídios para compreender o reflexo das despesas financeiras na situação econômico-financeira das empresas. Oferece informações aos gestores para planejar com mais clareza a estrutura de capitais necessária para que o resultado financeiro não venha a ser um encargo que comprometa a continuidade da empresa. No que concerne à metodologia empregada na presente pesquisa, ela classifica-se como exploratória; quanto ao procedimento, caracteriza-se como documental. Para tanto, foi tomada uma amostra por tipicidade, abrangendo empresas industriais e comerciais do estado do Rio Grande do Sul, totalizando 208 demonstrações contábeis relativas aos anos de 1996 e 1997. Estas demonstrações foram agrupadas por tipo de estrutura de capitais circulantes das empresas. Foi utilizado o módulo *Correlation matrices*, do software *Statistica*, para calcular os índices de correlações. Os valores de receitas financeiras, despesas financeiras e resultado financeiro foram correlacionados com outras contas de resultado, especialmente receita e resultado operacional, tais como receita operacional e resultado operacional; valores circulantes; prazos médios de giro; e índices de liquidez. A partir da pesquisa, observou-se que há algumas tendências de correlação na comparação das contas

de resultado financeiro com outras contas de resultado e com valores circulantes. No entanto, não foram identificadas correlações com os prazos médios de giro e índices de liquidez. Pela característica exploratória da pesquisa, são abertas várias hipóteses para novos estudos que permitam compreender a dinâmica das despesas financeiras no contexto empresarial brasileiro.

ABSTRACT

The financial expenditures' management gets relevant when these are difficult to be replaced to the products' prices. This subject becomes more important because of the inflation's stabilization and the raised interest taxes. Therefore, the research's general objective is to identify the relation among the financial expenditures, financial incomes and financial result with others economics' and financials' index. Literature offers some studies on bankruptcies' prevision, capitals structure and financial leverage. This work cares about the financial profit and loss accounts in itself, presenting subsidies for understanding the financial expenditures' consequence in the companies' economic and financial situation. It offers information to the managers for planning more clarity the capitals structure necessary to the financial result doesn't become an obligation that compromises the company's continuity. About the methodology used in the present research, it is classified as explorer type, and about the procedure, it is characterized as documentary. Thereby, a sample of sorts was taken, including industrial and commercial companies from the state of Rio Grande do Sul, resulting in 208 financial statements from the years of 1996 and 1997. These statements had been organized by companies' current capital structure type. The *Correlation matrices* model, from *Statistica* software, was used to calculate the correlations' index. The values of financial incomes, financial expenditures and financial result had been correlated with other profit and loss accounts, especially operational income and result, such as operational income and operational result; current values; turn average periods; and liquidity indexes. It was observed from the research that exists some correlation trends in the matching of financial profit and loss

accounts with other profit and loss accounts and current values. However, correlations with the turn average periods and the liquidity indexes hadn't been identified. Because of the explorer research's feature, several hypotheses for new studies are opened for allowing understanding the financial expenditures' dynamics in the Brazilian enterprise context.

1. INTRODUÇÃO

A apresentação do tema e problema da pesquisa dá início a este capítulo. Segue-se a definição dos objetivos e a apresentação da justificativa da pesquisa. Por último, é evidenciada a organização do estudo.

1.1. Tema e problema

Para Sá¹, “altos custos financeiros são sintomas prováveis de dificuldade de numerário”. Por outro lado, Drucker² adverte que não é mais possível calcular preços segundo o custo e não se pode mais repassar para os clientes os custos da ineficiência da administração.

Neste sentido, os custos financeiros também são de difícil repasse para os preços. Portanto, a sua gestão assume relevância nas empresas. Adicionalmente, identificar indícios de que tais despesas estão assumindo proporções inadequadas parece ser algo de interesse para o analista.

Nas atividades rotineiras das empresas, é natural a ocorrência de algum volume de despesas financeiras, especialmente em função dos desequilíbrios momentâneos do fluxo de caixa, previsíveis ou não. Tais despesas, uma vez que oneram o resultado final, mesmo que inevitáveis, são indesejáveis. Por outro lado, há empresas que fazem operações de alavancagem financeira, captando recursos a uma determinada taxa e aplicando-os a taxas iguais ou

¹ SÁ, Antonio Lopes de. *Curso superior de análise de balanços*. São Paulo: Atlas, 1961, v.2, p. 91.

² DRUCKER, Peter. *La administracion en una época de grandes cambios*. Buenos Aires: Sudamericana, 1996, p.43.

diferentes, obtendo, em conseqüência, um resultado financeiro, que pode ser positivo ou negativo.

Em qualquer situação onde ocorre uma incidência de despesas financeiras, tem-se um custo que é de difícil repasse aos preços e, por isso, convém que tal custo seja minimizado ou neutralizado. Em épocas de inflação baixa, como a que o Brasil está vivenciando, “cortar custos se torna um meio de vida”.³

Entender esta dinâmica e suas causas e conseqüências é assunto que interessa, dentre outros, a dois grupos principais: a) ao administrador, para tomar decisões a respeito; b) ao analista externo de crédito que fornece crédito à empresa, especialmente de fornecedores, bancos e outras instituições.

Kanitz⁴ e Silva⁵ desenvolveram modelos que visam detectar o risco de insolvência das empresas. São modelos que fazem uma composição de vários índices e chegam a uma espécie de “termômetro”. Kanitz baseia-se exclusivamente em indicadores de rentabilidade e de liquidez. Silva acrescenta a estes os prazos médios de giro do capital.

Outros autores abordam as questões de estrutura financeira e de capitais sem a pretensão de prever falências. Pode-se citar Santi Filho e Olinquevitch⁶, Braga⁷ e Matarazzo⁸. Mesmo que adotem métodos diferentes, todos buscam identificar as necessidades de capital de giro e formas de compreender as relações entre os capitais das empresas.

³ SMITH, David. **O desafio da estabilização**. HSM Management. Ed. Savana. São Paulo. Ano 1. N. 1. Março-abril 1997. p. 137.

⁴ KANITZ, Stephen Charles. **Como prever falências**. São Paulo: McGraw-Hill, 1978.

⁵ SILVA, José Pereira da. **Análise financeira das empresas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1996

⁶ SANTI FILHO, Armando de e OLINQUEVITCH, José Leônidas. **Análise de balanços para controle gerencial**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1993.

⁷ BRAGA, Roberto. **Fundamentos e técnicas de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1989.

⁸ MATARAZZO, Dante C. **Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1995.

Estes modelos, especialmente os de Kanitz e Silva, apresentam alguma complexidade para apurar a situação da empresa, uma vez que relacionam vários indicadores com pesos diferenciados. Determinar a situação econômico-financeira de determinada empresa torna-se viável apenas com a posse de tabelas auxiliares, como, por exemplo a tabela de fatores de solvência de Kanitz.

Acredita-se ser conveniente, no cotidiano das empresas, a disponibilização de alguma metodologia de apuração mais simples da situação financeira das empresas, tanto na análise dos próprios números, quanto na análise dos números de outras empresas-clientes.

Diante do exposto, formulou-se a seguinte questão-problema:

Quais as relações que existem entre as despesas financeiras, as receitas financeiras e o resultado financeiro com outros índices econômicos e financeiros, em empresas industriais e comerciais do Rio Grande do Sul?

1.2. Objetivos

O objetivo geral da pesquisa consiste em verificar a relação que existe entre despesas financeiras, receitas financeiras e resultado financeiro com outros índices econômicos e financeiros, em empresas industriais e comerciais do Rio Grande do Sul, que permitam facilitar o diagnóstico da situação econômica e financeira das mesmas.

Os objetivos específicos do trabalho são os seguintes:

- verificar se há correlações entre as despesas financeiras, as receitas financeiras e o resultado financeiro com os valores de outras contas de resultado das empresas;

- identificar as relações que existem entre as despesas financeiras, as receitas financeiras e o resultado financeiros com os valores do Investimento Operacional em Giro e da Tesouraria das empresas.
- investigar as relações que existem entre as despesas financeiras, as receitas financeiras e o resultado financeiro com o ciclo operacional e o ciclo de caixa das empresas;
- averiguar se há correlação entre as despesas financeiras, as receitas financeiras e o resultado financeiros com os índices de liquidez das empresas;
- identificar, nas relações estudadas, quais as que apresentam comportamento previsível que possa auxiliar na análise e planejamento da estrutura financeira das empresas.

1.3. Justificativa teórica e prática

Drucker⁹ diz que um dos pecados mortais das empresas é “a fixação de preços segundo o custo” e que o único método que funciona é “estabelecer os custos segundo o preço que o mercado está disposto a pagar”. Colocado sob outra ótica, se o preço de venda é determinado pelo mercado, resta à empresa administrar seus custos.

Partindo da premissa de que é o mercado que determina preços, são poucas as possibilidades para que a empresa repasse as despesas financeiras ao preço.

Se o resultado financeiro negativo (ou a própria incidência de despesas financeiras em volume expressivo) é uma ocorrência inconveniente, é importante a identificação de quais os indicadores econômico-financeiros que podem apontar a emergência de dificuldades

financeiras e suas causas, permitindo, assim, que os gestores atuem sobre as causas e não sobre os efeitos.

As obras de Kanitz¹⁰ e de Silva¹¹ são úteis para visualizar antecipadamente o risco de falência. Os estudos de Matarazzo¹², Braga¹³ e Santi Filho e Olinquevitch¹⁴ permitem uma visão dinâmica das contas circulantes das empresas. Alguns destes autores, especialmente Matarazzo¹⁵ e Braga¹⁶, chegam a preocupar-se com o resultado financeiro. Seu foco, porém, é a alavancagem financeira.

Por sua vez, o presente trabalho preocupa-se com as contas de resultado financeiro em si. Não tem a pretensão de antecipar falências e nem de explicar a dinâmica do capital de giro. Porém, apresenta subsídios para compreender o reflexo das despesas financeiras na situação econômico-financeira das empresas, um tema para o qual as contribuições teóricas disponíveis ainda são insuficientes. Ressalte-se que o caráter exploratório da pesquisa se, por um lado, limita as conclusões, por outro permite explorar o assunto, inclusive indicar vários caminhos para pesquisas futuras.

Do ponto de vista prático, a pesquisa oferece aos gestores uma visão mais clara dos indicadores que permitem compreender a dinâmica das contas de resultado financeiro. Visualizando melhor estas relações, poderão planejar com mais cautela a estrutura de capitais necessária para que o resultado financeiro não venha a ser um encargo que comprometa a continuidade da empresa.

⁹ DRUCKER, Peter. Op. cit., p. 43.

¹⁰ KANITZ, Stephen. Op. cit.

¹¹ SILVA, José Pereira da. Op. cit.

¹² MATARAZZO, Dante C. Op. cit.

¹³ BRAGA, Roberto. Op. cit.

¹⁴ SANTI FILHO, Armando de e OLINQUEVITCH, José Leônidas. Op. cit.

¹⁵ MATARAZZO, Dante C. Op. cit. p. 403-424.

1.4. Organização do estudo

Considerando o problema de pesquisa e o delineamento adotado, o estudo assume uma divisão em cinco capítulos.

O capítulo introdutório contempla a contextualização e a relevância do tema, bem como o problema de pesquisa. Na seqüência, são definidos os objetivos geral e específicos do trabalho. Adicionalmente, é apresentada a justificativa teórico-empírica e a organização do estudo.

No segundo capítulo, faz-se uma incursão na revisão bibliográfica. Inicialmente, são apresentadas algumas notas gerais sobre funções, usuários e demonstrações da contabilidade. Em seguida, são evidenciados os índices econômicos e financeiros que consubstanciam o estudo.

No terceiro capítulo, é detalhada a metodologia de trabalho, envolvendo os critérios de seleção das empresas utilizadas no estudo, a técnica de tabulação de dados e de realização de outros cálculos e a definição operacional de termos e variáveis.

O desenvolvimento efetivo do estudo começa no capítulo quatro, onde são apresentados os resultados apurados e feita sua análise e interpretação. São desenvolvidos itens específicos para cada um dos grupos de variáveis estudados (contas de resultado, valores circulantes, prazos médios e índices de liquidez). Em cada um destes itens, é desenvolvido um tópico específico para a relação envolvendo receitas financeiras, despesas financeiras e resultado financeiro.

¹⁶ BRAGA, Roberto. Op. cit. p. 216-217.

Por fim, o capítulo cinco apresenta as conclusões do trabalho e as recomendações para futuras pesquisas.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICO-EMPÍRICA

A fundamentação teórico-empírica, embora numerada seqüencialmente, está reunida em três grandes blocos. O primeiro bloco apresenta alguns comentários acerca das potencialidades e limitações dos dados gerados pelo sistema contábil. No segundo bloco, são apresentadas as contas de resultado financeiro: receitas financeiras, despesas financeiras e o resultado financeiro em si. Também é feita uma rápida explanação sobre custos de capital. Por fim, no terceiro bloco, são apresentados os demais grupos de assuntos componentes do estudo. Começa-se pelos conceitos e discussões acerca do resultado operacional. Em seguida, são apresentados os índices de liquidez. Continua-se com os prazos médios giro e os ciclos operacional e financeiro. Fechando o bloco e o capítulo, são apresentadas as idéias dos autores acerca de valores circulantes com os desdobramentos necessários ao estudo, que são os itens relativos a necessidade de capital de giro e tesouraria.

2.1. A Contabilidade e suas funções

A definição do que é a Contabilidade e quais são suas principais funções é vista de diferentes formas pelos diferentes autores. Mesmo assim, observam-se aspectos comuns nas afirmativas.

A FIPECAFI¹⁷ afirma que “a Contabilidade é, objetivamente, um sistema de informação e avaliação destinado a prover seus usuários com demonstrações e análises de natureza econômica, financeira, física e de produtividade, com relação à entidade objeto de contabilização” e cujo objetivo “...é o de permitir a cada grupo principal de usuários, a ava-

¹⁷ FIPECAFI – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras. **Manual de contabilidade das sociedades por ações: aplicável também às demais sociedades**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1994. p. 58 e 60.

liação da situação econômica e financeira da entidade, num sentido estático, bem como fazer inferências sobre suas tendências futuras.”

Depois de apresentar várias abordagens, Iudícibus¹⁸ conclui que “o objetivo principal da Contabilidade (e dos relatórios dela emanados) é fornecer informação econômica relevante para que cada usuário possa tomar suas decisões e realizar seus julgamentos com segurança”. Acrescenta que os relatórios periódicos atendem as necessidades básicas de um bom número de usuários, mas que a Contabilidade deve ter “...flexibilidade para fornecer conjuntos diferenciados para usuários ou decisões especiais”.

Hendriksen e Van Breda¹⁹ afirmam que “as demonstrações financeiras são feitas para um grande grupo de usuários, incluindo o governo, credores, investidores e empregados”. Salientam, também, a importância da tempestividade da divulgação das informações que “tendem a prevenir surpresas que podem alterar completamente a perspectiva de futuro da empresa” e “tendem a dar aos investidores maior confiança na informação financeira disponível para eles”.

Para Franco²⁰, a contabilidade é um ramo do grupo das ciências econômicas e administrativas, portanto é uma ciência que, através de regras e normas próprias, registra as operações da empresa tendo como finalidade básica estudar e controlar o patrimônio. Acrescenta que a função contábil vai além do simples registro dos fatos, cabendo-lhe, em sua função de análise, procurar causas e dar-lhes interpretação, analisando a estática patrimonial (ativo e passivo) e a dinâmica patrimonial (especialmente demonstração de resultados).

¹⁸ IUDÍCIBUS, Sérgio de. *Teoria da contabilidade*. 5.ed. São Paulo: Atlas, 1997. p.28.

¹⁹ HENDRICKSEN, Eldon S. e VAN BREDA, Michael F. *Accounting theory*. 5.ed. Illinois: Richard D. Irwin, 1992. p.883.

²⁰ FRANCO, Hilário. *Estrutura, análise e interpretação de balanços*. 15.ed. São Paulo: Atlas, 1989. p.19.

Para D'Áuria²¹, a contabilidade é a ciência que observa, registra, expõe e analisa os fenômenos econômicos e patrimoniais, formando um “conjunto de conhecimentos relativos à análise, registro e exposição das operações”. Usando métodos e princípios próprios, ela demonstra a estática patrimonial e, ao registrar as mutações sofridas por esses componentes, no tempo e no espaço, ela demonstra a dinâmica patrimonial. Tem como finalidade colaborar constantemente com a administração econômica. Seu objeto é o patrimônio qualitativo e quantitativo nos seus aspectos estático e dinâmico. As principais funções da contabilidade, ainda segundo D'Áuria, são a cooperação administrativa, a realização de estudos e pareceres, a prenotação²², escrituração, exposição e revisão.

Sintetizando, se pode dizer que, a partir de uma operação básica, o registro de cada ato ou fato de natureza econômica ou financeira, a Contabilidade se habilita a fornecer, de forma periódica ou eventual, as mais diferentes informações requeridas por seus usuários, fornecendo-lhes os elementos para análise e subsidiando a tomada de decisões.

2.2. Análise das demonstrações contábeis

D'Áuria²³ define análise de balanço como sendo “a decomposição da situação patrimonial em elementos dos sistemas econômico e financeiro, confrontando-os e estabelecendo relações entre si, com o fim de determinar o grau de suficiência de uns em relação a outros, e o índice de capacidade total da riqueza possuída e dos fatores monetários que alimentam o patrimônio em ação”.

²¹ D'ÁURIA, Francisco. *Estrutura e análise de balanços*. 4.ed. São Paulo: Cia. Editora Nacional, 1956. p.97.

²² Para o autor, prenotação é o agendamento de obrigações, especialmente as tributárias.

²³ D'ÁURIA, Francisco. *Op. cit.* p. 285.

Matarazzo²⁴ afirma que “a Análise de Balanços começa onde termina a Contabilidade”. Explica que:

“o analista de balanços preocupa-se com as demonstrações financeiras que, por sua vez, precisam ser transformadas em informações que permitam concluir se a empresa merece ou não crédito, se vem sendo bem ou mal administrada, se tem ou não condições de pagar suas dívidas, se é ou não lucrativa, se vem evoluindo ou regredindo, se é eficiente ou ineficiente, se irá falir ou se continuará operando”.

Para Sá e Sá²⁵, a análise de balanços “tem por base o balanço e tem por fim conhecer a capacidade de crédito de uma empresa ou entidade, capacidade de solvência, tendências de expansão de um negócio, rentabilidade de uma empresa, etc”. Afirmam, também, que Contabilidade Gerencial é um “ramo da contabilidade que, servindo-se dos próprios instrumentos de levantamento e interpretação dos dados quantitativos da empresa, pode informar, orientar e guiar a administração para que possa efetuar as alternativas de gestão e tomar as decisões de modo mais conveniente”.²⁶

Johnson e Kaplan²⁷ alertam sobre o excesso de agregação e distorções dos informes financeiros para serem relevantes para as decisões de planejamento e controle dos gerentes. Propõem novas abordagens críticas quanto à apuração de custos e alertam para a importância de indicadores não-financeiros. Comentando a afirmativa de Johnson e Kaplan, Iudicibus²⁸ salienta que os autores não pretenderam descaracterizar a Contabilidade Gerencial. Seu propósito foi o de alertar para a necessidade de aprimoramento.

²⁴ MATARAZZO, Dante C. Op. cit. p.19

²⁵ SÁ, Antonio Lopes de e SÁ, Ana M. Lopes de. **Dicionário de Contabilidade**. 7.ed. São Paulo: Atlas, 1983. p.19.

²⁶ SÁ, Antonio Lopes de e SÁ, Ana M. Lopes de. Op. cit. p. 88.

²⁷ JOHNSON, H. Thomas e KAPLAN, Robert S. **Contabilidade Gerencial: a restauração da relevância da contabilidade nas empresas**. Rio de Janeiro: Campus, 1993.p.1 e 197-227.

Nesta perspectiva, Horngren²⁹ procura criar a concepção de uma contabilidade externa, que chama de financeira, com fins fiscais e de informação ao público em geral, e uma contabilidade interna, que chama de administrativa, com finalidades gerenciais.

Padoveze³⁰ afirma que a “análise de balanço constitui-se num processo de meditação sobre os demonstrativos contábeis, objetivando uma avaliação da situação da empresa, em seus aspectos operacionais, econômicos, patrimoniais e financeiros”.

Na análise de demonstrações contábeis, cabe a advertência de Matarazzo³¹ de que a quantidade de indicadores a serem calculados varia conforme o grau de profundidade desejado. Salienta que há uma utilidade decrescente – à medida que se acrescentam novos índices, a utilidade individual de cada um vai diminuindo.

Conclui-se que a análise de balanços é um processo de estabelecimento de relações entre os dados contábeis, de acordo com os interesses e necessidades de cada grupo de usuário. Esta vinculação a interesses e necessidades específicas de usuários diferentes faz com que o nível de profundidade da análise e quantidade de índices calculados também varie a cada caso.

2.3. Receitas financeiras

Matarazzo³² afirma que as receitas financeiras “representam os ganhos de capitais aplicados em investimentos temporários, bem como outros ganhos de natureza finan-

²⁸ IUDÍCIBUS, Sérgio de. *Lucro contábil – crepúsculo ou ressurgimento?* Caderno de Estudos Fipecafi/FEA-USP. São Paulo: USP, s/d.p.1-5.

²⁹ HORNGREN, Charles T. *Introdução à Contabilidade Gerencial*. São Paulo: Ed. Prentice-Hall do Brasil, 1985. p.13-14.

³⁰ PADOVEZE, Clóvis Luís. *Contabilidade gerencial*. São Paulo: Atlas, 1996. p.115.

³¹ MATARAZZO, Dante C. Op.cit. p.154.

³² MATARAZZO, Dante C. Op. cit. p. 74.

ceira”. Estes ganhos são oriundos de diferentes fontes, conforme se observa no detalhamento do autor:

- “**Descontos obtidos:** decorrem de pagamentos antecipados de duplicatas a fornecedores.
- **Juros ativos:** referem-se aos juros cobrados de clientes por atraso de pagamento, postergação de vencimento de títulos, etc.
- **Receita de investimentos temporários:** aqui são registradas as receitas totais provenientes de aplicações temporárias de caixa”.

A FIPECAFI³³ enquadra como receitas financeiras os descontos obtidos, normalmente em pagamentos antecipados; juros recebidos ou auferidos, cobrados de clientes; receitas de títulos vinculados ao mercado aberto; receitas sobre outros investimentos temporários no mercado financeiro; prêmio de resgate de títulos e debêntures.

Iudícibus³⁴ afirma que “as receitas de natureza financeira são as derivadas de aplicações financeiras (*open market*, prazo fixo, etc.), juros de mora recebidos, descontos obtidos, etc.”. Acrescenta, ainda, que, por força de lei, as receitas financeiras são redutoras da conta de despesas financeiras.

No plano legal, as receitas financeiras não têm uma regulamentação que as conceitue de forma objetiva. A Lei 6.404/76, ao tratar da apresentação da demonstração de resultado do exercício, no inciso III do art. 187, apenas diz que devem ser discriminadas “as despesas com as vendas, as despesas financeiras, deduzidas das receitas, as despesas gerais e administrativas, e outras despesas operacionais”. Nota-se que as receitas financeiras ficaram incluídas como uma conta redutora das despesas financeiras, dentro do agrupamento das despesas operacionais.

³³ FIPECAFI. Op. cit. p. 538.

³⁴ IUDÍCIBUS, Sérgio de. *Análise de balanços*. 6.ed. São Paulo: Atlas, 1994. p. 54-55.

De forma sintética, se observa que as receitas financeiras têm diferentes fontes e assumem denominações variadas. Em todas elas, está presente a remuneração sobre capitais que de uma forma ou outra foram investidos pela empresa. Embora quase todos os capitais que dão origem a receitas financeiras sejam valores circulantes e, por isso, vinculados às operações correntes, não é atividade-fim da empresa a obtenção de receitas financeiras. Talvez este fato explique o pouco detalhamento da conceituação disponível e o quase silêncio da lei sobre o assunto.

2.4. Despesas financeiras

Iudícibus³⁵ explica que as despesas financeiras “são as remunerações de capitais de terceiros, tais como: juros pagos ou incorridos, comissões bancárias, correção monetária prefixada sobre os empréstimos, descontos concedidos, juros de mora pagos”.

A representação das despesas financeiras através de índices normalmente é vista apenas na análise vertical da demonstração de resultados, onde cada conta é apresentada como um percentual da receita líquida. Nas palavras de Padoveze³⁶, esta análise vertical “conduz à evidenciação da estrutura de custos e despesas da empresa, em relação ao total das receitas”.

Silva³⁷ diz que, na análise vertical, “todos os itens são apresentados como percentual da receita líquida de vendas”. No caso específico das despesas financeiras, adverte que “são decorrência da estrutura de capitais da empresa, isto é, da dívida, e portanto, não têm necessariamente relação direta com a receita líquida de vendas”. Por estrutura de capitais,

³⁵ IUDÍCIBUS, Sérgio de. Op. cit. p. 54.

³⁶ PADOVEZE, Clóvis Luis. Op. cit. p. ...

³⁷ SILVA, José Pereira da. Op. cit. p. 186.

entende a participação de capitais próprios e de terceiros na composição dos ativos. Propõe o cálculo de alguns índices relacionados à dívida financeira³⁸: endividamento financeiro sobre o ativo total; saldo de tesouraria sobre vendas; nível de desconto de duplicatas e índice de cobertura de juros.

Sá³⁹ destaca que “altos custos financeiros são sintomas prováveis de dificuldade de numerário” e que “a relação entre os índices de subinvestimento em bens numerários e a formação de custos financeiros é realmente bem estreita”. Para “subinvestimento em bens numerários”, utiliza um conceito similar ao conceito de Tesouraria de Santi Filho e Oliquevitch⁴⁰.

Matarazzo⁴¹ propõe a apuração de um percentual de Custo da Dívida, expresso pela seguinte fórmula:

$\text{Custo da Dívida} = \frac{\text{Despesas Financeiras}}{\text{Passivo gerador de encargos}} \times 100$
--

Além da apuração do custo da dívida, também propõe a apuração do grau de alavancagem financeira. Para tanto, utiliza uma seqüência de três cálculos. Inicialmente, calcula os retornos sobre ativo operacional e sobre o patrimônio líquido e depois relaciona-os entre si. O conjunto de fórmulas é o que segue:

$\text{Retorno s/Ativo} = \frac{\text{Lucro antes das despesas financeiras}}{\text{Ativo Operacional}} \times 100$
$\text{Retorno s/Patrimônio Líquido} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$
$\text{Grau de Alavancagem Financeira} = \frac{\text{Retorno s/Patrimônio Líquido}}{\text{Retorno s/Ativo}} \times 100$

³⁸ SILVA, José Pereira da. Op. cit. p.249 a 257.

³⁹ SÁ, Antonio Lopes de. Op. cit. v.2, p.90/91.

⁴⁰ SANTI FILHO, Armando de e OLINQUEVITCH, José Leônidas. Op. cit. p. 39.

⁴¹ MATARAZZO, 1995, op. cit., p. 403.

Martins e Assaf Neto⁴² apresentam fórmulas similares para a apuração da alavancagem financeira e acrescentam duas preocupações principais. A primeira é quanto aos efeitos inflacionários na alavancagem financeira; a segunda, é quanto aos efeitos do Imposto de Renda. Também tecem comentários acerca dos impactos da exigência de reciprocidade bancária e das peculiaridades da legislação no tocante a ações preferenciais.

A legislação a respeito da contabilização das despesas financeiras também limita-se ao que foi exposto no item anterior sobre receitas financeiras. Ou seja, apenas um inciso da Lei 6.404/76 as agrupa junto com as demais despesas operacionais.

Um aspecto das despesas financeiras pouco discutido na literatura é quanto a sua apropriação nos sistemas de custos. Seguindo a lógica legal, as despesas financeiras normalmente acabam englobadas pelas despesas gerais e administrativas.

Uma exceção é o PROVAR,⁴³ que especifica uma série de cálculos adicionais ao cálculo normal de fixação de preços para incluir os acréscimos e descontos financeiros decorrentes do ato da compra. Não inclui em suas fórmulas os descontos por antecipação de pagamento ou juros por atraso no pagamento do título. Com tais cálculos, fica implícita a apropriação direta dos custos financeiros decorrentes da negociação de compra. As despesas (ou receitas) decorrentes da estrutura de capitais não têm um tratamento específico a nível de precificação.

Nas propostas a respeito da Demonstração de Valor Adicionado, as despesas financeiras aparecem como remuneração aos financiadores. Verifica-se isto nos trabalhos de

⁴² MARTINS, Eliseu e ASSAF NETO, Alexandre. **Administração financeira: as finanças das empresas sob condições inflacionárias**. São Paulo: Atlas, 1996. p.203-233.

⁴³ PROVAR – Programa de Administração de Varejo. **Finanças no varejo: gestão operacional**. São Paulo: Atlas, 1996. p.88-139.

De Luca⁴⁴, Athar⁴⁵ e Basso⁴⁶. Se faz, desta forma, uma análise vertical das despesas, supondo-se seu rateio também como um dispêndio integrante das despesas gerais e administrativas.

Fusco e Brunstein⁴⁷, ao analisarem estratégia de preços, observam que o aumento de vendas produz necessidades adicionais imediatas nas contas do ativo circulante (estoque, contas a receber e níveis de caixa) e que estas necessidades adicionais normalmente implicam em custos financeiros. Observam, em estudos empíricos, atitudes diferentes das empresas analisadas quanto à estratégia de gestão para este tipo de problema. Chamam a atenção para a relação necessidade de capital de giro/vendas, que deve ficar em níveis suportáveis pela empresa.

Nota-se, nas diferentes contribuições dos autores, uma preocupação em definir o que são as despesas financeiras e a relacioná-las com a receita operacional. Também há o reconhecimento de que sua origem está na estrutura de capitais e que a apuração do custo da dívida deve ser feita relacionando as despesas financeiras com o passivo gerador dos respectivos encargos.

2.5. Resultado Financeiro

Conforme mencionado nos itens anteriores, a Lei 6.404/76, ao regulamentar a forma de apresentação da Demonstração de Resultados do Exercício, determina que seja evidenciado o resultado financeiro, apresentando-se as despesas financeiras deduzidas das receitas. Portanto, não é exigida a apresentação de receitas e despesas de forma segregada.

⁴⁴ DE LUCA, Márcia M. Mendes. **Demonstração do valor adicionado**. São Paulo: Atlas, 1998.

⁴⁵ ATHAR, Raimundo Aben. **Demonstração do Valor Adicionado – DVA**. Revista do Conselho Regional de Contabilidade do Rio Grande do Sul. Maio 1999, CRC-RS – Porto Alegre, RS. P. 53-66.

⁴⁶ BASSO, Lauri. **Balanço Social: contribuições de um caso**. Contabilidade e Informação. Ano 1, N.2. Setembro, 1998. Editora Unijuí.

A FIPECAFI⁴⁸ ressalta que, antes da Lei 6.404, habitualmente as empresas classificavam as despesas financeiras como operacionais e as receitas financeiras como não-operacionais. Assim, essa Lei teve o mérito de deixar despesas e receitas em um único grupo. No entanto, ressalta que “dentro da filosofia contábil, melhor seria classificá-las após o lucro operacional, pois se apuraria o lucro operacional da empresa e daí deduzir-se-ia o custo de capital de terceiros, apurando-se o lucro atribuível ao capital próprio”.

A posição da FIPECAFI espelha um aspecto bastante importante para as organizações. A clara distinção entre resultado operacional e resultado financeiro permite identificar onde deve ser o foco principal da atenção do gestor, se na estrutura de capitais, no caso de ocorrência de resultado financeiro negativo, ou se nas variáveis de suas operações, se o problema for resultado operacional insuficiente ou negativo.

2.6. Custo de capital

Ao abordar o ciclo financeiro, Braga⁴⁹ ressalta que a empresa deve procurar minimizá-lo porque todos os recursos implicam em custos para a empresa: “se originados de empréstimos e financiamentos, provocarão despesas financeiras; e se forem constituídos por recursos próprios ou de fontes não onerosas, apresentarão um custo de oportunidade que corresponde ao retorno que a empresa obteria se aplicasse esses fundos em outra operação de igual risco”.

Tal observação remete a um aspecto que precisa ser considerado pelos gestores: não há capital disponível sem um custo financeiro. Será um custo explícito e perfei-

⁴⁷ FUSCO, José Paulo Alves e BRUNSTEIN, Israel. **Gestão competitiva de preços: uma visão integrada**. Revista de Administração, São Paulo v. 32, n. 3.p.89-96 , julho/setembro 1997. USP

⁴⁸ FIPECAFI. Op. cit. p. 462.

tamente mensurável, na forma de despesa financeira ou, então, será um custo não tão claro e de mensuração mais complexa, na forma de custo de oportunidade.

Beuren⁵⁰ resume as contribuições de vários pesquisadores sobre o custo de oportunidade e conclui seu trabalho evidenciando as divergências entre as posições de economistas e contadores a respeito do assunto. Uma das dificuldades apontadas reside na taxa de juros a ser aplicada.

Mais recentemente, a legislação brasileira passou a admitir a existência, mesmo que de modo simplificado, do custo de oportunidade. A Lei 9.249/95, em seu artigo 9º, permite a contabilização e a dedução como despesa para fins de apuração do lucro real, do valor de juros pagos ou creditados ao sócio a título de remuneração do capital próprio. A lei também, de certa forma, especificou a taxa a ser aplicada, pois admite como máximo a TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo. Em termos práticos, é uma taxa bastante conservadora.

A idéia de contabilizar custo de oportunidade, mesmo que dentro das limitações legais, talvez viabilize também os questionamentos a respeito da contabilização dos juros internos sobre o Capital Próprio Funcional. Neste sentido, De Rocchi⁵¹ compara os métodos de Klauser e de Ornstein quanto a contabilização de tais juros. Conclui que a parcela correspondente de juros internos relativa aos valores imobilizados pode ser atribuída aos respectivos Centros de Custos, sendo, assim, apropriada aos produtos. Quando são envolvidos investimentos de giro (bens numerários, créditos de clientes, etc.) começam a surgir dificuldades, pois se torna difícil identificar as bases de rateio e outros fatores necessários a uma adequada alocação.

⁴⁹ BRAGA, Roberto. Op. cit. p. 129.

⁵⁰ BEUREN, Ilse Maria. Conceituação e contabilização do custo de oportunidade. *Caderno de Estudos Fipecafi*. São Paulo: FEA-USP, n.8. Abr/1993. p. 17.

Procianoy e Caselani⁵², embora seu estudo seja voltado ao mercado acionário, advertem que o custo efetivo da captação de capital de terceiros é menor do que o custo nominal, pois se deve considerar a sua dedução como despesa para fins de imposto de renda. Lembram, ainda, os estudos acerca do Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC), que pondera os custos na proporção de cada fonte na estrutura de capital e que a estrutura ideal de capital é aquela em que o CMPC é minimizado.

As discussões sobre o custo de capital introduzem, ainda que de forma preliminar, algumas questões ainda em aberto na ciência contábil. Reconhece-se a existência do custo de oportunidade, mas se tem dificuldades em dimensioná-lo. Da mesma forma, tão complexo quando apurar toda a estrutura de custos de capital, evidenciam-se as dificuldades para alocar os custos de capital aos produtos.

2.7. Resultado operacional

Neste item conceitua-se o lucro operacional e o lucro antes do imposto de renda. Além disso, apresentam-se alguns aspectos pertinentes aos mesmos que devem ser considerados na análise do lucro empresarial.

Silva⁵³ afirma que o “lucro operacional é o lucro bruto menos as despesas operacionais, mais o efeito (ganho ou perda) de equivalência patrimonial” Diz também que o lucro antes dos impostos, contribuições e participações “compreende o lucro do período antes de deduzir o Imposto de Renda, a contribuição social e as participações estatutárias no lucro”.

⁵¹ DE ROCCHI, Carlos Antonio. **Juros internos e o capital próprio funcional**. Revista do Conselho Regional de Contabilidade do Rio Grande do Sul. Dezembro 1998, CRC-RS – Porto Alegre, RS p. 34-39.

⁵² PROCIANOY, Jairo Laser e CASELANI, César Nazareno. **A emissão de ações como fonte de crescimento ou como fator de redução do risco financeiro: resultados empíricos**. Revista de Administração, São Paulo v. 32, n. 3.p.70-81, julho/setembro 1997. USP.

⁵³ SILVA, José Pereira da. Op. cit. p.141 e 143.

Iudícibus e Marion⁵⁴ afirmam que o “lucro operacional é obtido através da diferença entre o Lucro Bruto e as despesas operacionais”. Em seguida, especificam as despesas operacionais como sendo as despesas de vendas, as despesas administrativas e as despesas financeiras deduzidas das receitas financeiras. No que concerne ao lucro antes do imposto de renda apresentam uma equação em que, a partir do lucro operacional, se deduz as despesas não operacionais, se acrescenta as receitas não operacionais e se soma ou deduz o resultado da correção monetária⁵⁵.

Abordando o lucro operacional, Martins e Assaf Neto⁵⁶ alertam que “essa classificação legal é deveras falha e relativamente enganosa”. Levantam o problema de que “toda a estrutura da contabilidade está calcada basicamente na hipótese de preços constantes, ou pelo menos na manutenção da capacidade aquisitiva da moeda”.⁵⁷ Comentam o já extinto mecanismo legal da correção monetária de balanços no Brasil e apresentam alternativas para apuração de resultados em moeda constante.

Guerreiro⁵⁸ vai além no questionamento quanto ao valor do lucro, atacando o próprio conceito. Lembra que, “em termos contábeis, o lucro corresponde ao resíduo derivado do confronto entre a receita realizada e o custo consumido”. Por sua vez, “em termos econômicos, o lucro é visto como a quantia máxima que a firma pode distribuir como dividendos e ainda continuar tão bem ao final do período como estava no começo”, o que significa “manter o capital intacto em termos do valor descontado do fluxo de recebimentos líquidos futuros”. Conclui que “só existe um conceito relevante de lucro para a avaliação do sucesso do investi-

⁵⁴ IUDÍCIBUS, Sérgio de e MARION, José Carlos. Op. cit. p. 191-192.

⁵⁵ A Lei 9.249/95, no art. 4º, extinguiu o resultado da correção monetária e proibiu sua apuração.

⁵⁶ MARTINS, Eliseu e ASSAF NETO, Alexandre. Op. cit. p.76.

⁵⁷ MARTINS, Eliseu e ASSAF NETO, Alexandre. Op. cit. p. 90.

⁵⁸ GUERREIRO, Reinaldo. Mensuração do resultado econômico. *Caderno de Estudos Fipecafi*. São Paulo: FEA-USP, n.3. Set/1991. p.5-8.

mento e para a avaliação do desempenho do administrador: é o incremento do valor presente da entidade”.

Observa-se que, na literatura, não há unanimidade sobre o conceito de lucro operacional. Junta-se a isto as diferentes concepções sobre a apresentação do resultado financeiro, vistas anteriormente, se compõem ou não o resultado operacional. Se tem, assim, a existência de espaço para interpretações bastante diferenciadas.

2.8. Índices de liquidez

Apesar de serem de fácil apuração e compreensão, os índices de liquidez também apresentam algumas formas diferenciadas de apuração e de interpretação, conforme se vê neste item.

Martins e Assaf Neto⁵⁹ afirmam que “os indicadores de liquidez visam medir a capacidade de pagamento de uma empresa, ou seja, sua habilidade em cumprir corretamente as obrigações passivas assumidas”.

Para Iudícibus⁶⁰, a análise da liquidez “engloba os relacionamentos entre contas do balanço que refletem uma situação estática de posição de liquidez ou o relacionamento entre fontes diferenciadas de capital”.

Segundo Marion⁶¹, os índices de liquidez “são utilizados para avaliar a capacidade de pagamento da empresa, isto é, constituem uma apreciação sobre se a empresa tem capacidade para saldar seus compromissos. Esta capacidade de pagamento pode ser avaliada num longo prazo, num curto prazo ou em prazo imediato”.

⁵⁹ MARTINS, Eliseu e ASSAF NETO, Alexandre. Op. cit. p. 245.

⁶⁰ IUDÍCIBUS, Sérgio de. 1994. Op. cit. p.101.

Todos os índices de liquidez relacionam algum valor do ativo com algum valor do passivo. Os índices que medem as relações de prazo curto, imediato ou longo são os de liquidez corrente, seca e geral e as respectivas fórmulas de cálculo são apresentadas no Quadro 2.1.

Quadro 2.1 – Fórmulas de cálculo de índices de liquidez

ÍNDICE	FÓRMULA	O QUE INDICA
Liquidez corrente	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	Quantidade de reais realizáveis a curto prazo disponíveis para pagar cada real devido a curto prazo
Liquidez seca	$\frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques}}{\text{Passivo Circulante}}$	Idem, excluídos os estoques (que ainda dependem de venda para converterem-se em dígitos realizáveis).
Liquidez geral	$\frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível Longo Prazo}}$	Idem, considerando valores realizáveis e devidos a curto e a longo prazo.

Fonte: Adaptado de MARION, José Carlos. *Contabilidade empresarial*. 5.ed. São Paulo: Atlas, 1993. p.472-479.

Silva⁶² afirma que os três índices se completam entre si e permitem certo aprofundamento no exame de risco da empresa. Mas adverte que “são parâmetros cuja observação é necessária, mas não suficiente para conclusão acerca da robustez financeira da empresa”.

Por sua vez, Martins e Assaf Neto⁶³ advertem que os indicadores de liquidez revelam uma posição estática, resultante da apuração de uma posição financeira em dado momento, sem considerar a época de entrada e saída dos valores.

Ao comentar o índice de liquidez corrente, Silva⁶⁴ critica a postura dos que acreditam que um índice superior a 1,00 ou 1,50 é indicador de boa saúde financeira. Opina que o índice de liquidez corrente pode ser usado “como instrumento comparativo entre empresas do mesmo porte, da mesma atividade e da mesma região geográfica, porém como me-

⁶¹ MARION, José Carlos. *Contabilidade empresarial*. 5.ed. São Paulo: Atlas, 1993. p. 472

⁶² SILVA, José Pereira da. *Op. cit.* p. 229.

⁶³ MARTINS, Eliseu e ASSAF NETO, Alexandre. *Op. cit.* p. 245-246.

dida isolada, não se pode afirmar que a liquidez corrente é boa ou ruim, acima ou abaixo de 1 ou 1,5; tudo dependerá do tipo de atividade da empresa, especialmente de seu ciclo financeiro”.

Também Braga⁶⁵ ressalta que “o índice de liquidez corrente é o mais conhecido e utilizado (...) mas certamente corresponde àquele que é interpretado de forma mais errônea”. Acrescenta que “dizer que uma empresa possui ótima liquidez a curto prazo porque seu Ativo Circulante representa o dobro do Passivo Circulante, implica ignorar uma série de informações relevantes”.

No que diz respeito ao índice de liquidez seca, há alguma divergência quanto ao valor do numerador. Normalmente, apenas se deduz o valor de estoques do valor total do ativo circulante. No entanto, Marion⁶⁶, ao enunciar esse índice, parte da seguinte pergunta: “Se a empresa sofresse uma total paralisação das suas vendas, ou se o seu estoque fosse obsoleto, quais seriam as chances de pagar as suas dívidas com Disponível e Duplicatas a Receber?” Neste sentido, a orientação de Franco⁶⁷ é a de utilizar como numerador a soma de disponibilidades e créditos de curto prazo.

Outros autores, como Martins e Assaf Neto⁶⁸, Braga⁶⁹ e Assaf Neto e Silva⁷⁰, utilizam uma metodologia também diferente. Para comporem o numerador, partem do valor total do ativo circulante e dele deduzem o valor dos estoques e, também, das despesas antecipadas.

⁶⁴ SILVA, José Pereira da. Op. cit. p. 226.

⁶⁵ BRAGA, Roberto. Op. cit. p. 156.

⁶⁶ MARION, José Carlos. Op. cit. p. 477.

⁶⁷ FRANCO, Hilário. Op. cit. p. 148.

⁶⁸ MARTINS, Eliseu e ASSAF NETO, Alexandre. Op. cit. p. 247.

⁶⁹ BRAGA, Roberto. Op. cit. p. 154.

No que concerne ao índice de liquidez geral, não se observam divergências quanto à fórmula. Iudícibus⁷¹ afirma que “este quociente serve para detectar a saúde financeira de longo prazo do empreendimento”. Porém, salienta que “mais uma vez, o problema dos prazos empobrece o sentido e a utilidade do quociente”. Na mesma linha de pensamento, Marion⁷² explica que “as divergências em datas de recebimento e de pagamento tendem a acentuar-se, quando analisamos períodos longos (...); isto, sem dúvida, empobrece o indicador”.

Ao comentar o índice de liquidez geral, Silva⁷³ alerta para a necessidade do exame de uma série de fatores adicionais. Afirma que, “em princípio, os passivos são inquestionáveis quanto a sua exigibilidade, enquanto a realização dos ativos precisa ser bem avaliada”. Pode haver ausência ou constituição de provisões a menor. Os contratos de *leasing* não são registrados. Também pode haver problemas nos valores de duplicatas a receber (falta ou provisão a menor para devedores duvidosos).

Santi Filho e Olinquevitch⁷⁴ propõem um termômetro da situação financeira. Trata-se de um índice de liquidez resultante da divisão do valor de Tesouraria (T) pelo valor da NLCDG-Necessidade Líquida de Capital de Giro.⁷⁵ Afirmam que esta relação “é o verdadeiro termômetro da situação de liquidez da empresa. Com a T-Tesouraria negativa e o crescimento da referida relação teremos, certamente, uma situação financeira caminhando para o desequilíbrio econômico-financeiro”.

⁷⁰ ASSAF NETO, Alexandre e SILVA, César Augusto Tibúrcio. *Administração do capital de giro*. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1997. p. 31.

⁷¹ IUDÍCIBUS, Sérgio de. Op. cit. p. 104.

⁷² MARION, José Carlos. Op. cit. p. 478.

⁷³ SILVA, José Pereira da. Op. cit. p. 223-224.

⁷⁴ SANTI FILHO, Armando de e OLINQUEVITCH, José Leônidas. Op. cit. p. 42.

⁷⁵ A apuração das variáveis T e NLCDG é vista no item 2... No mesmo item, esta afirmativa categórica é amenizada.

Observa-se que, apesar de sua simplicidade, a conceituação e a forma de apuração de índices de liquidez não é tão pacífica, especialmente em relação à liquidez seca. A respeito da proposição de Santi Filho e Olinquevitch, cabe acrescentar que foram tentados testes de correlação envolvendo esta variável. A dificuldade encontrada foi que, por serem valores derivados de diferenças entre outros valores circulantes, há valores negativos que podem aparecer tanto no denominador quanto no numerador. Também a grandeza dos índices gerados pode assumir proporções totalmente díspares. Isto resulta em índices negativos ou com expressão numérica enorme, tornando a análise complexa ou até inviável.

2.9. Prazos médios de giro

Silva⁷⁶ lembra que o Balanço de uma empresa apresenta a situação patrimonial em determinado momento, como se fosse uma fotografia estática. Com o cálculo de índices de rotação, é possível mostrar a mobilidade e o dinamismo da empresa. Com isso, tais índices assumem elevada importância para o analista.

Por sua vez, Iudícibus⁷⁷ diz que a análise de giro (ou rotatividade) representa “a velocidade com que elementos patrimoniais de relevo se renovam durante determinado período de tempo”. Destaca, também, que “a importância de tais quocientes consiste em expressar relacionamentos dinâmicos (...) que acabam, direta ou indiretamente, influenciando bastante na posição de liquidez e rentabilidade”.

Matarazzo⁷⁸ diz que “neste grupo é estudado quantos dias se demora, em média, para vender os estoques, receber as vendas e pagar as compras” e que “a análise dos pra-

⁷⁶ SILVA, José Pereira da. Op. cit. p. 229

⁷⁷ IUDÍCIBUS, Sérgio de. Op. cit. p. 107.

⁷⁸ MATARAZZO, Dante C. Op. cit. p. 324.

zos médios só é útil quando os três prazos são analisados conjuntamente”. Os três prazos de giro referidos são o de renovação de estoques, recebimento das vendas e pagamento das compras. Estes relacionam um valor patrimonial com o respectivo valor da demonstração de resultado que lhe deu origem. As fórmulas e o que indicam são apresentadas no Quadro 2.2.

Quadro 2.2 - Fórmulas de cálculo de prazos médios

ÍNDICE	FÓRMULA	O QUE INDICA
PMRE - Prazo Médio de Renovação de Estoques	$\frac{\text{Estoques}}{\text{Custo Mercadoria Vendida}} \times 360$	Quantidade de dias de giro do estoque
PMRV - Prazo Médio de Recebimento das Vendas	$\frac{\text{Duplicatas a Receber}}{\text{Vendas}} \times 360$	Quantidade de dias para receber os valores relativos às vendas.
PMPC - Prazo Médio de Pagamento das Compras	$\frac{\text{Fornecedores}}{\text{Compras}} \times 360$	Quantidade de dias de prazo obtido para pagamento das compras
Observação: O multiplicador 360 é utilizado para dados anuais; quando se utiliza dados de períodos menores, o multiplicador é modificado para a quantidade de dias do período.		

Fonte: Adaptado de MATARAZZO, Dante C. *Análise financeira de balanços*. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1995. p. 317-324.

Marion⁷⁹ diz que, “para fins de análise, quanto maior for a velocidade de recebimento de vendas e de renovação de estoques, melhor. Por outro lado, quanto mais lento for o pagamento das compras, desde que não corresponda a atrasos, melhor”.

Matarazzo⁸⁰ complementa estes indicadores com um sistema de Prazos Médios Equivalentes, que é útil para compreender as necessidades de capital de giro. Utiliza o valor das vendas como denominador único. O prazo médio de recebimento das vendas já está expresso em dias de vendas. O prazo médio de renovação de estoques, que está expresso em dias de CMV (Custo da Mercadoria Vendida), precisa ser multiplicado pelo percentual de CMV em relação à venda bruta. Já o prazo médio de pagamento das compras, que está expresso a preço de aquisição, precisa ser multiplicado pelo percentual de compras em relação à

⁷⁹ MARION, José Carlos. Op. cit. p. 483.

⁸⁰ MATARAZZO, Dante C. Op. cit. p. 352.

venda bruta. Para se efetuar o cálculo direto, basta utilizar o valor das vendas brutas como denominador em todas as fórmulas do Quadro 2.2.

No tocante ao cálculo de prazos médios, uma discussão que existe é quanto ao numerador a ser utilizado na equação.

Autores como Silva⁸¹ e Marion⁸² utilizam o valor médio da conta patrimonial. Por exemplo, estoques no início e no fim do período dividido por dois. Iudícibus⁸³ e Franco⁸⁴ recomendam o cálculo com a maior quantidade possível de períodos intermediários, apurando-se uma média mais acurada, que corrige as flutuações e sazonalidades. Em outro momento, Iudícibus e Marion⁸⁵ assumem uma posição conciliatória ao recomendarem o cálculo “pela média aritmética de estoque inicial e final ou pelo estoque médio dos 12 balancetes mensais”.

Uma posição totalmente diferente é defendida por Matarazzo⁸⁶. Recomenda a utilização do saldo da conta no final do exercício, o que permite “conhecer os prazos de recebimentos, renovação de estoques e pagamentos nas datas dos balanços”. Argumenta que o importante é conhecer a política de prazos da empresa na data em que se está fazendo uma apuração de dados e não há grande interesse numa média do passado. Além disso, para apurar ciclo financeiro e necessidades de capital de giro, é necessário trabalhar com saldos finais de balanço.

⁸¹ SILVA, José Pereira da. Op. cit. p. 232.

⁸² MARION, José Carlos. Op. cit. p. 486.

⁸³ IUDÍCIBUS, Sérgio de. Op. cit. p. 108-110.

⁸⁴ FRANCO, Hilário. Op. cit. p. 185-186.

⁸⁵ IUDÍCIBUS, Sérgio de e MARION, José Carlos. **Manual de contabilidade para não contadores**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1990. p.119.

⁸⁶ MATARAZZO, Dante C. Op. cit. p. 330-331.

Matarazzo⁸⁷ ainda propõe o cálculo de prazos médios através do método da exaustão. Em síntese, toma-se o saldo de determinada conta patrimonial (estoques, por exemplo) e vai sendo deduzido o valor da sua contrapartida nos últimos meses (custo da mercadoria vendida, no caso) até se esgotar o saldo de estoque. Embora espelhe com mais fidelidade a política de prazos no final do período, esta forma torna-se viável apenas ao analista que tem acesso aos dados internos.

Uma última dificuldade para o cálculo desses prazos está relacionada com o prazo médio de pagamento das compras, uma vez que o valor das compras não consta das demonstrações contábeis. A este propósito, para o caso de empresas comerciais, Silva⁸⁸ propõe uma equação que parte da fórmula tradicional de apuração do CMV (custo da mercadoria vendida): $CMV = EI + C - EF$ (estoque inicial + compras - estoque final). Disto deriva a fórmula $C = CMV + EF - EI$. Para o caso de empresas industriais, recomenda simulações de percentuais por segmento de atuação das empresas.

Observa-se que, através dos prazos médios, é possível compreender a dinâmica operacional de uma empresa. Como cada segmento de mercado tende a ter padrões relativamente similares por imposição do próprio mercado, torna-se relativamente fácil, através de estudos comparativos, analisar a gestão de uma empresa quanto aos movimentos que imprime aos negócios. Os prazos médios permitem, ainda, avaliar necessidades de capital de giro e, especialmente, são instrumentos úteis para a montagem de estratégias objetivas de ajustes na estrutura de capitais.

⁸⁷ MATARAZZO, Dante C. Op. cit. p. 333-335.

⁸⁸ SILVA, José Pereira da. Op. cit. p. 234-235.

2.10. Ciclo operacional e ciclo financeiro

A partir do cálculo de prazos médios, é possível conhecer a dinâmica operacional e financeira da empresa. Há alguma divergência entre os autores quanto aos termos empregados, mas todos utilizam os três prazos médios básicos (renovação de estoques, recebimento das vendas e pagamento das compras) para estabelecer: a) o tempo que a empresa demora desde o recebimento da mercadoria ou matéria prima até sua venda e o respectivo recebimento do valor; b) o tempo deste ciclo que é coberto com recursos dos fornecedores.

Braga⁸⁹ define como ciclo operacional a soma dos prazos médios de renovação de estoques e de recebimento das vendas ($PMRE + PMRV$). Diminuindo o prazo médio de pagamento das compras ($PMRE + PMRV - PMPC$), chega ao que denomina como ciclo financeiro. Destaca a importância de reduzir o ciclo financeiro, pois a cobertura deste ciclo exige recursos que implicarão em custos: se originados de empréstimos e financiamentos, provocam despesas financeiras; se constituídos por recursos próprios ou fontes não onerosas, deve ser considerado o custo de oportunidade.

Silva⁹⁰ não define um termo para a soma do $PMRE$ com o $PMRV$. No entanto, também adota a denominação de ciclo financeiro para o resultado da equação $PMRE + PMRV - PMPC$.

Matarazzo⁹¹ adota o termo ciclo operacional para a soma do $PMRE$ com o $PMRV$. Para o tempo que a empresa precisa cobrir com recursos próprios ($PMRE + PMRV - PMPC$) adota a denominação Ciclo de Caixa.

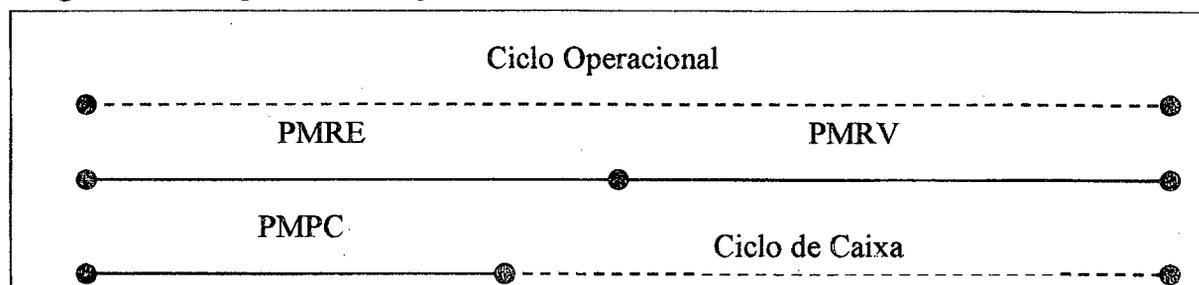
⁸⁹ BRAGA, Roberto. Op. cit. p. 127-128.

⁹⁰ SILVA, José Pereira da. Op. cit. p. 237.

⁹¹ MATARAZZO, Dante C. Op. cit. p. 325 e 349-351.

Utilizando-se a terminologia de Matarazzo, faz-se uma representação gráfica do relacionamento entre prazos médios e ciclos, conforme mostra a Figura 2.1.

Figura 2.1 – Representação gráfica do Ciclo de Caixa



Os prazos médios especificados, de acordo com Matarazzo⁹², devem ser convertidos para seus equivalentes em dias de vendas. Esta conversão visa chegar às necessidades de capital de giro e fechá-las com os valores constantes nas demonstrações contábeis.

Santi Filho e Olinquevitch⁹³ calculam o ciclo financeiro e o decompõem em prazos médios de cada uma das contas, utilizando o valor das vendas brutas como denominador em todos os cálculos. Desta forma, ampliam um pouco o conceito de ciclo financeiro. Junto ao cálculo que envolve os três prazos médios tradicionais, somam o prazo médio de despesas antecipadas e diminuem os prazos médios de obrigações fiscais e obrigações tributárias. Com isto, incluem todas as contas patrimoniais de natureza operacional.

Marion⁹⁴ não propõe um cálculo de ciclo operacional e/ou financeiro. Porém, partindo dos prazos médios, propõe um índice de posicionamento de atividade. Para calculá-lo, soma os prazos médios de renovação de estoque e de recebimento de vendas e divide pelo prazo médio de pagamento das compras. Um índice igual a 1,00 significa que os fornecedores

⁹² MATARAZZO, Dante C. Op. cit. p. 352.

⁹³ SANTI FILHO, Armando de e OLINQUEVITCH, José Leônidas. Op. cit. p. 28-29.

⁹⁴ MARION, José Carlos. Op. cit. p. 486.

estão financiando os estoques e o financiamento aos clientes. Acima de 1,00, o índice revela que a empresa necessita aplicar recursos próprios para manter o giro de seus negócios.

A análise do ciclo operacional e financeiro, ou de caixa, pode ser considerada como a aplicação prática dos prazos médios de giro. As metodologias de cálculo e a amplitude dos valores incluídos varia conforme os autores. Em todos, porém, está presente a preocupação em entender os tempos em que a empresa realiza as suas operações e qual o tempo que precisa ser mantido com recursos próprios.

2.11. Análise de valores circulantes

A análise de valores circulantes normalmente busca conhecer as necessidades de capital de giro da empresa e verificar como se comporta a estrutura de valores circulantes.

Um dos cálculos mais básicos envolvendo os valores circulantes é a apuração do capital circulante líquido (CCL). Silva⁹⁵ demonstra a possibilidade de apurar o CCL por duas formas. A forma habitual é pela simples diferença entre ativo circulante e passivo circulante ($CCL = AC - PC$). A outra é apurá-lo através da diferença entre valores permanentes ou de longo prazo. Ao invés de capital circulante líquido, se teria, então, o capital permanente líquido (CPL), ou seja, o capital que a empresa destina de forma permanente para manter o giro de suas operações. A equação do CPL é a seguinte:

$$CPL = (PL + REF + ELP) - (AP + RLP)$$

Onde:

CPL = Capital Permanente Líquido

PL = Patrimônio Líquido

⁹⁵ SILVA, José Pereira da. Op. cit. p. 321.

0.343.160-7

REF = Resultado de Exercícios Futuros

ELP = Exigível a Longo Prazo

AP = Ativo Permanente

RLP = Realizável a Longo Prazo.

Assaf Neto e Silva⁹⁶ afirmam que “o entendimento mais correto do capital circulante líquido processa-se *de baixo para cima*, ou seja, através da parcela de recursos de longo prazo que excede as aplicações de mesma maturidade”.

Braga⁹⁷ explica que “o descompasso entre os fluxos de pagamentos e de recebimentos deverá ser coberto pelo capital circulante líquido, também conhecido por capital de giro líquido”. No entanto, esse descompasso não significa necessidade de um valor expressivo de CCL. Silva⁹⁸ cita que é freqüente encontrar empresas com CCL negativo e que mantêm boa liquidez⁹⁹, enquanto outras têm CCL positivo e enfrentam dificuldades financeiras. Isto leva à necessidade de uma análise mais cuidadosa dos valores circulantes.

Para aprofundar a análise dos valores circulantes, encontram-se na literatura várias propostas de subdivisão dos valores. Em síntese, é proposto separar o que são valores ligados diretamente às operações e valores ligados ao financiamento e às disponibilidades.

Santi Filho e Olinquevitch¹⁰⁰ apresentam um modelo que prioriza a exibição das contas de aplicações e fontes de capital de giro, conforme se observa no Quadro 2.3.

⁹⁶ ASSAF NETO, Alexandre e SILVA, César Augusto Tibúrcio. Op. cit. p. 16.

⁹⁷ BRAGA, Roberto. Op. cit. p. 84.

⁹⁸ SILVA, José Pereira da. Op. cit. p. 321.

⁹⁹ O termo “boa liquidez”, no caso, é usado pelo autor como sinônimo de pontualidade no pagamento dos compromissos.

¹⁰⁰ SANTI FILHO, Armando de e OLINQUEVITCH, José Leônidas. Op. cit. p.23.

Quadro 2.3: Modelo de reclassificação do circulante proposto por Santi Filho e Olinquevitch

ATIVO CIRCULANTE	PASSIVO CIRCULANTE
APLICAÇÕES DE CAPITAL DE GIRO Duplicatas a Receber Estoques Despesas Antecipadas	FONTES DE CAPITAL DE GIRO Fornecedores Obrigações Fiscais Obrigações Trabalhistas
OUTRAS CONTAS DO AC Disponibilidades Aplicações Financeiras Outras	OUTRAS CONTAS DO PC Duplicatas Descontadas Instituições Financeiras Outras

Fonte: SANTI FILHO, Armando de e OLINQUEVITCH, José Leônidas. *Análise de balanço para controle gerencial*. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1993. p. 23.

Silva¹⁰¹ propõe um modelo que faz uma divisão entre valores financeiros e cíclicos, conforme se observa no Quadro 2.4.

Quadro 2.4: Modelo de reclassificação do circulante proposto por Silva

ATIVO CIRCULANTE	PASSIVO CIRCULANTE
ATIVO CIRCULANTE FINANCEIRO (ACF) Caixa e Bancos Aplicações de Liquidez Imediata Aplicações de Liquidez não imediata	PASSIVO CIRCULANTE FINANCEIRO (PCF) Instituições de Crédito Duplicatas/títulos descontados Dividendos a pagar Imposto de Renda a Recolher
ATIVO CIRCULANTE CÍCLICO (ACC) Contas a Receber de clientes Estoques Adiantamento a fornecedores Outros valores a receber	PASSIVO CIRCULANTE CÍCLICO (PCC) Fornecedores Salários e encargos sociais Impostos e taxas

Fonte: SILVA, José Pereira da. *Análise financeira das empresas*. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1996. p. 335.

Assaf Neto e Silva¹⁰² apresentam um modelo similar ao de Silva, com pequenas variações no agrupamento de contas, conforme se observa no Quadro 2.5.

¹⁰¹ SILVA, José Pereira da. Op. cit. p. 335.

¹⁰² ASSAF NETO, Alexandre e SILVA, César Augusto Tibúrcio. Op. cit. p. 61.

Quadro 2.5 – Modelo de reclassificação do circulante proposto por Assaf Neto e Silva

ATIVO CIRCULANTE	PASSIVO CIRCULANTE
ATIVO CIRCULANTE FINANCEIRO Disponível Aplicações financeiras	PASSIVO CIRCULANTE FINANCEIRO Empréstimos bancários Duplicatas descontadas
ATIVO CIRCULANTE OPERACIONAL Duplicatas a receber (-) Prov. p/devedores duvidosos Adiantamentos a fornecedores Estoques Despesas antecipadas Outros valores circulantes	PASSIVO CIRCULANTE OPERACIONAL Fornecedores Encargos sociais e fiscais Adiantamentos de clientes Dividendos propostos Outros valores circulantes

Fonte: ASSAF NETO, Alexandre e SILVA, César Augusto Tibúrcio. *Administração do capital de giro*. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1997. p. 61.

Marques e Braga¹⁰³ também trabalham um modelo similar aos anteriores, com pequenas diferenças de classificação e nomenclatura. Denominam a classificação de modelo Fleuriet (em homenagem ao criador do método, Michel Fleuriet). Não chegam a desenhar um modelo, mas especificam e exemplificam a divisão do ativo circulante em ativo circulante financeiro e ativo circulante cíclico e o passivo circulante em passivo circulante oneroso e passivo circulante cíclico.

Observa-se a preocupação em dar um ordenamento de contas que facilite a análise, destacando o que são valores operacionais e o que são valores financeiros. Contrariando isto, o espírito da Lei 6.404/76 é o de ordenar as contas segundo seu grau de disponibilidade (no ativo) ou de exigibilidade (no passivo). Verifica-se, desta forma, um descompasso entre a lógica da lei e a necessidade prática dos analistas.

¹⁰³ MARQUES, José Augusto Veiga da Costa e BRAGA, Roberto. *Análise dinâmica do capital de giro: o modelo Fleuriet*. Revista de Administração de Empresas. São Paulo, v. 35, n.3, p.49-63. Ed. Fundação Getúlio Vargas. Mai./Jun.1995

2.12. Necessidade de capital de giro

A literatura oferece dois métodos distintos para se conhecer as necessidades de capital de giro de uma empresa: a) a partir da reclassificação das contas circulantes; b) a partir do ciclo operacional e financeiro.

Santi Filho e Olinquevitch¹⁰⁴ calculam a Necessidade Líquida de Capital de Giro (NLCDG) através da diferença entre aplicações e fontes de capital de giro. A fórmula é a seguinte:

(+) Aplicações de capital de giro (-) Fontes de capital de giro (=) NLCDG - Necessidade Líquida de Capital de Giro.

Silva¹⁰⁵ calcula o Investimento Operacional em Giro (IOG) através da diferença entre o ativo circulante cíclico e o passivo circulante cíclico. A fórmula é a que segue:

(+) Ativo circulante cíclico (-) Passivo circulante cíclico (=) IOG – Investimento Operacional em Giro.

Marques e Braga¹⁰⁶ adotam a mesma nomenclatura e fórmula utilizada por Silva.

Assaf Neto e Silva¹⁰⁷ calculam a NIG – Necessidade de Investimento em Giro apurando a diferença entre o ativo circulante operacional e o passivo circulante operacional. A fórmula é a que segue:

¹⁰⁴ SANTI FILHO, Armando de e OLINQUEVITCH, José Leônidas. Op. cit. p.23

¹⁰⁵ SILVA, José Pereira da. Op. cit. p. 374.

¹⁰⁶ MARQUES, José Augusto Veiga da Costa e BRAGA, Roberto. Op. cit. p. 55.

¹⁰⁷ ASSAF NETO, Alexandre e SILVA, César Augusto Tibúrcio. Op. cit. p. 60-61.

(+) Ativo circulante Operacional
 (-) Passivo Circulante Operacional
 (=) NIG - Necessidade de Investimento em Giro.

A apuração das necessidades de capital de giro através dos ciclos operacional e financeiro (ou de caixa) é apresentada em detalhes por Matarazzo¹⁰⁸. Para isto, parte do Ciclo de Caixa equivalente em dias de vendas e multiplica-o pelo valor das vendas diárias (vendas anuais/360). Além disso, acrescenta um valor de ajuste, conforme fórmula abaixo:

$$\text{NCG} = \text{CCeq} \times \text{Vd} \pm \text{A}$$

Onde:

NCG = Necessidade de Capital de Giro

CCeq = Ciclo de Caixa Equivalente

Vd = Vendas Diárias

A = Ajuste

O valor de ajuste corresponde a outros ativos circulantes menos outros passivos circulantes não envolvidos no cálculo dos prazos médios que compuseram a apuração do ciclo de caixa.

Em termos práticos, a fórmula de Matarazzo, com o valor de ajustes e considerando que utiliza valores patrimoniais de final de exercício, chega ao valor do capital circulante líquido da empresa. Um exame mais detalhado revela, ainda, que a mesma fórmula, sem o valor de ajustes, resultará num valor igual ou muito próximo aos valores de IOG, NLCDG ou NIG apresentados anteriormente.

¹⁰⁸ MATARAZZO, Dante C. Op. cit. p.343-356.

Os autores que não utilizam prazos médios e ciclos operacional e financeiro para calcular as necessidades de capital de giro não descartam a relação existente entre estes indicadores. Por exemplo, Marques e Braga¹⁰⁹ mostram a relação do IOG (Investimento operacional em giro) com o ciclo financeiro, dividindo o valor de IOG pelas vendas líquidas e multiplicando-o por 360.

Cálculo similar também é feito por Santi Filho e Olinquevitch.¹¹⁰ Para apurar o ciclo financeiro, dividem a NLCDG (Necessidade Líquida de Capital de Giro) pelas vendas brutas e multiplicam por 360. A diferença em relação a Marques e Braga é que utilizam como denominador as vendas brutas.

Na mesma linha de pensamento, Assaf Neto e Silva¹¹¹ afirmam que “alterações que venham a produzir-se nas fases operacionais também modificam o volume de capital necessário ao giro” e que “o investimento em giro depende também do volume de negócios da empresa”.

Observa-se que, mesmo partindo de métodos diferentes, há uma certa convergência que busca unir prazos médios e necessidade de capital de giro. A existência de duas formas diferentes para dar início ao cálculo permite ao analista estudar a questão sob o ângulo que mais convém a cada caso específico de análise. O cálculo a partir da reclassificação dos valores circulantes agiliza a apuração do valor que a empresa necessita para manter suas atividades operacionais. Já o método que adota os prazos médios como ponto de partida oferece de imediato as variáveis que o gestor pode manipular para ajustar suas operações ao capital disponível.

¹⁰⁹ MARQUES, José Augusto Veiga da Costa e BRAGA, Roberto. Op. cit. p. 58.

¹¹⁰ SANTI FILHO, Armando de e OLINQUEVITCH, José Leônidas. Op. cit. p. 28.

2.13. Apuração do valor da tesouraria

Também é a partir da reclassificação das contas circulantes que é feita a apuração do valor de Tesouraria. Em síntese, é a diferença entre os valores do ativo circulante financeiro e do passivo circulante financeiro. A fórmula é a que segue:

(+) Ativo Circulante Financeiro (-) Passivo Circulante Financeiro (=) T - Tesouraria
--

Alguns autores fazem pequenas mudanças de nomenclatura dos termos da equação, mas não alteram a estrutura do cálculo. O termo resultante é denominado de Tesouraria pela maioria dos autores. Cita-se como exceção Assaf Neto e Silva,¹¹² que o denominam de Saldo de Disponível (SD).

Silva¹¹³ apresenta uma forma alternativa de se chegar ao mesmo valor de Tesouraria. Basta diminuir o valor do Investimento Operacional em Giro do valor do Capital Permanente Líquido ($T = CPL - IOG$). Assaf Neto e Silva¹¹⁴ ainda apresentam a possibilidade de calcular o Saldo de Disponível através da diferença entre o Capital de Giro Líquido (ou Capital Circulante Líquido) e a Necessidade de Capital de Giro.

Marques e Braga,¹¹⁵ baseados no modelo Fleuriet para avaliação da liquidez e estrutura de financiamento, após o trabalho de reclassificação de contas, propõem um modelo simples de visualizar os dados circulantes, através de equações de adição e subtração de valores entre os componentes do ativo circulante e passivo circulante, conforme conjunto de fórmulas a seguir:

¹¹¹ ASSAF NETO, Alexandre e SILVA, César Augusto Tibúrcio. Op. cit. p. 56.

¹¹² ASSAF NETO, Alexandre e SILVA, César Augusto Tibúrcio. Op. cit. p. 58.

¹¹³ SILVA, José Pereira da. Op. cit. p. 342.

¹¹⁴ ASSAF NETO, Alexandre e SILVA, César Augusto Tibúrcio. Op. cit. p. 58.

$AC = ACC + ACF$ $(-) PC = PCC + PCO$ <hr style="width: 50%; margin: 0 auto;"/> $CCL = IOG + T$

Outros autores propõem modelos similares para visualizar as relações entre os valores circulantes, tais como Silva¹¹⁶ e Assaf Neto e Silva.¹¹⁷

Santi Filho e Olinquevitch afirmam que “a variável Tesouraria, sem dúvida, é aquela que melhor expressa a situação financeira de curto prazo das empresas. O seu saldo sendo positivo, indica uma situação financeira folgada; se o saldo for negativo, indica a utilização de recursos de terceiros para financiar as atividades operacionais da empresa”.¹¹⁸ Apesar de defenderem a necessidade de um valor de tesouraria positivo, alertam que “é grande o número de empresas que apresentam a Tesouraria negativa como forma de financiamento. Na verdade, a existência de saldos negativos nesta variável não implica, necessariamente, situação financeira apertada”.

Por sua vez, Marques e Braga¹¹⁹ adotam uma posição mais ponderada e apresentam um quadro (Quadro 2.6) que especifica uma espécie de pré-julgamento acerca da situação financeira, de acordo com a estrutura das contas circulantes. Partem da idéia de que é necessário ver qual a estrutura de capitais adequada para a empresa, especialmente a necessidade de investimento operacional em giro, cujo valor pode ser positivo ou negativo.

¹¹⁵ MARQUES, José Augusto Veiga da Costa e BRAGA, Roberto. Op. cit. p. 55.

¹¹⁶ SILVA, José Pereira da. Op. cit. p. 343.

¹¹⁷ ASSAF NETO, Alexandre e SILVA, César Augusto Tibúrcio. Op. cit. p. 61.

¹¹⁸ SANTI FILHO, Armando de e OLINQUEVITCH, José Leônidas. Op. cit. p. 25.

Quadro 2.6 – Tipos de estrutura e situação financeira

Tipo/Item	CCL	IOG	T	Situação
I	+	-	+	Excelente
II	+	+	+	Sólida
III	+	+	-	Insatisfatória
IV	-	+	-	Péssima
V	-	-	-	Muito ruim
VI	--	-	+	Alto risco

Notas: Indicativo de valor positivo (+) ou negativo (-). Montantes nulos são considerados apenas teóricos.

Fonte: MARQUES, José Augusto Veiga da Costa e BRAGA, Roberto. Análise dinâmica do capital de giro: o modelo Fleuriet. *Revista de Administração de Empresas*. São Paulo, v. 35, n. 3, p. 56.

Marques e Braga¹²⁰ concluem que este instrumento de análise, além de identificar o tipo de estrutura financeira utilizada, auxilia na avaliação da liquidez e solvência, e, às vezes, fornece “indicativos antecipados de deterioração ou recuperação financeira da empresa”.

A apuração do valor da tesouraria, feita a partir da reclassificação de contas circulantes, revela-se um instrumento útil para o gestor pois fornece um indicador bastante objetivo sobre sua posição financeira. Tendo-se presentes os relacionamentos entre os diferentes valores circulantes e conhecendo sua expressão monetária, é possível traçar planos de ação mais adequados à situação e às necessidades da empresa.

¹¹⁹ MARQUES, José Augusto Veiga da Costa e BRAGA, Roberto. Op. cit. p. 56.

¹²⁰ MARQUES, José Augusto Veiga da Costa e BRAGA, Roberto. Op. cit. p. 63.

3. METODOLOGIA

Este capítulo especifica o problema e as perguntas de pesquisa, define as variáveis e lhes dá a devida operacionalidade. Na sequência, é apresentado o delineamento da pesquisa, a seleção da população e amostra e a parte relativa à obtenção, tabulação e tratamento dos dados. Por fim, apresenta as limitações da pesquisa.

3.1. Especificação do problema

As despesas financeiras são de difícil repasse aos preços. Por conseguinte, mesmo que necessárias, precisam ser minimizadas ou mantidas em níveis suportáveis pela empresa. Isto requer a compreensão da dinâmica que influencia as contas de resultado financeiro, como forma de oferecer aos gestores instrumentos de análise que auxiliem o planejamento de estruturas de capitais adequadas à situação e às necessidades da empresa.

3.1.1. Perguntas de Pesquisa

A partir dessa especificação, dentro do âmbito de empresas comerciais e industriais do Rio Grande do Sul, se tem as seguintes perguntas de pesquisa:

- *Quais as relações que existem entre os valores nominais de despesas financeiras, de receitas financeiras e de resultado financeiro com os valores nominais de receitas operacionais, bruta e líquida, e o lucro operacional?*
- *Quais as relações que existem entre os valores nominais de despesas financeiras, de receitas financeiras e de resultado financeiro com os valores nominais dos grupos de valores circulantes?*

- *Quais as relações que existem entre os valores nominais de despesas financeiras, de receitas financeiras e de resultado financeiro com os prazos médios, o ciclo operacional e o ciclo de caixa?*
- *Quais as relações que existem entre os valores nominais de despesas financeiras, de receitas financeiras e de resultado financeiro com índices de liquidez?*
- *Nas relações e variáveis estudadas, quais as que apresentam comportamento previsível que possa auxiliar na análise e no planejamento da estrutura financeira das empresas?*

3.1.2. Definição constitutiva de variáveis

Lakatos e Marconi¹²¹ afirmam que “são mínimas as diferenças, talvez mais semânticas e operacionais do que metodológicas, entre os diversos autores que conceituaram variáveis”. Explicam que “variável pode ser considerada uma classificação ou medida; uma quantidade que varia; um conceito, constructo ou conceito operacional que contém ou apresenta valores; aspecto, propriedade ou fator, discernível em um objeto de estudo e passível de mensuração”. Acrescentam, ainda, que “os valores que são adicionados ao conceito, constructo ou conceito operacional, para transformá-lo em variável, podem ser quantidades, qualidades, características, magnitudes, traços etc., que se alteram em cada caso particular e são totalmente abrangentes e mutuamente exclusivos”.

¹²¹ LAKATOS, Eva Maria e MARCONI, Marina de Andrade. *Metodologia científica*. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1995.p.159-160.

Köche¹²² considera como variáveis “aqueles aspectos, propriedades, características individuais ou fatores, mensuráveis ou potencialmente mensuráveis, através dos diferentes valores que assumem, discerníveis em um objeto de estudo, para testar a relação enunciada em uma proposição”.

Na literatura, são apresentadas diferentes classes de variáveis, sendo que as variáveis dependentes e independentes são as mais comuns. Para Cervo e Bervian¹²³, variável independente (X) “é o fator, causa ou antecedente que determina a ocorrência de outro fenômeno, efeito ou conseqüente”; e variável dependente (Y) “é o fator, propriedade, efeito ou resultado decorrente da ação da variável independente”.

No caso do presente estudo, as despesas financeiras, as receitas financeiras e o resultado financeiro são as variáveis dependentes e os demais indicadores econômicos e financeiros são as variáveis independentes.

Kerlinger¹²⁴ afirma que “uma definição constitutiva define palavras com outras palavras (...) são definições de dicionário e, naturalmente, são usadas por todo o mundo, inclusive pelos cientistas”.

Assim, a definição constitutiva das variáveis do estudo são as seguintes:

- *Receita financeira*

“Representam os ganhos de capitais aplicados em investimentos temporários, bem como outros ganhos de natureza financeira”.¹²⁵

¹²² KÖCHE, José Carlos. **Fundamentos de metodologia científica: teoria da ciência e prática da pesquisa**. 14.ed. Petrópolis, RJ: Vozes, 1997. p.112.

¹²³ CERVO, Amado Luiz e BERVIAN, Pedro Alcino. **Metodologia científica**. 3.ed. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1983. p.60.

¹²⁴ KERLINGER, Fred N. **Metodologia da pesquisa em ciências sociais**. São Paulo: EPU, 1980. p. 46

- *Despesa financeira*

“São as remunerações de capitais de terceiros, tais como: juros pagos ou incorridos, comissões bancárias, correção monetária prefixada sobre empréstimos, descontos concedidos, juros de mora pagos”.¹²⁶

- *Resultado financeiro*

É o valor da diferença entre receita e despesa financeira, de acordo com Lei 6.404/76, em seu artigo 187, III.

- *Receita Operacional bruta*

“Representa o ingresso bruto de recursos externos provenientes das operações normais de venda a prazo ou à vista, no mercado nacional e exterior, de produtos, mercadorias ou serviços”.¹²⁷

- *Receita Operacional Líquida*

“É efetivamente a parte da receita que ficará para a empresa cobrir seus custos e despesas e para gerar lucro. Em resumo, a receita bruta, menos devoluções, abatimentos e impostos incidentes sobre vendas, gera a receita operacional líquida”.¹²⁸

- *Resultado Operacional*

“É o lucro resultante da atividade operacional da empresa”.¹²⁹

- *Resultado antes do IR*

¹²⁵ MATARAZZO, Dante C. Op. cit. p. 74.

¹²⁶ MARION, José Carlos. Op. cit. p.113

¹²⁷ MATARAZZO, Dante C. Op. cit. p.69.

¹²⁸ SILVA, José Pereira da. Op. cit. p. 135.

¹²⁹ MARION, José Carlos. Op. cit. p.111.

Resultado da equação que, do lucro operacional, deduz as despesas não operacionais, acresce as receitas não operacionais e acresce ou diminui o resultado da correção monetária.¹³⁰

- *Resultado operacional sem resultado financeiro*

É o resultado decorrente exclusivamente das operações normais da empresa, não considerando resultado financeiro e nem outras receitas e outras despesas não operacionais.

- *Ativo Circulante Financeiro*

“Compreende as disponibilidades e as aplicações financeiras de curto prazo”.¹³¹

- *Ativo Circulante Cíclico*

“Decorrente das atividades operacionais da empresa. Duplicatas a receber e estoques tendem a ser os itens mais representativos”.¹³²

- *Passivo Circulante Financeiro*

“Compreende as fontes de recursos de curto prazo, como desconto de duplicatas e instituições financeiras”.¹³³

- *Passivo Circulante Cíclico*

“Decorrente das atividades operacionais da empresa. São exemplos: fornecedores, salários e encargos, adiantamento de clientes”.¹³⁴

- *Capital Circulante Líquido*

¹³⁰ MARION, José Carlos. Op. cit. p. 115.

¹³¹ SILVA, José Pereira da. Op. cit. p. 353.

¹³² SILVA, José Pereira da. Op. cit. p. 353.

¹³³ SILVA, José Pereira da. Op. cit. p. 353.

¹³⁴ SILVA, José Pereira da. Op. cit. p. 353.

“Diferença ente os ativos e passivos circulantes”.¹³⁵

- *Investimento Operacional em Giro*

Aplicações de recursos que estão relacionadas de forma direta com a atividade operacional da empresa.¹³⁶

- *Tesouraria (T)*

“É a diferença entre o ativo circulante financeiro e o passivo circulante financeiro”.¹³⁷

- *Prazo médio de renovação de estoques*

“Representa, na empresa comercial, o tempo médio de estocagem de mercadorias; na empresa industrial, o tempo de produção e estocagem”.¹³⁸

- *Prazo médio de recebimento das vendas*

“Expressa o tempo decorrido entre a venda e o recebimento”.¹³⁹

- *Prazo médio de pagamento das compras*

“Indica, em média, quantos dias a empresa demora para pagar suas compras”.¹⁴⁰

- *Ciclo Operacional*

É o tempo que a empresa demora para realizar um ciclo completo de operações, desde o recebimento da matéria-prima ou mercadoria até o recebimento do valor da venda.¹⁴¹

- *Ciclo de Caixa*

¹³⁵ SILVA, José Pereira da. Op. cit. p. 321.

¹³⁶ SILVA, José Pereira da. Op. cit. p. 334.

¹³⁷ SILVA, José Pereira da. Op. cit. p. 337.

¹³⁸ MATARAZZO, Dante C. Op. cit. p. 324.

¹³⁹ MATARAZZO, Dante C. Op. cit. p. 324.

¹⁴⁰ MARION, José Carlos. Op. cit. p. 486.

É o tempo que a empresa demora para realizar um ciclo completo de operações, desde o recebimento da matéria-prima ou mercadoria até o recebimento do valor da venda, deduzindo-se o prazo de pagamento das compras concedido pelos fornecedores.¹⁴²

- *Índice de liquidez corrente*

Indica “quanto a empresa possui no Ativo Circulante para cada \$ 1,00 de Passivo Circulante”.¹⁴³

- *Índice de liquidez geral*

Indica “quanto a empresa possui no Ativo Circulante e Realizável a Longo Prazo para \$ 1,00 de dívida total”.¹⁴⁴

- *Índice de liquidez seca*

Indica “quanto a empresa possui de Ativo Líquido para cada \$ 1,00 de Passivo Circulante (dívidas de curto prazo)”.¹⁴⁵

3.1.3. Definição operacional das variáveis

Para Cervo e Bervian,¹⁴⁶ “a definição operacional das variáveis indica as operações a serem realizadas e os mecanismos a serem usados para verificar a conexão existente entre a variável independente e dependente”.

¹⁴¹ MATARAZZO, Dante C. Op. cit. p. 325.

¹⁴² MATARAZZO, Dante C. Op. cit. p. 325.

¹⁴³ Op. cit. p. 173

¹⁴⁴ Op. cit. p. 170

¹⁴⁵ Op. cit. p. 179

¹⁴⁶ CERVO, Amado Luiz e BERVIAN, Pedro Alcino. Op. cit. p.

Desse modo, a definição operacional das variáveis do presente estudo é a seguinte:

- *Receita financeira*

A receita financeira consiste do valor expresso na demonstração do resultado do exercício das empresas

- *Despesa financeira*

O valor da despesa financeira é o constante na demonstração do resultado do exercício das empresas.

- *Resultado financeiro*

A determinação do resultado financeiro dá-se pelo valor constante na demonstração do resultado do exercício das empresas ou, quando não informado explicitamente, através da diferença entre receita e despesa financeira.

- *Receita operacional bruta*

O valor da receita operacional bruta é o informado na demonstração do resultado do exercício das empresas.

- *Receita operacional líquida*

A receita operacional líquida consiste do valor expresso na demonstração do resultado do exercício das empresas.

- *Resultado operacional*

O valor do resultado operacional é o que encontra-se expresso na demonstração do resultado do exercício das empresas. Caso a empresa informe separadamente o resultado financeiro, o respectivo valor é adicionado.

- *Resultado antes do IR*

O resultado antes do Imposto de Renda (IR) é o valor expresso na demonstração do resultado do exercício das empresas.

- *Resultado operacional sem resultado financeiro*

O valor do resultado operacional sem resultado financeiro consiste da apuração do resultado decorrente exclusivamente das operações mercantis da empresa. Quando a empresa separa resultado operacional do resultado financeiro, o valor consiste do valor informado na demonstração do resultado do exercício das empresas. Caso contrário, consiste em diminuir o resultado financeiro do resultado operacional publicado na demonstração do resultado do exercício das empresas.

- *Ativo circulante financeiro*

O valor do ativo circulante financeiro consiste da soma de disponibilidades, aplicações financeiras de curto prazo e outras contas relativas a ativos circulantes financeiros constantes no balanço patrimonial das empresas.

- *Ativo circulante cíclico*

O ativo circulante cíclico é o valor resultante da soma de créditos de clientes (já deduzidas eventuais provisões para devedores duvidosos), estoques e outras contas relativas a ativos circulantes de natureza operacional constantes no balanço patrimonial das empresas, inclusive as despesas antecipadas.

- *Passivo circulante financeiro*

O valor do passivo circulante financeiro consiste da soma do valor de empréstimos bancários, duplicatas descontadas e outras contas relativas a débitos financeiros de curto prazo constantes no balanço patrimonial das empresas.

- *Passivo circulante cíclico*

A determinação do valor do passivo circulante cíclico dá-se pelo somatório do valor da conta fornecedores, salários e encargos a pagar, impostos a pagar e outras contas relativas a débitos de natureza operacional constantes no balanço patrimonial das empresas.

- *Capital circulante líquido*

O valor do capital circulante líquido é apurado através da diferença entre os valores do ativo circulante e passivo circulante constantes no balanço patrimonial das empresas.

- *Investimento operacional em giro*

O investimento operacional em giro resulta da diferença entre ativo circulante cíclico e passivo circulante cíclico, apurados conforme critérios acima especificados.

- *Tesouraria*

O valor de tesouraria é determinado pela apuração da diferença entre ativo circulante financeiro e passivo circulante financeiro, apurados conforme critérios acima especificados.

- *Prazo médio de renovação de estoques (em dias de vendas)*

A quantidade de dias de prazo médio de renovação de estoques resulta da divisão do saldo da conta estoques no final do exercício, conforme expresso no balanço patrimonial das empresas, pelo valor das vendas brutas no exercício, conforme valor constante na de-

monstração do resultado do exercício das empresas, sendo o resultado multiplicado por 360.

- *Prazo médio de recebimento das vendas (em dias de vendas)*

A quantidade de dias do prazo médio de recebimento das vendas é apurada através da divisão do saldo da conta Duplicatas a Receber (ou créditos de clientes) constante no balanço patrimonial pelo valor das vendas brutas no exercício informado na demonstração do resultado do exercício, multiplicada por 360.

- *Prazo médio de pagamento das compras (em dias de vendas)*

A quantidade de dias de prazo médio de pagamento das compras é determinada pela divisão do saldo da conta fornecedores registrado no balanço patrimonial das empresas pelo valor das vendas brutas no exercício expresso na demonstração do resultado do exercício e multiplicado por 360.

- *Ciclo operacional*

O ciclo operacional, medido em quantidade de dias, é apurado através da soma do prazo médio de renovação de estoques com o prazo médio de recebimento das vendas, apurados conforme critérios acima citados.

- *Ciclo de Caixa (Financeiro)*

A quantidade de dias do ciclo de caixa é apurada a partir do cálculo do ciclo operacional, dele sendo deduzido o prazo médio de pagamento das compras em dias de vendas, ambos apurado conforme critérios acima citados.

- *Índice de liquidez corrente*

O índice de liquidez corrente resulta da divisão do valor total do ativo circulante pelo total do passivo circulante constantes no balanço patrimonial das empresas.

- *Índice de liquidez geral*

A liquidez geral tem seu índice apurado através da divisão do total de valores realizáveis a curto e longo prazo (ativo circulante mais ativo realizável a longo prazo) pelo total de exigibilidades (passivo circulante mais exigível a longo prazo), conforme valores constantes no balanço patrimonial das empresas.

- *Índice de liquidez seca*

O índice de liquidez seca é determinado pela divisão do valor do ativo circulante excluídos os estoques pelo total do passivo circulante, com base nos valores expressos no balanço patrimonial das empresas.

3.2. Delineamento da pesquisa

Marconi e Lakatos¹⁴⁷ observam que “os critérios para a classificação dos tipos de pesquisa variam de acordo com o enfoque dado pelo autor. A divisão obedece a interesses, condições, campos, metodologia, situações, objetivos, objetos de estudo, etc.”.

Gil¹⁴⁸ apresenta duas formas distintas de classificação de pesquisas: quanto aos objetivos gerais e quanto aos procedimentos técnicos utilizados.

Quanto aos objetivos, as pesquisas são classificadas em três grupos: exploratórias, descritivas e explicativas.

¹⁴⁷ MARCONI, Marina de Andrade e LAKATOS, Eva Maria. **Técnicas de pesquisa**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1996. p.19.

¹⁴⁸ GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1996.p.45-62.

As pesquisas exploratórias, segundo Gil,¹⁴⁹ “têm como objetivo proporcionar mais familiaridade com o problema, com vistas a torná-lo mais explícito ou a construir hipóteses” e que visam “o aprimoramento de idéias ou a descoberta de intuições”. Acrescenta que são pesquisas com planejamento bastante flexível, para facilitar a consideração dos mais variados aspectos relativos ao estudo. As pesquisas descritivas “têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis”.¹⁵⁰ Por último, as pesquisas explicativas “têm como preocupação central identificar os fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenômenos”.¹⁵¹

No caso do presente estudo, quanto aos objetivos gerais, a pesquisa pode ser classificada como exploratória.

Quanto aos procedimentos técnicos utilizados, Gil¹⁵² classifica as pesquisas em bibliográfica, documental, experimental, *ex-post facto*, levantamento, estudo de caso, pesquisa-ação e pesquisa participante.

A presente pesquisa classifica-se como documental. Segundo Gil,¹⁵³ é a pesquisa que “vale-se de materiais que não receberam ainda um tratamento analítico, ou que ainda podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa”. Para Marconi e Lakatos,¹⁵⁴ “a característica da pesquisa documental é que a fonte de coleta de dados está restrita a documentos, escritos ou não, constituindo o que se chama de fontes primárias”.

¹⁴⁹ GIL, Antonio Carlos. Op. cit. p. 45.

¹⁵⁰ GIL, Antonio Carlos. Op. cit. p. 46.

¹⁵¹ GIL, Antonio Carlos. Op. cit. p. 46.

¹⁵² GIL, Antonio Carlos. Op. cit. p. 48-61.

¹⁵³ GIL, Antonio Carlos. Op. cit. p. 53.

3.3. População e amostra

Marconi e Lakatos¹⁵⁵ afirmam que universo ou população “é o conjunto de seres animados ou inanimados que apresentam pelo menos uma característica em comum”. Por sua vez, amostra é definida com “uma porção ou parcela, convenientemente selecionada do universo”.

Para Richardson,¹⁵⁶ universo ou população “é o conjunto de elementos que possuem determinadas características”. Esclarece, ainda, que “as técnicas de amostragem permitem selecionar as amostras adequadas para os propósitos da investigação”.

Ao especificar os tipos de amostragem, Gil¹⁵⁷ apresenta a aleatória simples, sistemática, estratificada, por conglomerados, por etapas, por acessibilidade, por tipicidade e por cotas.

Marconi e Lakatos¹⁵⁸ criam dois grandes grupos de amostragem: probabilista e não-probabilista.

Quanto a amostra probabilista, afirmam que “sua característica primordial é poder ser submetida a tratamento estatístico, que permite compensar erros amostrais e outros aspectos relevantes para a representatividade e significância da amostra”.¹⁵⁹ Citam como tipos de amostra probabilista: aleatória simples, sistemática, aleatória de múltiplo estágio, por área, por conglomerados ou grupos, de vários degraus ou múltiplos estágios, de fases múltiplas, estratificada e amostra-tipo ou amostra-padrão.

¹⁵⁴ MARCONI, Marina de Andrade e LAKATOS, Eva Maria. Op. cit. p. 57.

¹⁵⁵ MARCONI, Marina de Andrade e LAKATOS, Eva Maria. Op. cit. p. 37.

¹⁵⁶ RICHARDSON, Roberto Jarry. *Pesquisa social: métodos e técnicas*. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1989. p. 103.

¹⁵⁷ GIL, Antonio Carlos. *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 4.ed. São Paulo: Atlas, 1994. p.93-98.

¹⁵⁸ MARCONI, Marina de Andrade e LAKATOS, Eva Maria. Op. cit. p. 37-49.

¹⁵⁹ MARCONI, Marina de Andrade e LAKATOS, Eva Maria. Op. cit. p. 38.

No que concerne à amostra não probabilista, explicam que nesta não se faz uso de fórmulas estatísticas para o cálculo, o que não permite calcular o erro amostral.¹⁶⁰ Os principais tipos apresentados são a amostra intencional, por “juris”, por tipicidade e por quotas.

No caso específico do presente estudo, foi utilizada uma amostra não probabilista por tipicidade.

Para Gil,¹⁶¹ a amostragem por tipicidade “consiste em selecionar um subgrupo da população que, com base nas informações disponíveis, possa ser considerado representativo de toda a população”. Para Marconi e Lakatos,¹⁶² “a hipótese subjacente à escolha de uma comunidade “típica” é que ela se apresenta típica no que se concerne a um conjunto de propriedades”. No entanto, recomendam cuidado especial na seleção do grupo típico e cautela na generalização das conclusões.

Nesta pesquisa, a seleção da amostra foi feita a partir das demonstrações contábeis publicadas no Jornal do Comércio (Porto Alegre/RS), no período de 2 de janeiro de 1998 a 30 de abril de 1998. Trata-se do periódico utilizado pela maior parte das empresas gaúchas obrigadas à publicação de suas demonstrações contábeis.

Como o foco do estudo está direcionado a empresas comerciais e industriais, foi feita a exclusão preliminar de todas as empresas não enquadradas. Estavam nesta situação as instituições financeiras, seguradoras, empresas exclusivamente de administração e participações e prestadoras de serviços.

Após a digitação das demonstrações contábeis de 1996 e 1997, publicadas em 1998, das empresas comerciais e industriais, foi feito novo processo de exclusão das situações

¹⁶⁰ MARCONI, Marina de Andrade e LAKATOS, Eva Maria. Op. cit. p. 47.

¹⁶¹ GIL, Antonio Carlos. 1994. Op. cit. p. 97.

¹⁶² MARCONI, Marina de Andrade e LAKATOS, Eva Maria. Op. cit. p. 48.

atípicas. Neste processo foram excluídas: a) 5 balanços que não tinham receita operacional em um dos dois anos; b) 36 balanços que não discriminaram detalhadamente o valor de receitas ou de despesas financeiras; c) 15 balanços de empresas de porte muito pequeno em relação às demais, com faturamento inferior a R\$ 1 milhão/ano. Iniciando-se o tratamento estatístico dos dados, foram excluídos mais quatro balanços do grupo classificado com “alto risco” (1 referente a 1996 e 3 referente a 1997) por formarem um grupo muito pequeno para validar estudos de correlação. Desta forma, foram selecionadas 107 demonstrações contábeis relativos ao exercício de 1996 e 105 relativas ao exercício de 1997, totalizando 212.

As demonstrações contábeis selecionadas pertencem a empresas de diversos ramos de negócio. O porte também é bastante diferenciado, sendo que o faturamento varia de 1,5 milhão/ano até 2,5 bilhões/ano.

3.4. Coleta e tratamento dos dados

Lakatos e Marconi¹⁶³ dividem a execução de uma pesquisa em cinco etapas: coleta dos dados, elaboração dos dados, análise e interpretação dos dados, representação dos dados (tabelas, quadros e gráficos) e elaboração das conclusões.

Os dados podem ser classificados como primários ou secundários. Para Marconi e Lakatos,¹⁶⁴ primários são os dados compilados na ocasião pelo autor e secundários os transcritos de fontes primárias. No caso do presente estudo, a pesquisa foi realizada a partir de dados publicados em jornal e, portanto, são dados secundários.

A etapa de coleta dos dados consistiu do recorte e arquivamento das páginas dos jornais contendo as demonstrações contábeis necessárias à pesquisa. Por sua vez, a elabo-

¹⁶³ LAKATOS, Eva Maria e MARCONI, Marina de Andrade. Op. cit. p. 165-171.

ração dos dados envolveu a digitação dos dados em planilha eletrônica, já estruturados de forma adequada para a análise realizada. Simultaneamente, foram apurados os indicadores necessários para alcançar os objetivos propostos. Por último, fez-se a triagem final da amostra.

No decorrer do trabalho, surgiu a necessidade de algumas tabulações adicionais, o que é normal em estudos exploratórios.

O trabalho de análise e interpretação começou com a submissão dos dados a um software estatístico (*Statistics – correlation matrices*), onde foram feitos os testes de correlação entre variáveis. A partir disso, se desenvolveu o trabalho de montagem de tabelas, para evidenciar os resultados das correlações, o que permitiu um estudo mais profundo e serviu de ponto de partida para a interpretação e análise dos dados.

3.5. O estudo de correlações

O objetivo do estudo correlacional, segundo Stevenson,¹⁶⁵ “é a determinação da força de relacionamento entre duas observações emparelhadas”, indicando “até que ponto os valores de uma variável estão relacionados com os de outra”. Barbeta¹⁶⁶ explica que:

“... duas variáveis, X e Y, estão *positivamente correlacionadas* quando elas *camminham num mesmo sentido*, ou seja, valores pequenos de X tendem a estar relacionados com valores pequenos de Y, enquanto valores grandes de X tendem a estar relacionados com valores grandes de Y. Estão *negativamente correlacionadas* quando elas *camminham em sentidos opostos*, ou seja, valores pequenos de X tendem a estar relacionados com valores grandes de Y, enquanto que os valores grandes de X tendem a estar relacionados com valores pequenos de Y”. (Grifos no original).

¹⁶⁴ MARCONI, Marina de Andrade e LAKATOS, Eva Maria. Op. cit. p. 58.

¹⁶⁵ STEVENSON, William J. *Estatística aplicada à administração*. São Paulo: Harper & Row do Brasil, 1981. p. 367

Ao comentar sobre correlação e causalidade, Stevenson¹⁶⁷ adverte para os cuidados que se deve ter na análise, pois há a possibilidade de apurar relacionamentos espúrios ou sem sentido, recomendando que sejam utilizados “estudos correlacionais como pesquisas exploratórias iniciais a fim de identificar futuras áreas de pesquisa”.

Em síntese, os cálculos de correlação apuram um coeficiente (r de Pearson), cujo valor varia de $-1,00$ a $+1,00$ (relacionamento perfeitamente negativo até relacionamento perfeitamente positivo).¹⁶⁸ A interpretação destes índices é resumida no Quadro 3.1.

Quadro 3.1 – Interpretação dos índices de correlação

Valor de r	Tipo de correlação	Valor de r	Tipo de correlação
-1,00	Negativa perfeita	1,00	Positiva perfeita
-0,90	Negativa forte	0,90	Positiva forte
-0,70	Negativa moderada	0,70	Positiva moderada
-0,30	Negativa fraca	0,30	Positiva fraca
		0,00	Ausência de correlação

Fonte: Compilado a partir de Stevenson, 1981 e Barbetta, 1994.

A realização de testes de correlação exige que se tenha dados de populações relativamente homogêneas. No caso do presente estudo, tornou-se inviável considerar todas as empresas compondo um único grupo. Exemplificando, o faturamento variou de R\$ 1,5 milhão até R\$ 2,5 bilhões/ano.

Inicialmente, tentou-se fazer o agrupamento por faixas de faturamento. Os dados apurados foram contraditórios (chegou a ocorrer correlação positiva forte em um grupo e,

¹⁶⁶ BARBETTA, Pedro Alberto. *Estatística aplicada às ciências sociais*. Florianópolis: Ed. da UFSC, 1994. p. 243.

¹⁶⁷ STEVENSON, William J. Op. cit. p. 389.

¹⁶⁸ Convém alertar que está se tratando de correlação linear simples. Há correlações não lineares e, também, correlações múltiplas, que não são objeto do presente estudo.

no seguinte, negativa moderada). Por conseguinte, sentiu-se a necessidade de buscar outro critério de agrupamento.

Depois de alguns testes preliminares, foi adotada a classificação proposta por Braga¹⁶⁹, que divide as empresas em seis grupos, segundo sua estrutura financeira: excelente, sólida, insatisfatória, péssima, muito ruim e alto risco. A adoção deste critério de agrupamento resultou em grupos com números de casos totalmente diferentes. Porém, permitiu o estudo de correlações em empresas similares quanto à estrutura financeira. Para aprimorar mais a análise e procurar dar maior validação à pesquisa, fez-se três grupos com os dados do ano de 1.996, com os dados de 1.997 e considerando como um conjunto único os balanços de 1.996 e 1997.

Para fins de apresentação e análise, os testes estatísticos foram divididos em quatro grandes grupos, segundo os interesses da pesquisa. Desta forma, se mediu a correlação das contas de resultado financeiro (receita financeira, despesa financeira e resultado financeiro) com os seguintes grupos de valores ou índices: outras contas de resultados; valores circulantes; prazos médios e índices de liquidez.

3.6. Limitações da pesquisa

A pesquisa limitou-se a dados publicados em jornais e de um grupo de empresas industriais e comerciais. Mesmo que se tenha uma amostra por tipicidade, é necessária alguma cautela para generalizar conclusões. Além disso, quaisquer conclusões estão limitadas às empresas industriais e comerciais pesquisadas.

¹⁶⁹ BRAGA, Roberto. Op. cit.

Estas limitações, porém, não descaracterizaram os propósitos iniciais. Uma pesquisa exploratória quer, antes de mais nada, descobrir novas intuições que sirvam de ponto de partida para pesquisas futuras.

4. ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS

Os dados do Balanço Patrimonial e da Demonstração do Resultado do Exercício, das empresas selecionadas, referente aos exercícios de 1996 e 1997, permitiram a apuração dos valores e índices necessários para o tratamento estatístico dos dados. A partir dos índices de correlação gerados, fez-se a análise e interpretação dos mesmos, por meio de tabelas contendo os índices de correlação de cada grupo de testes.

Os itens e as respectivas tabelas deste capítulo estão organizados segundo a ordem dos objetivos específicos, ou seja, foi aberto um item para cada conjunto de variáveis que serão relacionadas com as contas de resultado financeiro: outras contas de resultado, valores circulantes, prazos médios de giro e índices de liquidez. Em cada tabela, são apresentados os dados dos cinco grupos de empresas, segundo a situação de sua estrutura financeira e conforme critérios definidos na metodologia (excelente, sólida, insatisfatória, péssima e muito ruim).

Visando complementar e facilitar o trabalho de análise, também foram organizadas tabelas contendo apenas as correlações consideradas significantes (maiores que 0,7 ou menores que $-0,7$). Estas tabelas complementares são apresentadas no Anexo 2. Deixam de ser apresentadas no corpo do trabalho pois são simples repetição de dados que já são apresentados nas tabelas originais, com a única diferença de que apresentam apenas os dados mais significativos.

Deve-se ter presente em todas as análises a quantidade de demonstrações contábeis utilizadas em cada teste (valor de n). Esta quantidade é igual em todos os testes e está apresentada na Tabela 4.1.

Tabela 4.1 – Quantidade de casos conforme os tipos de situação da estrutura financeira das empresas.

Tipo de situação	1.996	1.997	96/97
<i>Excelente</i>	5	4	9
<i>Sólida</i>	41	39	80
<i>Insatisfatória</i>	44	42	86
<i>Péssima</i>	9	10	19
<i>Muito ruim</i>	8	10	18
<i>Alto risco</i> (*)	1	3	4
SOMA	108	108	216

(*) Este grupo, dado o pequeno número de casos, foi excluído da amostra.

Esses números poderiam ser apresentados em cada tabela. No entanto, seriam números repetitivos e que precisariam estar necessariamente inseridos no meio das tabelas, o que poderia gerar uma poluição visual das mesmas, além de causar confusão na leitura das tabelas.

4.1. Relações de outras contas de resultado com as contas de resultado financeiro

Foram efetuados testes de correlação das contas de resultado financeiro (receita financeira, despesa financeira e resultado financeiro) com as seguintes contas das demonstrações de resultado: receita operacional bruta, receita operacional líquida, resultado operacional e resultado antes do Imposto de Renda. Também foi feito um cálculo excluindo do resultado operacional o resultado financeiro. Para fins de observação e análise, pode-se considerar a existência de dois subgrupos: o primeiro constituído por duas contas de receitas (operacional bruta e operacional líquida) e o segundo constituído por três contas de resultados (operacional; antes do Imposto de Renda e operacional excluindo o resultado financeiro).

Nos tópicos seguintes, cada conjunto destas contas de resultados é analisado de forma individual com as receitas financeiras, com as despesas financeiras e com o resultado

financeiro. Ao final, é apresentado mais um tópico que sintetiza a análise de contas de resultado com as contas financeiras.

4.1.1. Relações de contas de resultado com as receitas financeiras

Os resultados dos testes de correlação envolvendo as diversas contas de resultado com as receitas financeiras são apresentados na Tabela 4.2.

Tabela 4.2 – Correlações entre outras contas de resultado e as receitas financeiras

Situação das empresas / Indicadores	1996	1997	96/97
<i>Excelente</i>			
Receita Operacional Bruta	1,00	1,00	0,99
Receita Operacional Líquida	1,00	0,99	0,99
Resultado Operacional	1,00	1,00	0,99
Resultado antes IR	1,00	1,00	0,99
Resultado Operacional s/Resultado Financeiro	1,00	1,00	0,94
<i>Sólida</i>			
Receita Operacional Bruta	0,80	0,92	0,83
Receita Operacional Líquida	0,78	0,91	0,83
Resultado Operacional	0,70	0,93	0,83
Resultado antes IR	0,64	0,94	0,82
Resultado Operacional s/Resultado Financeiro	0,68	0,89	0,80
<i>Insatisfatória</i>			
Receita Operacional Bruta	0,94	0,89	0,88
Receita Operacional Líquida	0,94	0,89	0,89
Resultado Operacional	0,80	0,72	0,73
Resultado antes IR	0,77	0,71	0,72
Resultado Operacional s/Resultado Financeiro	0,89	0,64	0,72
<i>Péssima</i>			
Receita Operacional Bruta	0,96	0,99	0,98
Receita Operacional Líquida	0,96	0,99	0,98
Resultado Operacional	0,97	0,92	0,22
Resultado antes IR	0,95	0,94	0,08
Resultado Operacional s/Resultado Financeiro	0,81	0,97	0,85
<i>Muito ruim</i>			
Receita Operacional Bruta	0,40	0,37	0,37
Receita Operacional Líquida	0,37	0,36	0,35
Resultado Operacional	(0,85)	(0,94)	(0,89)
Resultado antes IR	(0,87)	(0,95)	(0,91)
Resultado Operacional s/Resultado Financeiro	(0,10)	0,53	0,34

Note-se que estão sendo relacionados valores nominais de receitas financeiras com valores nominais das diversas contas de resultados.

Verifica-se uma predominância de correlações moderadas (superiores a 0,70), fortes (superiores a 0,90) e perfeitas (1,00). Esta tendência deixa de existir apenas no grupo de empresas *muito ruins*. Neste grupo em particular, observa-se a manutenção de correlações positivas nas contas de receitas; já nas contas de resultado, a correlação tende para índices negativos.

Analisados em seu conjunto, os testes contendo índices altos de correlação positiva revelam que há uma forte tendência geral a aumentar a receita financeira em proporção similar ao aumento da receita operacional, bruta ou líquida. É coerente supor que empresas com maior volume de faturamento tendam a ter também um maior volume de receitas financeiras. Em primeiro lugar, por uma simples questão de volume. Em segundo, embora sem possibilidade de afirmar com grande generalização, há uma tendência a que empresas de maior porte tenham também como hábito fazer mais aplicações no mercado financeiro e também tenham maior poder de cobrança de juros de seus clientes, por atraso em pagamentos ou já no próprio financiamento da venda.

Também é compreensível a tendência de que empresas classificadas como *muito ruins* apresentem correlação negativa em suas contas de resultado, indicando que à medida que aumenta o resultado operacional ocorre diminuição na receita financeira. Empresas nesta situação apresentam valores negativos de capital circulante líquido, de investimento operacional em giro e de tesouraria. São empresas cuja primeira preocupação tende a ser a recuperação do seu resultado operacional, condição necessária para sua sustentabilidade a longo prazo. Assim, para empresas em tal situação, receitas financeiras deixam de ser prioritárias ou, com mais frequência ainda, são empresas em que aplicações no mercado financeiro

ou cobrança de juros de clientes não mais ocorrem pela simples inexistência de recursos para tanto.

4.1.2. Relações de contas de resultado com as despesas financeiras

A Tabela 4.3 apresenta os índices de correlação resultantes dos testes envolvendo as contas de resultado com as despesas financeiras.

Tabela 4.3 – Correlações entre outras contas de resultado e as despesas financeiras

Situação das empresas / Indicadores	1996	1997	96/97
<i>Excelente</i>			
Receita Operacional Bruta	0,99	1,00	0,99
Receita Operacional Líquida	0,99	1,00	0,98
Resultado Operacional	1,00	1,00	0,99
Resultado antes IR	1,00	1,00	0,99
Resultado Operacional s/Resultado Financeiro	1,00	1,00	0,99
<i>Sólida</i>			
Receita Operacional Bruta	0,81	0,98	0,93
Receita Operacional Líquida	0,80	0,98	0,93
Resultado Operacional	0,44	0,95	0,78
Resultado antes IR	0,35	0,95	0,75
Resultado Operacional s/Resultado Financeiro	0,69	0,98	0,90
<i>Insatisfatória</i>			
Receita Operacional Bruta	0,93	0,90	0,92
Receita Operacional Líquida	0,93	0,91	0,92
Resultado Operacional	0,57	0,52	0,56
Resultado antes IR	0,52	0,59	0,52
Resultado Operacional s/Resultado Financeiro	0,89	0,65	0,86
<i>Péssima</i>			
Receita Operacional Bruta	0,97	0,99	0,97
Receita Operacional Líquida	0,98	0,99	0,98
Resultado Operacional	(0,96)	0,90	0,12
Resultado antes IR	(0,97)	0,92	(0,02)
Resultado Operacional s/Resultado Financeiro	(0,73)	0,99	0,82
<i>Muito ruim</i>			
Receita Operacional Bruta	0,33	0,44	0,39
Receita Operacional Líquida	0,30	0,44	0,38
Resultado Operacional	(0,94)	(0,97)	(0,95)
Resultado antes IR	(0,95)	(0,97)	(0,95)
Resultado Operacional s/Resultado Financeiro	(0,27)	0,58	0,31

Os índices apresentados referem-se a testes de correlação envolvendo os valores nominais de despesas financeiras com os valores nominais das contas de resultado especificadas.

A exemplo do que ocorreu com as receitas financeiras vistas no item anterior, também nos testes envolvendo as despesas houve forte presença de índices de correlação significativos, com um bom número de índices revelando correlações moderadas, fortes ou perfeitas (índices variando de 0,70 a 1,00). Porém, a exceção à regra ampliou, pois nas despesas financeiras, alguns dos testes apresentaram correlações negativas não só do grupo de empresas com estrutura *muito ruim*, mas também no grupo de empresas em situação *péssima*. Trata-se, no entanto, de uma exceção não consistente, uma vez que os índices relativos a contas de resultado foram altamente negativos em 1996 e altamente positivos em 1997. Quando foram juntados os dados dos dois anos, naturalmente a correlação tendeu a deixar de existir.

Visualizando os testes no seu conjunto, verifica-se que, em termos nominais, as despesas financeiras tendem a crescer em proporção similar aos valores do faturamento, ou seja, quanto maior o faturamento e o lucro de uma empresa, tanto maior tende a ser o volume de suas despesas financeiras. Esta constatação aparentemente contraditória é mais evidente nas empresas com melhor estrutura financeira. Novamente, trata-se de uma questão de volume dos valores envolvidos, já que os testes que estão sendo apresentados relacionam valores nominais. Por outro lado, o simples fato de uma empresa ser de grande porte e estar em situação financeira *excelente* ou *sólida* não quer significar ausência ou menor volume proporcional de despesas financeiras. Tais empresas possivelmente tenham suas operações correntes alicerçadas em recursos captados de terceiros. Além disso, o que se observa na prática é que estas normalmente têm maiores facilidades para acessar linhas de crédito de longo prazo, o que gera despesas financeiras, mesmo que arcando com custos percentuais menores.

Para corroborar esta última afirmação, buscou-se a base de dados, onde verificou-se a composição do exigível de longo prazo. Foi calculada a relação percentual entre o exigível de longo prazo e o ativo total (índice de endividamento de longo prazo). Os dados apurados são apresentados na Tabela 4.4, que apresenta o percentual total de endividamento a longo prazo e, depois, desmembra-o em empréstimos e outros débitos de longo prazo.

Tabela 4.4 – Percentuais de endividamento de longo prazo

Grupo de empresas	Total	Empréstimos	Outros débitos LP
Excelente	20,63%	11,33%	9,30%
Sólida	20,90%	11,62%	9,28%
Insatisfatória	10,53%	3,81%	6,72%
Péssima	16,48%	9,80%	6,68%
Muito ruim	34,96%	4,13%	30,83%

Os dados da tabela evidenciam que as empresas *excelentes* e *sólidas* têm um endividamento de longo prazo não muito diferente das demais empresas. No entanto, a composição deste endividamento concentra-se em empréstimos de longo prazo e não em outros tipos de débitos. Embora não se possa generalizar, em empresas com dificuldades financeiras, é freqüente que esta conta de outros débitos de longo prazo seja constituída por impostos reparcelados ou outras obrigações que denotam a existência de dificuldades financeiras.

4.1.3. Relações de contas de resultado com o resultado financeiro

Os resultados dos testes de correlação entre as diversas contas de resultado com o resultado financeiro são apresentados na Tabela 4.5. Foram relacionados valores nominais das contas de resultado com os valores nominais de resultado financeiro.

Tabela 4.5 – Correlações entre outras contas de resultado e o resultado financeiro

Situação das empresas / Indicadores	1996	1997	96/97
<i>Excelente</i>			
Receita Operacional Bruta	1,00	0,97	0,82
Receita Operacional Líquida	1,00	0,97	0,82
Resultado Operacional	1,00	0,99	0,81
Resultado antes IR	1,00	0,99	0,82
Resultado Operacional s/Resultado Financeiro	0,99	0,99	0,67
<i>Sólida</i>			
Receita Operacional Bruta	(0,26)	(0,87)	(0,69)
Receita Operacional Líquida	(0,26)	(0,86)	(0,69)
Resultado Operacional	0,23	(0,80)	(0,41)
Resultado antes IR	0,30	(0,79)	(0,38)
Resultado Operacional s/Resultado Financeiro	(0,22)	(0,90)	(0,68)
<i>Insatisfatória</i>			
Receita Operacional Bruta	(0,79)	0,15	(0,65)
Receita Operacional Líquida	(0,79)	0,12	(0,64)
Resultado Operacional	(0,34)	0,53	(0,22)
Resultado antes IR	(0,28)	0,37	(0,18)
Resultado Operacional s/Resultado Financeiro	(0,76)	0,09	(0,69)
<i>Péssima</i>			
Receita Operacional Bruta	(0,96)	(0,98)	(0,94)
Receita Operacional Líquida	(0,98)	(0,98)	(0,95)
Resultado Operacional	0,94	(0,86)	(0,06)
Resultado antes IR	0,97	(0,89)	0,09
Resultado Operacional s/Resultado Financeiro	0,68	(0,99)	(0,79)
<i>Muito ruim</i>			
Receita Operacional Bruta	(0,31)	(0,46)	(0,40)
Receita Operacional Líquida	(0,28)	(0,45)	(0,39)
Resultado Operacional	0,95	0,97	0,95
Resultado antes IR	0,96	0,97	0,95
Resultado Operacional s/Resultado Financeiro	0,31	(0,59)	(0,30)

O exame mostra que há apenas dois grupos em que aparece uma seqüência de resultados mais ou menos consistentes. No grupo de empresas *excelentes*, todos os testes revelaram correlação positiva, que variou de moderada a perfeita. Já no grupo de empresas com estrutura financeira *péssima*, houve uma seqüência de correlações negativas nas relações com os valores de receita operacional, bruta e líquida.

A observação quanto às empresas *excelentes* poderia levar à conclusão de que empresas nesta situação tendem a ter resultado financeiro positivo tanto maior quanto maior for seu faturamento ou lucro. No entanto, é necessária alguma cautela nesta assertiva por duas razões. A primeira é o reduzido tamanho da amostra de empresas em situação *excelente*: são apenas nove num total de 212 demonstrações analisadas e a correlação diminuiu quando foram juntados os balanços dos dois anos. Um segundo aspecto é que o grupo logo a seguir (situação *sólida*) revelou, nos testes, índices que não apresentam nenhuma seqüência lógica.

O mesmo problema ocorre quando se analisa o grupo de empresas *péssimas*. Os grupos que estão próximos (situações *insatisfatória* e *muito ruim*) também revelaram índices que não apresentam uma consistência ao longo do tempo e dos testes.

Dessa forma, mesmo que os testes entre as contas de resultado e o resultado financeiro tenham revelado alguns índices de correlação moderada, forte ou perfeita, não há condições seguras para se generalizar conclusões a respeito.

Conforme se observou nos tópicos anteriores, houve mais correlações consistentes nos testes envolvendo as receitas e as despesas financeiras. A não ocorrência do mesmo comportamento quando se testa o resultado financeiro parece contraditória, pois, afinal, o resultado é simplesmente a diferença entre receitas e despesas. Aparentemente, isto se deve a diferenças de taxas que as empresas obtêm na aplicação de recursos (receitas financeiras) com as taxas que pagam quando da captação de recursos. Esta hipótese torna-se ainda mais evidente quando é feita a análise envolvendo a estrutura de capitais.

4.1.4. Síntese das relações entre outras contas de resultados com as contas de resultado financeiro

Após a análise individualizada de cada um dos componentes das contas de resultado financeiro (receitas financeiras, despesas financeiras e resultado financeiro), quando

correlacionadas com outras contas de resultados, pode-se inferir que há alguns comportamentos relativamente previsíveis:

- a) salvo poucas exceções, o crescimento do volume de receitas financeiras tende a acompanhar o crescimento das demais contas de resultado;
- b) quanto às despesas financeiras, estas tendem a aumentar na proporção das demais contas de resultado apenas nas empresas com boa estrutura de capitais. Nas empresas com alguma dificuldade financeira, o comportamento tende a ser atípico, variando mais de empresa para empresa; e
- c) embora ocorram correlações das receitas e das despesas financeiras com as demais contas de resultado, isto não se repete com tanta consistência no resultado financeiro. Esta contradição parece ser explicável pela diferença entre as taxas de captação e de aplicação de recursos financeiros.

É importante destacar que estas são conclusões genéricas, que buscam dar uma visão geral. Por isso mesmo, não contemplam alguns detalhes que foram vistos mais profundamente nas análises individualizadas de cada grupo.

4.2. Relações dos valores circulantes com as contas de resultado financeiro

Os valores circulantes utilizados no estudo podem ser vistos como dois subgrupos. No primeiro, tem-se o desmembramento de ativo circulante (AC) e passivo circulante (PC). Estes grupos contábeis foram divididos em valores cíclicos e financeiros, resultando em ativo circulante cíclico (ACC), ativo circulante financeiro (ACF), passivo circulante cíclico (PCC) e passivo circulante financeiro (PCF). No segundo subgrupo, são abordadas as contas resultantes das comparações entre partes do ativo e do passivo circulantes. Tem-se, assim, o

capital circulante líquido (AC – PC), o investimento operacional em giro (ACC – PCC) e a tesouraria (ACF – PCF).

Estes valores são submetidos a testes de correlação com as receitas financeiras, as despesas financeiras e o resultado financeiro. Nos tópicos seguintes, são apresentados os resultados dos testes.

4.2.1. Relações dos valores circulantes com as receitas financeiras

Os resultados dos testes de correlação entre os valores circulantes e as despesas financeiras são apresentados na Tabela 4.6.

A correlação foi procedida entre os valores nominais das receitas financeiras com os valores nominais das diferentes contas circulantes.

Um exame geral dos testes permite visualizar uma presença marcante de correlações que podem ser julgadas significativas (acima de 0,70 ou abaixo de -0,70). Somente em alguns poucos casos, os índices não atingem patamares de grande significação. Estas exceções acontecem nas empresas com estrutura financeira menos equilibrada. Mesmo assim, nestes grupos, alguns dos testes revelaram correlações moderadas ou fortes.

Uma primeira observação geral permite perceber que os índices de correlação são sempre positivos (mesmo quando abaixo de 0,70) nas primeiras quatro contas de cada grupo, independentemente da situação da estrutura financeira das empresas. Ao se analisar os três últimos testes de cada grupo, verifica-se que os sinais ora são positivos ora são negativos.

Neste aparente paradoxo, há um importante aspecto a ser notado. A segunda parte deste grupo de testes utiliza os valores do capital circulante líquido, do investimento operacional em giro e da tesouraria. Estes valores, que podem ser chamados de derivados, são resultantes da diferença entre uma conta de ativo e outra de passivo e, em função disto, podem

ser positivos ou negativos. Observa-se que aconteceu uma perfeita correspondência entre os sinais de correlação evidenciados pelos testes com os sinais (positivos ou negativos) que orientaram a classificação de estrutura financeira que foi adotada para todos os testes.

Tabela 4.6 – Correlações entre os valores circulantes e as receitas financeiras

Situação das empresas / Indicadores	1996	1997	96/97
<i>Excelente</i>			
Ativo Circulante Financeiro	1,00	0,99	0,95
Ativo Circulante Cíclico	0,98	0,98	0,98
Passivo Circulante Financeiro	1,00	1,00	1,00
Passivo Circulante Cíclico	0,99	0,99	0,98
Capital Circulante Líquido	1,00	0,93	0,74
Investimento Operacional em Giro	(1,00)	(0,92)	(0,82)
Tesouraria	1,00	0,93	0,81
<i>Sólida</i>			
Ativo Circulante Financeiro	0,87	0,95	0,90
Ativo Circulante Cíclico	0,82	0,94	0,85
Passivo Circulante Financeiro	0,86	0,95	0,91
Passivo Circulante Cíclico	0,88	0,95	0,90
Capital Circulante Líquido	0,73	0,93	0,81
Investimento Operacional em Giro	0,71	0,92	0,80
Tesouraria	0,42	0,92	0,72
<i>Insatisfatória</i>			
Ativo Circulante Financeiro	0,91	0,86	0,88
Ativo Circulante Cíclico	0,95	0,82	0,88
Passivo Circulante Financeiro	0,92	0,85	0,88
Passivo Circulante Cíclico	0,76	0,80	0,75
Capital Circulante Líquido	0,81	0,82	0,76
Investimento Operacional em Giro	0,86	0,73	0,78
Tesouraria	(0,56)	(0,25)	(0,35)
<i>Péssima</i>			
Ativo Circulante Financeiro	0,29	0,98	0,94
Ativo Circulante Cíclico	0,95	1,00	0,99
Passivo Circulante Financeiro	0,90	0,98	0,96
Passivo Circulante Cíclico	0,91	0,97	0,94
Capital Circulante Líquido	(0,87)	(0,96)	(0,57)
Investimento Operacional em Giro	0,97	0,98	0,98
Tesouraria	(0,90)	(0,97)	(0,86)
<i>Muito ruim</i>			
Ativo Circulante Financeiro	0,42	0,34	0,32
Ativo Circulante Cíclico	0,82	0,77	0,77
Passivo Circulante Financeiro	0,86	0,38	0,47
Passivo Circulante Cíclico	0,89	0,96	0,94
Capital Circulante Líquido	(0,95)	(0,95)	(0,94)
Investimento Operacional em Giro	(0,91)	(0,98)	(0,96)
Tesouraria	(0,81)	(0,38)	(0,47)

Numa visão geral, os testes indicam que há forte tendência de que as receitas financeiras aumentem à medida que crescem os valores circulantes originais. Por exemplo, à medida que aumenta o valor do ativo circulante financeiro ou o cíclico, também se eleva o valor das receitas financeiras. O mesmo ocorre quando aumentam os valores do passivo circulante, financeiro ou cíclico. Esta tendência parece estar relacionada ao volume de operações das empresas: empresas com maior tamanho de ativos ou passivos em giro tendem a ter maior volume de operações de natureza financeira.

Quando se analisa os valores circulantes derivados, também ocorre forte tendência à existência de correlações moderadas ou fortes. Porém, o sinal da correlação será positivo ou negativo conforme a classificação da estrutura financeira da empresa.

Tomando-se como primeiro exemplo o grupo das empresas *excelentes*, verifica-se que a correlação sempre apresentou sinal positivo para o capital circulante líquido e para a tesouraria, e sinal negativo para o investimento operacional em giro. Empresas classificadas como *excelentes* podem operar com valor negativo de investimento operacional em giro, significando que fornecedores e outros credores operacionais (salários e impostos a pagar) sustentam todas as necessidades de estoque e financiamento a clientes. Desta forma, é plausível que a correlação desta variável com as receitas financeiras seja negativa. Quanto menores forem seus valores de investimento operacional em giro (ou seja, quanto mais negativos forem) maiores tendem a ser as receitas financeiras. Isto porque maiores serão os valores disponibilizados para a tesouraria, que tendem a ser destinados a aplicações financeiras.

Um segundo exemplo pode ser visto no outro extremo da tabela, nas empresas *muito ruins*. Todos os valores derivados são negativos e a correlação evidenciada com a receita financeira também é negativa. Empresas nesta situação tendem a priorizar a recuperação de suas atividades operacionais como forma de sobrevivência e, por consequência, darão

pouca ou nenhuma prioridade à geração de receitas financeiras. Normalmente estão sob forte pressão dos credores, sequer sobrando recursos para aplicações financeiras.

4.2.2. *Relações dos valores circulantes com as despesas financeiras*

Os índices de correlação (r de Pearson) decorrentes da comparação de valores circulantes com despesas financeiras são apresentados na Tabela 4.7.

O teste apresenta os índices de correlação entre os valores nominais de despesas financeiras com os valores nominais das contas circulantes.

Como primeira observação, cabe destacar uma forte simetria de resultados com os testes relacionados às receitas financeiras, abordados no tópico anterior. Esta simetria ocorre até mesmo nas situações em que não se encontram correlações significativas.

No primeiro subgrupo de dados (ativo circulante financeiro e cíclico e passivo circulante financeiro e cíclico), nota-se que há uma tendência geral de que o volume de despesas financeiras tende a ser tanto maior quanto maiores forem os valores circulantes. Esta tendência geral deixou de acontecer apenas em alguns poucos testes nos grupos de empresas *péssimas* e *muito ruins*.

A regra geral, embora pareça contraditória, tem lógica na questão de volumes. Empresas de maior porte e com maiores valores circulantes têm um volume maior de operações e, por conseguinte, consomem maior volume de recursos financeiros onerosos. Aliás, este aspecto já havia sido evidenciado quando se analisou as relações com as contas de resultado.

A exceção à regra (inexistência de correlação ou pouca consistência dos índices nas empresas *péssimas* e *muito ruins*) também é explicável. Empresas com estrutura de capital deficiente tendem a ter comportamentos e resultados diferenciados em sua gestão. Po-

dem demorar mais ou menos tempo para reagir e, de acordo com suas peculiaridades, poderão ter custos financeiros bastante diferenciados.

Tabela 4.7 – Correlações entre os valores circulantes e as despesas financeiras

Situação das empresas / Indicadores	1996	1997	96/97
<i>Excelente</i>			
Ativo Circulante Financeiro	1,00	0,99	0,84
Ativo Circulante Cíclico	0,98	0,98	0,96
Passivo Circulante Financeiro	1,00	1,00	0,98
Passivo Circulante Cíclico	0,98	0,99	0,97
Capital Circulante Líquido	1,00	0,91	0,56
Investimento Operacional em Giro	(1,00)	(0,90)	(0,89)
Tesouraria	1,00	0,91	0,65
<i>Sólida</i>			
Ativo Circulante Financeiro	0,77	0,97	0,91
Ativo Circulante Cíclico	0,78	0,99	0,93
Passivo Circulante Financeiro	0,86	0,96	0,92
Passivo Circulante Cíclico	0,81	0,96	0,92
Capital Circulante Líquido	0,63	0,99	0,89
Investimento Operacional em Giro	0,70	0,99	0,91
Tesouraria	0,17	0,95	0,73
<i>Insatisfatória</i>			
Ativo Circulante Financeiro	0,87	0,86	0,83
Ativo Circulante Cíclico	0,90	0,85	0,87
Passivo Circulante Financeiro	0,89	0,90	0,85
Passivo Circulante Cíclico	0,86	0,82	0,84
Capital Circulante Líquido	0,64	0,79	0,66
Investimento Operacional em Giro	0,70	0,76	0,70
Tesouraria	(0,61)	(0,38)	(0,41)
<i>Péssima</i>			
Ativo Circulante Financeiro	0,18	1,00	0,93
Ativo Circulante Cíclico	0,98	0,99	0,99
Passivo Circulante Financeiro	0,96	1,00	0,99
Passivo Circulante Cíclico	0,97	0,93	0,93
Capital Circulante Líquido	(0,94)	(0,99)	(0,67)
Investimento Operacional em Giro	0,98	1,00	0,99
Tesouraria	(0,96)	(1,00)	(0,92)
<i>Muito ruim</i>			
Ativo Circulante Financeiro	0,34	0,41	0,32
Ativo Circulante Cíclico	0,73	0,82	0,78
Passivo Circulante Financeiro	0,93	0,45	0,55
Passivo Circulante Cíclico	0,79	0,98	0,94
Capital Circulante Líquido	(0,90)	(0,98)	(0,95)
Investimento Operacional em Giro	(0,81)	(0,99)	(0,95)
Tesouraria	(0,90)	(0,46)	(0,55)

No segundo grupo de variáveis (capital circulante líquido, investimento operacional em giro e tesouraria) nota-se uma repetição do comportamento da análise das receitas financeiras: o índice de correlação é positivo ou negativo conforme a estrutura financeira da empresa.

A explicação para esta repetição de comportamento é similar à que foi utilizada para o caso das receitas. Tomando-se o exemplo das empresas em situação *excelente*, verifica-se que se forem destinados maiores valores ao investimento operacional em giro (IOG), as despesas financeiras tendem a diminuir (correlação negativa). Quando necessitam de maiores valores de IOG, provavelmente tais empresas precisam aumentar seu passivo circulante financeiro, não importa se em operações de curto ou longo prazo. Até pela posição cautelosa que adotam (sempre saldo positivo em tesouraria), poderão, em alguns casos, preferir algum custo financeiro momentâneo do que abandonar a segurança de uma tesouraria positiva.

No caso das empresas *muito ruins*, onde as três variáveis têm valor negativo, são empresas que à medida que melhoram sua estrutura (aproximando o valor das variáveis de valores positivos) o valor das despesas financeiras tende a ser menor.

Observa-se, portanto, que o comportamento das despesas financeiras é bastante previsível nas empresas com estrutura financeira boa e que tende a não haver correlação significativa quando a empresa estiver em situação *péssima* ou *muito ruim*. Mesmo assim, é mantida a correlação dos valores derivados (CCL, IOG e T), de acordo com a classificação da estrutura financeira.

4.2.3. Relações dos valores circulantes com o resultado financeiro

A análise de correlações dos valores circulantes com o resultado financeiro é baseada nos índices apurados nos testes que estão expostos na Tabela 4.8.

Tabela 4.8 – Correlações entre os valores circulantes e o resultado financeiro

Situação das empresas / Indicadores	1996	1997	96/97
<i>Excelente</i>			
Ativo Circulante Financeiro	1,00	1,00	0,98
Ativo Circulante Cíclico	0,99	0,96	0,85
Passivo Circulante Financeiro	1,00	0,98	0,87
Passivo Circulante Cíclico	0,99	0,98	0,82
Capital Circulante Líquido	1,00	0,98	0,97
Investimento Operacional em Giro	(1,00)	(0,97)	(0,56)
Tesouraria	1,00	0,97	0,99
<i>Sólida</i>			
Ativo Circulante Financeiro	(0,09)	(0,81)	(0,58)
Ativo Circulante Cíclico	(0,19)	(0,86)	(0,67)
Passivo Circulante Financeiro	(0,26)	(0,79)	(0,59)
Passivo Circulante Cíclico	(0,14)	(0,79)	(0,58)
Capital Circulante Líquido	(0,05)	(0,87)	(0,66)
Investimento Operacional em Giro	(0,20)	(0,88)	(0,70)
Tesouraria	0,28	(0,81)	(0,46)
<i>Insatisfatória</i>			
Ativo Circulante Financeiro	(0,72)	0,16	(0,51)
Ativo Circulante Cíclico	(0,74)	0,09	(0,58)
Passivo Circulante Financeiro	(0,74)	0,05	(0,54)
Passivo Circulante Cíclico	(0,79)	0,10	(0,63)
Capital Circulante Líquido	(0,44)	0,21	(0,35)
Investimento Operacional em Giro	(0,50)	0,08	(0,40)
Tesouraria	0,55	0,22	0,32
<i>Péssima</i>			
Ativo Circulante Financeiro	(0,13)	(0,99)	(0,90)
Ativo Circulante Cíclico	(0,98)	(0,97)	(0,97)
Passivo Circulante Financeiro	(0,97)	(0,99)	(0,99)
Passivo Circulante Cíclico	(0,98)	(0,88)	(0,90)
Capital Circulante Líquido	0,96	1,00	0,71
Investimento Operacional em Giro	(0,97)	(0,99)	(0,98)
Tesouraria	0,97	1,00	0,94
<i>Muito ruim</i>			
Ativo Circulante Financeiro	(0,31)	(0,42)	(0,62)
Ativo Circulante Cíclico	(0,70)	(0,83)	(0,78)
Passivo Circulante Financeiro	(0,94)	(0,47)	(0,57)
Passivo Circulante Cíclico	(0,76)	(0,98)	(0,93)
Capital Circulante Líquido	0,87	0,97	0,94
Investimento Operacional em Giro	0,78	0,99	0,94
Tesouraria	0,92	0,48	0,57

Nestes testes, foram estudadas as correlações de valores nominais de contas circulantes com valores nominais do resultado financeiro. Também neste caso, pode ser visu-

alizado o desmembramento em dois subgrupos: o de valores originais, constituído de ativo circulante financeiro e cíclico e passivo circulante financeiro e cíclico; e o subgrupo formado pelo valores derivados, que são o capital circulante líquido, o investimento operacional em giro e a tesouraria.

Em se fazendo uma avaliação genérica para os testes envolvendo valores circulantes e resultando financeiro, verifica-se a impossibilidade de prever uma tendência dos índices de correlação. Há poucos resultados que repetem um comportamento uniforme ao longo dos períodos e mesmo quando tal ocorre precisam ser vistos com cautela.

Pode-se tomar como exemplo as empresas *excelentes* e *sólidas*. São empresas cuja estrutura financeira é muito similar, diferindo apenas quanto à necessidade de investimento operacional em giro. No entanto, os resultados dos testes não apresentam nenhuma similaridade entre si.

Por sua vez, quando se chega nas empresas com deficiências em sua estrutura financeira, percebe-se uma tendência de correlação negativa do resultado financeiro com as variáveis passivo circulante cíclico e financeiro. Significa que se for aumentado o valor das contas de endividamento, o resultado financeiro tende a diminuir. É um comportamento que se considera normal.

A inexistência de correlação no grupo de empresas com melhor estrutura financeira, exceto as *excelentes*, pode ser explicada ao se analisar o comportamento numérico do resultado financeiro por grupo de empresas. Para tanto, a Tabela 4.9 apresenta os valores circulantes derivados (CCL, IOG e T) e o resultado financeiro de cada grupo de empresas.

Nota-se que, dentro do grupo total de balanços submetidos à análise, 2/3 das empresas *excelentes* tiveram resultado financeiro positivo. No grupo de empresas *sólidas*, o percentual cai para 61,25%. A partir do grupo de empresas *insatisfatórias*, que é composto

por empresas com valor de tesouraria negativo, os resultados financeiros negativos passam a predominar, compondo quase a totalidade das empresas classificadas como *péssimas* ou *muito ruins*.

Tabela 4.9 – Dados circulantes e resultado financeiro por grupo de empresas

SITUAÇÃO	Qtde. Balanços	Capital Circulante Líquido (R\$ mil)	Investimento Operacional em Giro (R\$ mil)	Tesouraria (R\$ mil)	Resultado Financeiro		
					Valor (R\$ mil)	Qtde. Pos. ^(*)	Qtde. Neg. ^(*)
<i>Excelente</i>	9	388.900	(70.300)	459.200	89.515	6	3
<i>Sólida</i>	80	2.547.747	1.877.890	669.857	(22.307)	49	31
<i>Insatisfatória</i>	86	1.253.185	1.775.564	(522.379)	(194.410)	22	64
<i>Péssima</i>	19	(138.689)	161.903	(300.592)	(85.433)	1	18
<i>Muito ruim</i>	18	(766.034)	(577.120)	(188.914)	(222.311)	1	17
SOMA	212	3.285.109	3.167.937	117.172	(434.946)	79	133

(*) Quantidade de balanços que apresentaram resultado financeiro positivo ou negativo.

Cabe destacar que não se pode vincular o resultado financeiro exclusivamente à estrutura de capitais. Se na tabela em análise forem tomados os totalizadores, o somatório geral de todos os valores é positivo, com a tesouraria apresentando um saldo de cerca de R\$ 117 milhões. Ter-se-ia uma empresa em situação *sólida*, pois todas as variáveis somam resultado positivo. Apesar disso, a conta de resultado financeiro tem um expressivo valor negativo (aproximadamente R\$ 435 milhões). Esta aparente distorção parece estar relacionada com o percentual das taxas de captação de recursos no Brasil.

Di Agustini¹⁷⁰ fez um trabalho de pesquisa com base na publicação *Maiores e Melhores 1995*, da Revista Exame. Concluiu que a rentabilidade média sobre o patrimônio foi de 9% e sobre as vendas foi de 6%. Já o custo médio do crédito ficou em 70%. Esta situação pode explicar porque no grupo de empresas sólidas, com saldo global de tesouraria positivo,

¹⁷⁰ DI AGUSTINI, Carlos Alberto. *Capital de giro: análise das alternativas; fontes de financiamento*. São Paulo: Atlas, 1996, p. 37.

ocorreu resultado financeiro negativo e, no somatório de todas as empresas, onde também o valor de tesouraria é positivo, permanece a existência de resultado financeiro negativo.

Estes dados corroboram a assertiva de que é compreensível que não haja uma tendência uniforme nas correlações quando é analisado especificamente o resultado financeiro. Se há correlação com a estrutura de capitais circulantes nas receitas e também nas despesas financeiras, a variação de taxas entre aplicação e captação passa a ser uma razoável explicação para a inexistência de correlação no resultado financeiro.

4.2.4. Síntese das relações dos valores circulantes com as contas de resultado financeiro

De maneira geral, a análise das correlações entre valores circulantes e as contas de resultado financeiro evidencia que:

- a) é quase que uma constante a correlação positiva entre os valores primários de ativo e passivo circulantes, cíclicos e financeiros, com o valor das receitas financeiras;
- b) nas despesas financeiras, a correlação somente apresenta-se de forma consistente, com índices positivos, nas empresas com melhor estrutura financeira. Nas empresas com deficiências financeiras, o comportamento passa a ser de previsibilidade mais difícil;
- c) o resultado financeiro não apresenta correlações consistentes que permitam traçar um comportamento genérico a partir dos valores circulantes. Há evidências de que a causa seja a diferença entre taxas de captação e de aplicação de recursos.
- d) o comportamento tanto de receitas quanto de despesas financeiras pode ser mais facilmente explicado pela posição das variáveis surgidas do desdobramento dos valores circulantes originais, ou seja, do capital circulante líquido, do investimento operacional em giro e da tesouraria. O sinal das correlações, tanto nas receitas quanto nas despesas, tem

forte tendência a respeitar o mesmo sinal positivo ou negativo do valor da respectiva variável.

Cabe alertar que estas considerações sintéticas buscam formar apenas um quadro resumo da interpretação e análise dos testes realizados, pois o seu detalhamento consta nos itens específicos em cada um dos relacionamentos estudados.

4.3. Relações dos prazos médios com as contas de resultado financeiro

Os prazos médios adotados para análise de correlação com as contas de resultado financeiro podem ser divididos em dois subgrupos. No primeiro subgrupo, em cada um dos grupos de empresas, constam os três prazos médios básicos, isto é, o prazo médio de renovação de estoques (PMRE), de recebimento das vendas (PMRV) e de pagamento das compras (PMPC). Destes prazos médios derivam as duas variáveis do segundo subgrupo: a soma do PMRE com o PMPC, que forma o ciclo operacional ($PMRE + PMPC$); deste total, diminuindo-se o PMPC, tem-se o ciclo de caixa ($PMRE + PMPC - PMRV$).

Este conjunto de variáveis é confrontado nesta ordem, nos tópicos que seguem, com as receitas financeiras, com as despesas financeiras e com o resultado financeiro.

4.3.1. Relações dos prazos médios com as receitas financeiras

Os resultados dos testes de correlação envolvendo prazos médios e as receitas financeiras são apresentados na Tabela 4.10.

Os testes colocaram, de um lado, a quantidade de dias de prazo médio; de outro lado, foram confrontados os valores nominais de receitas financeiras.

Tabela 4.10 – Correlações entre os prazos médios e as receitas financeiras

Situação da empresa / Indicadores	1996	1997	96/97
<i>Excelente</i>			
PM Renovação Estoques	(0,40)	(0,67)	(0,52)
PM Recebimento das Vendas	(0,39)	0,01	(0,23)
PM Pagamento das Compras	(0,32)	(0,42)	(0,30)
Ciclo Operacional	(0,66)	(0,59)	(0,63)
Ciclo de Caixa	(0,31)	(0,41)	(0,37)
<i>Sólida</i>			
PM Renovação Estoques	(0,18)	(0,09)	(0,13)
PM Recebimento das Vendas	0,10	0,22	0,16
PM Pagamento das Compras	0,08	0,00	0,03
Ciclo Operacional	(0,06)	0,05	(0,01)
Ciclo de Caixa	(0,08)	0,05	(0,01)
<i>Insatisfatória</i>			
PM Renovação Estoques	(0,11)	(0,15)	(0,12)
PM Recebimento das Vendas	(0,02)	0,08	0,02
PM Pagamento das Compras	0,01	0,19	0,07
Ciclo Operacional	(0,08)	(0,06)	(0,08)
Ciclo de Caixa	(0,09)	(0,12)	(0,10)
<i>Péssima</i>			
PM Renovação Estoques	0,48	(0,22)	(0,16)
PM Recebimento das Vendas	(0,09)	(0,22)	(0,17)
PM Pagamento das Compras	0,20	(0,26)	(0,16)
Ciclo Operacional	0,24	(0,24)	(0,18)
Ciclo de Caixa	0,19	(0,21)	(0,16)
<i>Muito ruim</i>			
PM Renovação Estoques	(0,02)	0,03	(0,02)
PM Recebimento das Vendas	(0,01)	0,30	0,11
PM Pagamento das Compras	(0,11)	(0,19)	(0,11)
Ciclo Operacional	(0,02)	0,21	0,05
Ciclo de Caixa	0,12	0,42	0,16

Os testes efetuados revelam a inexistência de correlação entre a quantidade de dias de prazos médios das empresas com os valores nominais das receitas financeiras. Esta afirmativa é válida para todos os grupos de empresas submetidas à análise.

O resultado, à primeira vista, surpreende. Se houve forte correlação entre os valores circulantes e as contas de resultado financeiro e se a composição dos valores circulantes parece fortemente afetada pelos prazos médios, seria razoável supor que também hou-

vesse correlação das receitas financeiras com os prazos médios ou, no mínimo, no ciclo de caixa.

Tentou-se buscar as razões deste aparente paradoxo através de análises e testes complementares. Inicialmente, foram cruzadas as variáveis ciclo de caixa e ciclo operacional com as variáveis Tesouraria, Investimento Operacional em Giro e Necessidade de Capital de Giro. Não ocorreram correlações significativas quando se adotou os agrupamentos de empresas que foram utilizados no decorrer da pesquisa. Adotou-se, então, outro tipo de agrupamento, por faixa de faturamento. Ocorreram algumas correlações superiores a 0,70 (moderadas), porém sem caracterizarem uma tendência.

Por último, fez-se uma análise visual das bases de dados e o que se observou foram discrepâncias enormes na composição dos prazos médios das empresas. Alguns cálculos evidenciam esta situação: no grupo de empresas em situação *péssima*, o ciclo de caixa oscilou entre 16,01 a 413,55 dias, com uma média de 83,28 dias e um desvio padrão de 88,74, ou seja, o desvio padrão foi maior do que a média. Já no grupo de empresas em situação *excelente*, as oscilações não foram tão acentuadas, mas mesmo assim são significativas: o ciclo de caixa variou de 7,32 a 69,29 dias, a média ficou em 38,75 dias e o desvio padrão em 24,21 dias.

Estes dados permitem considerar que a análise de prazos médios não permite aferir o comportamento das receitas financeiras, já que o comportamento dos prazos variou muito entre as empresas da amostra.

4.3.2. *Relações dos prazos médios com as despesas financeiras*

O estudo correlacional envolvendo prazos médios e despesas financeiras apresentou os índices expostos na Tabela 4.11.

Tabela 4.11 – Correlações entre os prazos médios e as despesas financeiras

Situação das empresas / Indicadores	1996	1997	96/97
<i>Excelente</i>			
PM Renovação Estoques	(0,41)	(0,66)	(0,52)
PM Recebimento das Vendas	(0,39)	(0,04)	(0,23)
PM Pagamento das Compras	(0,33)	(0,39)	(0,27)
Ciclo Operacional	(0,68)	(0,61)	(0,62)
Ciclo de Caixa	(0,32)	(0,43)	(0,39)
<i>Sólida</i>			
PM Renovação Estoques	(0,10)	(0,04)	(0,06)
PM Recebimento das Vendas	(0,02)	0,07	0,04
PM Pagamento das Compras	0,05	(0,04)	(0,01)
Ciclo Operacional	(0,88)	0,01	(0,03)
Ciclo de Caixa	(0,09)	0,02	(0,02)
<i>Insatisfatória</i>			
PM Renovação Estoques	(0,09)	(0,12)	(0,09)
PM Recebimento das Vendas	(0,09)	0,03	(0,06)
PM Pagamento das Compras	(0,05)	0,16	0,01
Ciclo Operacional	(0,10)	(0,08)	(0,09)
Ciclo de Caixa	(0,10)	(0,12)	(0,10)
<i>Péssima</i>			
PM Renovação Estoques	0,52	(0,19)	(0,12)
PM Recebimento das Vendas	(0,06)	(0,22)	(0,17)
PM Pagamento das Compras	0,28	(0,32)	(0,20)
Ciclo Operacional	0,30	(0,21)	(0,15)
Ciclo de Caixa	0,22	(0,17)	(0,13)
<i>Muito ruim</i>			
PM Renovação Estoques	(0,16)	(0,03)	(0,10)
PM Recebimento das Vendas	(0,03)	0,30	0,09
PM Pagamento das Compras	(0,23)	(0,18)	(0,17)
Ciclo Operacional	(0,10)	0,18	0,00
Ciclo de Caixa	0,24	0,38	0,21

O teste utilizou, como variáveis, a quantidade de dias de prazo médio e o valor nominal das despesas financeiras.

Assim como ocorreu nas receitas financeiras, também neste grupo de análise não se evidenciaram correlações significativas e os próprios resultados entre um e outro exercício apresentaram acentuadas variações, indicando inconsistência ao longo do tempo.

Também nas despesas financeiras eram esperados índices de correlação mais significativos e mais consistentes, pela vinculação dos prazos médios com a estrutura de ca-

pitais circulantes, onde houve correlações. A busca de explicações na base de dados revelou as grandes variações de prazos médios e de duração dos ciclos já evidenciadas anteriormente, quando se comentou sobre as receitas financeiras. Assim, a ausência de correlação parece estar ligada a este descompasso, podendo ainda influência de outros fatores.

4.3.3. Relações dos prazos médios com o resultado financeiro

O estudo de correlação dos prazos médios com o resultado financeiro, dentro dos diferentes grupos de empresas, apresentaram os coeficientes expostos na Tabela 4.12.

Tabela 4.12 – Correlações entre os prazos médios e o resultado financeiro

Situação das empresas / Indicadores	1996	1997	96/97
<i>Excelente</i>			
PM Renovação Estoques	(0,38)	(0,66)	(0,43)
PM Recebimento das Vendas	(0,39)	0,19	(0,20)
PM Pagamento das Compras	(0,31)	(0,57)	(0,32)
Ciclo Operacional	(0,64)	(0,50)	(0,52)
Ciclo de Caixa	(0,30)	(0,29)	(0,26)
<i>Sólida</i>			
PM Renovação Estoques	(0,08)	(0,02)	(0,05)
PM Recebimento das Vendas	0,17	0,11	0,13
PM Pagamento das Compras	0,03	0,08	0,06
Ciclo Operacional	0,05	0,05	0,04
Ciclo de Caixa	0,04	0,02	0,03
<i>Insatisfatória</i>			
PM Renovação Estoques	0,07	(0,08)	0,03
PM Recebimento das Vendas	0,13	0,13	0,11
PM Pagamento das Compras	0,08	0,08	0,05
Ciclo Operacional	0,10	0,01	0,07
Ciclo de Caixa	0,09	(0,01)	0,06
<i>Péssima</i>			
PM Renovação Estoques	(0,53)	0,16	0,09
PM Recebimento das Vendas	0,05	0,21	0,17
PM Pagamento das Compras	(0,31)	0,36	0,22
Ciclo Operacional	(0,31)	0,19	0,13
Ciclo de Caixa	(0,22)	0,14	0,10
<i>Muito ruim</i>			
PM Renovação Estoques	0,20	0,04	0,12
PM Recebimento das Vendas	0,04	(0,30)	(0,09)
PM Pagamento das Compras	0,26	0,18	0,19
Ciclo Operacional	0,12	(0,17)	0,01
Ciclo de Caixa	(0,27)	(0,36)	(0,23)

Os testes efetuados relacionaram as quantidades de dias de prazo médio com os valores nominais de resultado financeiro.

A exemplo do que aconteceu com as receitas financeiras e despesas financeiras, também no resultado financeiro não ocorreram correlações significativas. Poucos são os índices superiores a 0,70 ou inferiores a $-0,70$, que indicariam correlações moderadas ou fortes. Nas poucas vezes em que tais índices aparecem, logo a seguir, na mesma linha, há um índice que contraria o que o outro quis comprovar. Não há, portanto, consistência alguma ao longo dos testes, evidenciando-se a impossibilidade de estabelecer correlações. Desse modo, uma conclusão genérica possível é que não há correlação entre prazos médios e resultado financeiro.

Os resultados deste teste não invalidam a análise de prazos médios e nem sua utilidade como instrumento de análise da situação financeira das empresas.

4.3.4. Síntese das relações dos prazos médios com as contas de resultado financeiro

Todos os testes envolvendo os prazos médios e as contas de resultado financeiro apontaram a inexistência de correlações significativas. Em todos eles foi um resultado inesperado. Depois que se identificou fortes correlações entre os valores circulantes e as contas de resultado financeiro, supunha-se que o mesmo se repetisse em relação aos prazos médios, uma vez que a estrutura de capitais circulantes é fortemente influenciada pelos prazos médios com que a empresa opera.

No entanto, é necessário considerar que há evidências de que sempre é mais complexo tentar estabelecer correlações quando se envolvem grandezas cujo fator de medição seja diferente. Foi fácil estabelecer correlações entre valores nominais de diferentes contas, conforme visto nos itens anteriores. Já correlacionar dias com valores, como é o presente

caso, tende a ser mais complexo. Quando uma destas variáveis é uma quantidade derivada (os prazos médios e os ciclos são derivados de dois ou três valores diferentes), aparentemente a complexidade tende a ser maior.

Apesar desta aparente complexidade e impraticabilidade de correlação, foram feitos testes complementares. Utilizou-se outro tipo de agrupamento das empresas (por faixas de faturamento), que também não evidenciou correlações. A partir disso, buscou-se uma explicação na base de dados, onde evidenciou-se grande disparidade na quantidade de dias dos prazos médios, conforme já demonstrado no tópico que analisou receitas financeiras e prazos médios.

Esta disparidade leva a uma outra hipótese, que encontra algum respaldo na observação empírica: os prazos médios são fortemente influenciados por políticas bastante similares e típicas de cada segmento de mercado. Na prática, as empresas têm pouca margem de manobra nos prazos médios de compra e no prazo concedido aos clientes, já que o mercado, fornecedor ou consumidor, ou então, a própria concorrência, influi fortemente. Sobra, normalmente, para a empresa a gestão do prazo médio de renovação de estoque, onde também há alguns parâmetros de difícil modificação.

Após estas observações, não se pode, de forma alguma, descartar a importância dos prazos médios na análise financeira das empresas e nem sequer afastar a hipótese de que tenham alguma influência nas contas de resultado financeiro. Num grupo amplo e diversificado como o que formou a amostra da presente pesquisa, com empresas de vários segmentos diferentes, é compreensível que não tenha sido possível estabelecer as correlações inicialmente imaginadas no tocante a prazos médios.

O que ficou nítido é que o caminho para a compreensão da dinâmica dos prazos médios e dos ciclos, e de sua eventual influência sobre as contas de resultado financeiro, deve ser feito através de outra abordagem de pesquisa, talvez com análise descritiva, correla-

ção por segmento de mercado ou análise de correlação múltipla. Neste sentido, as demonstrações publicadas em jornais raramente evidenciam qual o segmento de atuação das empresas, o que impossibilita aprofundar a análise por falta de dados confiáveis, que só seriam possíveis através de outra metodologia e que não é o propósito da presente pesquisa.

4.4. Relações dos índices de liquidez com as contas de resultado financeiro

Os índices de liquidez corrente, seca e geral foram submetidos a testes de correlação com os valores nominais de receitas financeiras, despesas financeiras e resultado financeiro.

Neste item são apresentados tópicos distintos para cada um dos agrupamentos (receitas, despesas e resultado) e, ao final, é apresentada uma síntese que busca ver o conjunto dos testes e as implicações decorrentes da análise de liquidez em relação ao comportamento das contas de resultado financeiro.

4.4.1. Relações dos índices de liquidez com as receitas financeiras

A Tabela 4.13 apresenta os fatores de correlação (r de Pearson) relativos aos testes envolvendo os índices de liquidez e as receitas financeiras.

O estudo coloca, de um lado, o valor numérico do índice de liquidez (resultante da divisão de uma conta de ativo por uma conta de passivo) e, de outro lado, o valor nominal das receitas financeiras.

Tabela 4.13 – Correlações entre os índices de liquidez e as receitas financeiras

Situação das empresas / Indicadores	1996	1997	96/97
<i>Excelente</i>			
Liquidez Corrente	0,45	(0,15)	0,15
Liquidez Seca	0,46	0,25	0,31
Liquidez Geral	(0,17)	(0,50)	(0,31)
<i>Sólida</i>			
Liquidez Corrente	(0,32)	(0,25)	(0,28)
Liquidez Seca	(0,27)	(0,20)	(0,23)
Liquidez Geral	(0,32)	(0,30)	(0,30)
<i>Insatisfatória</i>			
Liquidez Corrente	(0,08)	(0,19)	(0,13)
Liquidez Seca	0,00	(0,03)	(0,01)
Liquidez Geral	(0,14)	(0,11)	(0,11)
<i>Péssima</i>			
Liquidez Corrente	(0,86)	0,20	(0,07)
Liquidez Seca	(0,55)	0,60	0,40
Liquidez Geral	(0,48)	(0,19)	(0,22)
<i>Muito ruim</i>			
Liquidez Corrente	(0,27)	(0,77)	(0,52)
Liquidez Seca	(0,30)	(0,57)	(0,45)
Liquidez Geral	(0,04)	(0,33)	(0,23)

Observa-se que são muito raros os casos em que houve índice de correlação posicionado acima de 0,70 ou abaixo de -0,70, que indicariam correlação moderada ou forte. Nos raros casos em que isto ocorre, já no exercício seguinte tem-se um resultado que não apresenta nenhuma similaridade com o anterior. Um exemplo está no grupo de empresas em situação *péssima*: a correlação da liquidez corrente é de -0,86 em 1996 passando para +0,20 em 1997.

Assim como ocorreu nos prazos médios, havia a expectativa de que fossem observadas correlações significativas, mesmo porque é prática no mercado (e até na literatura pertinente) considerar os índices de liquidez como os principais termômetros de saúde financeira.

As razões desta falta de correlação são analisadas com maior profundidade e de forma genérica no tópico final deste item.

4.4.2. Relações dos índices de liquidez com as despesas financeiras

As relações entre os índices de liquidez e as despesas financeiras são analisadas a partir dos fatores de correlação apresentados na Tabela 4.14.

Tabela 4.14 – Correlações entre os índices de liquidez e as despesas financeiras

Situação das empresas / Indicadores	1996	1997	96/97
<i>Excelente</i>			
Liquidez Corrente	0,47	(0,19)	0,02
Liquidez Seca	0,47	0,22	0,22
Liquidez Geral	(0,16)	(0,53)	(0,35)
<i>Sólida</i>			
Liquidez Corrente	(0,27)	(0,17)	(0,21)
Liquidez Seca	(0,26)	(0,15)	(0,19)
Liquidez Geral	(0,30)	(0,25)	(0,26)
<i>Insatisfatória</i>			
Liquidez Corrente	(0,14)	(0,25)	(0,16)
Liquidez Seca	(0,07)	(0,09)	(0,08)
Liquidez Geral	(0,29)	(0,20)	(0,24)
<i>Péssima</i>			
Liquidez Corrente	(0,92)	0,10	(0,20)
Liquidez Seca	(0,63)	0,52	0,28
Liquidez Geral	(0,50)	(0,28)	(0,31)
<i>Muito ruim</i>			
Liquidez Corrente	(0,35)	(0,78)	(0,56)
Liquidez Seca	(0,35)	(0,56)	(0,46)
Liquidez Geral	(0,13)	(0,39)	(0,29)

Esse teste evidencia os índices de correlação resultantes do valor numérico do índice de liquidez com o valor nominal das despesas financeiras.

No exame das tabelas, nota-se que são pouquíssimos os casos de correlações que possam ser consideradas significativas (superiores a 0,70 ou inferiores a -0,70). Quando

tal fato ocorre, o mesmo indicador, na coluna seguinte ou anterior, é completamente diferente. Isto revela que não é possível generalizar conclusões a partir dos testes efetuados.

Este fato já ocorreu no teste anterior, envolvendo as receitas financeiras. Pela similaridade da ocorrência, as razões desta falta de correlação são analisadas no tópico que sintetiza os resultados observados nesta seção.

4.4.3. Relações dos índices de liquidez com o resultado financeiro

Na Tabela 4.15 são apresentados os índices de correlação resultantes dos testes envolvendo os índices de liquidez e o resultado financeiro.

Tabela 4.15 – Correlações entre os índices de liquidez e o resultado financeiro

Situação das empresas / Indicadores	1996	1997	96/97
<i>Excelente</i>			
Liquidez Corrente	0,43	0,02	(0,36)
Liquidez Seca	0,44	0,42	0,43
Liquidez Geral	(0,19)	(0,34)	(0,18)
<i>Sólida</i>			
Liquidez Corrente	0,01	0,05	0,03
Liquidez Seca	0,06	0,06	0,05
Liquidez Geral	0,08	0,15	0,11
<i>Insatisfatória</i>			
Liquidez Corrente	0,16	0,09	0,14
Liquidez Seca	0,11	0,12	0,11
Liquidez Geral	0,34	0,18	0,26
<i>Péssima</i>			
Liquidez Corrente	0,94	(0,03)	0,29
Liquidez Seca	0,66	(0,46)	(0,20)
Liquidez Geral	0,50	0,34	0,36
<i>Muito ruim</i>			
Liquidez Corrente	0,37	0,78	0,57
Liquidez Seca	0,36	0,55	0,46
Liquidez Geral	0,16	0,41	0,31

Os índices representam os coeficientes de correlação quando são cruzados o valor numérico do índice de liquidez com o valor nominal do resultado financeiro.

Também nesta análise verifica-se os mesmos fenômenos observados nos dois tópicos anteriores: a) são poucos os índices de correlação significativos; b) quando ocorrem, são sucedidos ou precedidos de índices que os contrariam.

Um aspecto que diferencia este teste em relação aos dois anteriores é uma visível predominância de indicadores com sinal positivo. Apesar disso, os fatores de correlação, em sua grande maioria, são extremamente baixos para revelarem alguma correlação significativa. De qualquer forma, são um primeiro indício de que à medida que aumenta o índice de liquidez, tende a haver aumento do resultado financeiro. Talvez índices maiores pudessem ser obtidos através de outra estratégia de agrupamento das empresas.

4.4.4. Síntese das relações dos índices de liquidez com as contas de resultado financeiro

Em todos os testes de correlação entre os índices de liquidez e as contas de resultado financeiro não foram evidenciadas correlações que possam ser consideradas significativas e consistentes. Em razão disso, este tópico não se limita a resumir as relações. Ele vai um pouco além, descrevendo outros testes realizados e fazendo algumas considerações adicionais.

Considerando que houve fortes correlações quando se analisou valores circulantes e contas de resultado financeiro e que os índices de liquidez, em sua maior parte, expressam relações entre valores circulantes, era esperada a repetição de correlações significativas.

Como tais correlações não ocorreram, foram feitos alguns testes experimentais, criando-se dois novos “índices de liquidez”: um de *liquidez operacional*, relacionando o ativo circulante cíclico e o passivo circulante cíclico; e outro de *liquidez financeira*, relacionando o

ativo circulante financeiro com o passivo circulante financeiro. Submetidos aos mesmos testes de correlação, também não resultaram índices significativos.

Por fim, tentou-se buscar alguma explicação através de um trabalho de pesquisa mais descritiva. Neste sentido, quando se analisa liquidez, é comum considerar como um bom indicador uma liquidez seca igual ou superior a 1,00, o que, teoricamente, permitiria a empresa saldar seus compromissos sem depender da venda de seus estoques. Tomando-se as demonstrações enquadradas no grupo *sólidas*, observou-se que dos 80 balanços, 73 apresentam liquidez seca superior a 1,00 (se o critério for elevado para 1,20, o número fica em 65, ou seja, 81,25% da amostra). Olhando-se o resultado financeiro, verificou-se que apenas 49 balanços apresentaram valor positivo (61,25%). Tomando-se a amostra total (212 balanços), 121 apresentaram liquidez seca superior a 1,00 (57,07%) e apenas 79 (37,26%) tiveram resultado financeiro positivo.

Este trabalho complementar evidencia que é necessário ter cautela ao tomar os indicadores de liquidez como parâmetro único de saúde financeira. Trata-se de uma prática ainda bastante comum, inclusive no setor bancário.

De qualquer forma, assim como aconteceu com os prazos médios, não se pode descartar os índices de liquidez como instrumentos de avaliação da situação da empresa. A ausência de correlação dos índices de liquidez com as contas de resultado financeiro e as evidências adicionais apontadas pelos dados complementares acima expostos, indicam que a análise da liquidez também precisa ser feita com muita cautela.

Ressalte-se que não é apenas o resultado financeiro que indica a saúde financeira de uma empresa. No entanto, resultados financeiros negativos de forma persistente precisam ser compensados por maior resultado operacional ou, o que é mais comum, serem absorvidos por recursos permanentes ou circulantes, o que, a longo prazo, acaba reduzindo a

capacidade de pagamento da empresa. Este aspecto, porém, não é captado exclusivamente pelos índices de liquidez, como normalmente se supõe.

Por outro lado, até pela importância que ainda é dada aos índices de liquidez, é recomendável que sejam feitos estudos adicionais buscando aferir melhor sua forma de utilização. Aparentemente, há indicativos de que a liquidez, assim como os prazos médios, também tem alguma relação com o segmento de mercado em que a empresa atua. Desse modo, talvez a análise de liquidez através de parâmetros setoriais se torne mais eficaz do que se basear em critérios gerais.

5. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Neste capítulo, são evidenciadas as conclusões genéricas possíveis após a realização da pesquisa e são levantados alguns questionamentos que requerem maior aprofundamento. Também, como contribuição final e dentro do espírito das pesquisas exploratórias, são apresentadas algumas recomendações para estudos posteriores.

5.1. Conclusões

No presente estudo, foi percorrida uma gama variada de indicadores econômicos e financeiros buscando analisar suas relações com as contas de receitas financeiras, despesas financeiras e resultado financeiro.

Uma primeira anotação conclusiva deve ser feita a respeito do método adotado para a classificação de empresas. A tipologia proposta por Braga, baseada no modelo Fleuriet, mostrou-se adequada para os principais propósitos do estudo. Permitiu evidenciar a importância de uma adequada estrutura dos capitais circulantes das empresas. Também foi útil para compreender a relação entre as contas de resultado financeiro e as demais contas de resultado. Todavia, apresentou limitações quando se tentou estabelecer relações entre contas de resultado financeiro e prazos médios de giro, não significando, porém, a invalidação do método de classificação. Aparentemente, é necessária acrescentar, também, uma classificação por segmento de mercado em que atuam as empresas. Limitações semelhantes foram identificadas na análise das correlações dos índices de liquidez com as contas de resultado financeiro.

Objetivamente, quanto às cinco questões de pesquisa, conclui-se que:

- a) Foram identificadas fortes correlações positivas, moderadas e até perfeitas quando se analisou receitas financeiras e despesas financeiras com outras contas de resultado (receitas operacionais, bruta e líquida, e resultado operacional). Evidencia-se, assim, forte tendên-

cia de que os valores de receitas financeiras e despesas financeiras cresçam em proporção similar ao crescimento dos valores de receitas operacionais, bruta e líquida, bem como do lucro operacional. No tocante a resultado financeiro, a correlação não mostrou-se tão consistente. A aparente contradição parece estar relacionada à variação de taxas entre aplicações financeiras e despesas financeiras.

- b) Na quase totalidade dos testes realizados envolvendo valores circulantes e as contas de receitas e despesas financeiras foram identificadas correlações moderadas, fortes e perfeitas. Quanto ao resultado financeiro, também foram identificadas correlações significativas nos grupos de empresas com melhor estrutura de capitais circulantes, o mesmo não ocorrendo com empresas em dificuldades. Notou-se, ainda, que, na análise de valores circulantes derivados (capital circulante líquido, investimento operacional em giro e tesouraria), na grande maioria dos casos, o sinal da correlação foi igual ao sinal (positivo ou negativo) do respectivo valor.
- c) Não foram observadas correlações significativas entre os prazos médios de renovação de estoques, de recebimento das vendas e de pagamento das compras com os valores nominais de receitas financeiras, despesas financeiras e resultado financeiro. A mesma falta de correlações ocorreu quando se analisou ciclo operacional e ciclo de caixa. Um dos problemas detectados foi a grande disparidade de dias de giro e/ou de ciclo entre as empresas constituintes das amostras, mesmo respeitando-se o agrupamento adotado. Foi levantada a idéia de que, talvez, seja necessário agrupar as empresas também por segmento de mercado. Esta segmentação não estava disponível face às próprias características do estudo.
- d) Também nos índices de liquidez não foram evidenciadas correlações importantes quando submetidos a testes com os valores de receitas financeiras, despesas financeiras e resultado financeiro. Aparentemente, as razões são as mesmas verificadas quando se analisou prazos médios. No entanto, quando se analisou o resultado financeiro, a grande maioria

dos índices de correlação apresentou sinal positivo. Os índices resultantes, porém, não foram significativos (a maior parte foi inferior a 0,70). Este resultado parece demonstrar alguma tendência de que o resultado financeiro tende a ser tanto maior quanto maior forem os índices de liquidez. Porém, como os índices foram baixos, uma afirmação conclusiva só se torna possível com estudos complementares e, talvez, com agrupamentos diferenciados ou outras técnicas de estudo.

- e) Quanto a relações e variáveis estudadas que apresentam um comportamento mais previsível que possa auxiliar na análise e no planejamento da estrutura financeira das empresas, as maiores evidências estão presentes na estrutura de valores circulantes. Nos diferentes grupos de testes realizados, foi onde ocorreu maior quantidade de relações significativas. Além disso, no tocante a valores circulantes derivados (capital circulante líquido, investimento operacional em giro e tesouraria) a similaridade do sinal da correlação com o sinal da respectiva conta derivada, presente na grande maioria dos testes, apresenta fortes evidências de que as contas de resultado financeiro (receitas, despesas e o próprio resultado) são afetadas pela composição e pela estrutura dos valores circulantes.

Um aspecto que, até certo ponto, surpreendeu foi a não ocorrência de correlações nos prazos médios. A pesquisa bibliográfica evidenciou forte influência dos prazos médios sobre os valores circulantes. No teste envolvendo valores circulantes, houve correlações fortes. Pareceu evidente que também deveria haver correlação entre contas de resultado financeiro e prazos médios. Como tal não ocorreu, levantou-se a suspeita de que tais indicadores possam ter influências setoriais, o que exigiria, no mínimo, outro tipo de agrupamento para fins de estudo. Como não se conhece, pelas demonstrações contábeis publicadas, o segmento de atuação de cada empresa, foi impraticável agrupar as demonstrações contábeis por segmento de mercado. Este recurso e, ainda, uma análise de correlação múltipla, talvez possam explicar como se relacionam prazos médios de giro com receitas e despesas financeiras.

O trabalho como um todo permitiu evidenciar a importância de uma estrutura de capitais circulantes adequada às necessidades da empresa. O modelo de classificação adotado para a pesquisa pode ser aplicado a cada empresa individualmente. Ele permite que, com mínimos cálculos, se possa ter uma primeira classificação da situação e prever a tendência do comportamento de suas receitas e despesas financeiras. Assim sendo, revela-se como um instrumento útil para o gestor planejar suas operações e sua estrutura de capitais de forma tal que o resultado financeiro não comprometa a rentabilidade do negócio.

Desta forma, se tem, como contribuição principal do presente estudo, a compreensão de que as receitas e as despesas financeiras são influenciadas pela estrutura de capitais circulantes. Essa estrutura é de fácil visualização pelo gestor, o que facilita o trabalho de planejamento financeiro.

Esta conclusão não desmerece e nem elide a análise das demonstrações contábeis através de outros índices. Apenas busca acrescentar mais um elemento que pode e deve ser considerado pelo analista.

5.2. Recomendações

Quanto ao foco do estudo em si, fica a recomendação para que se busquem novas linhas de pesquisa voltadas à análise de despesas financeiras. Hoje, a taxa de juros real na economia exige dos pesquisadores a busca da compreensão sobre o fenômeno. A ampla literatura financeira traduzida tem sua preocupação fortemente voltada para remuneração de investidores, lançamento de ações, alavancagem financeira e outros temas que fogem à realidade da grande maioria das empresas brasileiras. Os pesquisadores brasileiros, mesmo sem fontes de referência estrangeira, precisam buscar compreender a nossa situação específica e apresentar alternativas que atendam as peculiaridades das empresas nacionais.

Neste sentido, cabem mais trabalhos de natureza descritiva que busquem identificar o custo real do dinheiro e o impacto das despesas financeiras. É possível até estruturar um sistema de acompanhamento sistemático de tal custo, por categoria de empresas, que forneça dados independentes dos indicadores que medem apenas a média das taxas suportadas pelas grandes empresas. Há fortes evidências na observação empírica (e, pelo nível de risco, é até compreensível que assim seja) de que as taxas de juros são muito mais elevadas para pequenas empresas e para as empresas com estrutura de capitais circulantes mais deficiente.

Uma linha de pesquisa que também pode ser sugerida é a análise do comportamento das receitas e despesas financeiras por segmento de mercado das empresas. Há setores que são “financiadores disfarçados”, como é o caso do comércio de eletro-eletrônicos, que consegue transferir taxas financeiras elevadas para o mercado consumidor. Já outros setores enfrentam situação oposta. É o caso do comércio de automóveis novos, obrigado a financiar com taxas baixas, por vezes menores que suas taxas de captação.

Esta análise segmentada também parece interessante quando se estuda prazos médios de giro. Aparentemente, cada segmento de mercado tende a ter comportamentos mais ou menos uniformes em prazos médios de recebimento de vendas (financiamento aos clientes) e pagamento das compras (crédito dos fornecedores) e com variações não muito acentuadas nas políticas de estocagem. Há, ainda, alguma possibilidade de relacionar estes prazos médios com o desempenho financeiro. Quanto a este último tópico, é provável que seja necessário recorrer ao estudo de correlação múltipla.

Ainda dentro do contexto de despesas financeiras, há espaço para contribuições teórico-empíricas que tragam novos subsídios e exemplos práticos de apropriação das despesas financeiras ao sistema de custos e preços. Dentro de uma ótica mais contábil e financeira, isto pode ser analisado sob as diferentes óticas de custeio. Já dentro de uma ótica mais merca-

dológica e econômica, é possível avaliar estratégias de custo-volume e em diferentes situações de competitividade.

Por último, cabe lembrar que uma falência não acontece por acaso e raramente é súbita. O processo de deterioração dos indicadores econômicos e financeiros é algo que tende a ocorrer de forma lenta e progressiva. O impacto das despesas financeiras tende a ir aumentando. No presente estudo, estabeleceu-se alguma relação entre contas de resultado financeiro com a estrutura de capitais. Uma interessante área de pesquisa parece ser um estudo multicase, envolvendo uma amostra de processos falimentares e tendo como objeto de estudo o comportamento das receitas financeiras, das despesas financeiras e do resultado financeiro nos anos anteriores à falência.

BIBLIOGRAFIA

- ASSAF NETO, Alexandre e SILVA, César Augusto Tibúrcio. **Administração do capital de giro**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1997.
- ATHAR, Raimundo Aben. Demonstração do valor adicionado – DVA. **Revista do Conselho Regional de Contabilidade do Rio Grande do Sul**. Porto Alegre: CRC-RS, maio/1999.
- BARBETTA, Pedro Alberto. **Estatística aplicada às ciências sociais**. Florianópolis: Ed. da UFSC, 1994.
- BASSO, Lauri. Balanço Social: contribuições de um caso. **Contabilidade e Informação**. Ijuí/RS: Ed. Unijuí, ano 1, n.2 . Set/1998.
- BEUREN, Ilse Maria. Conceituação e contabilização do custo de oportunidade. **Caderno de Estudos Fipecafi**. São Paulo: FEA-USP, n.8, p.01-18. Abr/1993.
- BRAGA, Roberto. **Fundamentos e técnicas de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1989.
- CERVO, Amado Luiz e BERVIAN, Pedro Alcino. **Metodologia científica**. 3.ed. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1983.
- D'ÁURIA, Francisco. **Estrutura e análise de balanços**. 4.ed. São Paulo: Cia. Editora Nacional, 1956.
- DE LUCA, Márcia M. Mendes. **Demonstração do valor adicionado**. São Paulo: Atlas, 1998.
- DE ROCCHI, Carlos Antonio. Juros internos e o capital próprio funcional. **Revista do Conselho Regional de Contabilidade do Rio Grande do Sul**. Porto Alegre: CRC-RS. p. 34-39. Dez/1998.
- DI AGUSTINI, Carlos Alberto. **Capital de giro: análise das alternativas; fontes de financiamento**. São Paulo: Atlas, 1996.

- DRUCKER, Peter. **La administracion en una época de grandes cambios**. Buenos Aires: Sudamericana, 1996.
- FIPECAFI – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras. **Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações: aplicável também às demais sociedades**. 4.ed. São Paulo: Atlas, 1994.
- FRANCO, Hilário. **Estrutura, Análise e Interpretação de Balanços**. 15.ed. São Paulo: Atlas, 1992.
- FUSCO, José Paulo Alves e BRUNSTEIN, Israel. **Gestão competitiva de preços: uma visão integrada**. *Revista de Administração*. São Paulo: USP, v. 32, n. 3.p.89-96 , julho/setembro 1997. USP
- GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 4.ed. São Paulo: Atlas, 1994.
- GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1996.
- GUERREIRO, Reinaldo. **Mensuração do resultado econômico**. *Caderno de Estudos Fipecafi*. São Paulo: FEA-USP, n.3. Set/1991.
- HENDRICKSEN, Eldon S. e VAN BREDA, Michael F. **Accounting theory**. 5.ed. Illinois: Richard D. Irwin, 1992.
- HORNGREN, Charles H. **Introdução à contabilidade gerencial**. 5.ed. Rio de Janeiro: Prentice-Hall do Brasil, 1995.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de balanços**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 1995.
- . **Teoria da contabilidade**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 1997. A – a
- . **Lucro contábil – crepúsculo ou ressurgimento?** *Caderno de Estudos Fipecafi*. São Paulo: FEA-USP. s/d.
- ; MARION, José Carlos. **Manual de contabilidade para não contadores**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1990.
- JOHNSON, H. Thomas e KAPLAN, Robert S. **Contabilidade gerencial: a restauração da relevância da contabilidade nas empresas**. Rio de Janeiro: Campus, 1993.

- KANITZ, Stephen Charles. **Como prever falências**. São Paulo: McGraw-Hill, 1978.
- KERLINGER, Fred N. **Metodologia da pesquisa em ciências sociais**. São Paulo: EPU, 1980.
- KÖCHE, José Carlos. **Fundamentos de metodologia científica: teoria da ciência e prática da pesquisa**. 14.ed. Petrópolis, RJ: Vozes, 1997.
- LAKATOS, Eva Maria e MARCONI, Marina de Andrade. **Metodologia científica**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1995.
- MARCONI, Marina de Andrade e LAKATOS, Eva Maria. **Técnica de pesquisa**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1996.
- MARION, José Carlos. **Contabilidade empresarial**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1993.
- MARQUES, José Augusto Veiga da Costa e BRAGA, Roberto. Análise dinâmica do capital de giro: o modelo Fleuriet. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo: FGV, v. 35, n.3, p.49-63. Mai./Jun.1995.
- MARTINS, Eliseu e ASSAF NETO, Alexandre. **Administração financeira: as finanças das empresas sob condições inflacionárias**. São Paulo: Atlas, 1996.
- MATARAZO, Dante C. **Análise financeira de balanços**, 3. ed. São Paulo: Atlas, 1995.
- PADOVEZE, , Clóvis Luís. **Contabilidade gerencial: um enfoque em sistema de informação contábil**. 1.ed. São Paulo: Atlas, 1996.p.23.
- PROCIANOY, Jairo Laser e CASELANI, César Nazareno. A emissão de ações como fonte de crescimento ou como fator de redução do risco financeiro: resultados empíricos. **Revista de Administração**. São Paulo: FEA-USP, v. 32, n.3. p.70-81. Jul/Set 1997.
- PROVAR – Programa de Administração de Varejo. **Finanças no varejo: gestão operacional**. PROVAR – São Paulo: Atlas, 1996.
- RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1989.
- SÁ, Antonio Lopes de. **Curso superior de análise de balanços**. v.2. São Paulo: Atlas, 1961.

SÁ, Antonio Lopes de e SÁ, Ana M. Lopes de. **Dicionário de contabilidade**. 7.ed. São Paulo: Atlas, 1983.

SANTI FILHO, Armando de e OLINQUEVITCH, José Leônidas. **Análise de balanços para controle gerencial**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1993.

SANTI FILHO, Armando de e OLINQUEVITCH, José Leônidas. **Análise de balanços para controle gerencial**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1993.

SILVA, José Pereira da. **Análise financeira das empresas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1996.

SMITH, David. O desafio da estabilização. **HSM Management**. São Paulo: Savana, ano 1. n. 1. Mar-abr/1997.

STEVENSON, William J. **Estatística aplicada à administração**. São Paulo: Harper & Row do Brasil, 1981.

ANEXOS

ANEXO 1

RELAÇÃO DE EMPRESAS QUE COMPÕEM A AMOSTRA

Observações:

As empresas que fazem parte da amostra estão relacionadas abaixo em ordem alfabética de sua razão social. Na segunda coluna, é informada a data da publicação das demonstrações contábeis, todas feitas no Jornal do Comércio, de Porto Alegre/RS.

Razão Social	Data da Publicação do Balanco
A. J. Renner S/A – Industria e Participações	22/04/98
A. M. Souza S/A	12/02/98
Aubos Trevo S/A	12/02/98
Aeroeletrônica – Industria de Componentes Aviônicos S/A	06/03/98
AEROMOT – Aeronaves e Motores S/A	06/03/98
Agroseta S/A	16/04/98
Amadeo Rossi S/A Metalúrgica e Munições	16/04/98
Americana Diesel S/A	13/04/98
Ansaldo Coemsa S/A	24/04/98
Araupel S/A	09/04/98
Arrozeira Sepeense S/A	20/04/98
Avipal S/A – Avicultura e Agropecuária	02/04/98
Baldo S/A – Comércio Industria e Exportação	27/04/98
Baumhardt Irmãos S/A	16/04/98
Calçados Azaléia S/A	17/02/98
Calçados Ortopé S/A	25/03/98
Cambará S/A Produtos Florestais	17/04/98
Casa Dico S/A – Comércio e Industria	11/03/98
Casas Tigre S/A Comércio e Industria	05/06/98
Celulose Irani S/A	25/03/98
Cerâmica Decorite S/A	17/04/98
Cia. Castelo de Bebidas	20/04/98
Cia. Real de Distribuição	03/03/98
Comercial Prativiera Alberti S/A	07/04/98

Companhia Apolo de Supermercados	22/04/98
Companhia Comercial Manufaturadora S/A	17/04/98
Companhia de Cimentos Portland Gaúcho	24/04/98
Conservas Oderich S/A	24/03/98
COPEL – Companhia Petroquímica do Sul	13/02/98
Cortel S/A	07/05/98
Curtidora Águila S/A	16/04/98
Curtume Aimoré S/A	19/03/98
Curtume Kern-Mattes S/A	09/03/98
Dambroz S/A Industria Mecânica e Metalúrgica	27/03/98
Dana-Albarus S/A Industria e Comércio	14/04/98
Defer S/A - Fertilizantes	24/04/98
Digitel S/A Industria Eletrônica	27/03/98
Elegê Alimentos S/A	15/04/98
Elevadores Sûr S/A Industria e Comércio	18/02/98
Engepol S/A	31/03/98
Ernesto Woebcke S/A	29/04/98
Ferramentas Gerais Comércio e Importação S/A	30/03/98
Fitesa Fibras e Filamentos S/A	27/03/98
Fitesa S/A	27/03/98
Forjas Taurus S/A	27/03/98
Forjasul S/A Materiais Elétricos	09/04/98
Frangosul S/A – Agro Avícola Industrial	25/03/98
Fuga Couros S/A	17/04/98
Gazola S/A Industria Metalúrgica	27/03/98
Granóleo S/A – Comércio e Ind. de Sementes Oleaginosas e Derivados	30/03/98
Grendene S/A	30/04/98
Guaporense S/A Industria, Construções e Mineração	17/04/98
Habitasul S/A Comércio Exterior	27/03/98
Hercules S/A Fábrica de Talheres	05/05/98
Ibasa – Importadora Bagé S/A	30/03/98
Ikro S/A	13/05/98
Imap S/A Industria e Comércio	27/02/98
Importadora Americana S/A – Comercial Técnica	13/04/98
Industrias Micheletto S/A	17/04/98

Ipiranga Petroquímica S/A	31/03/98
Isla S/A Importadora de Sementes para Lavoura	18/05/98
Itapemasa – Itaqui Petróleo e Máquinas S/A	18/05/98
Jardine Veículos S/A	22/04/98
Kircher Hillmann Atacadista S/A	30/03/98
Linck S/A Equipamentos Rodoviários e Industriais	20/02/98
Livraria do Globo S/A	22/04/98
Loja Renner S/A	12/02/98
Lojas Colombo S/A Comércio de Utilidades Domésticas	24/03/98
Manzoli S/A Comércio e Industria	11/03/98
Medabil Varco-Pruden S/A	27/03/98
Memphis S/A - Industrial	26/03/98
Metalcan S/A	17/04/98
Metalúrgica Gerdau S/A	12/03/98
Metalúrgica Hassmann S/A	15/04/98
Mogasa – Moinhos Galópolis S/A	25/03/98
Moinhos Cruz do Sul S/A	07/04/98
Motrisa – Moinhos de Trigo Indígena S/A	15/04/98
Móveis Carraro S/A	30/03/98
Oscar Kunz S/A Industria e Comércio	22/01/98
Panambra Sul Riograndense S/A – Revendedora de Veículos	13/03/98
Panatlântica S/A	08/04/98
Pandolfo Industria de Ferramentas S/A	29/04/98
Panvel S/A Drogarias e Farmácias	10/03/98
Parks S/A Comunicações Digitais	18/02/98
Perto S/A – Periféricos para Automação	20/05/98
Petroquímica Triunfo S/A	09/04/98
Plásticos Pisani S/A	30/04/98
Pozza S/A Industria Moveleira	27/03/98
Predileto Pena Branca Alimentos S/A	07/04/98
Prenda S/A	16/03/98
Produtos Alimentícios Corsetti S/A Industria e Comércio	23/03/98
Quero-Quero S/A	17/04/98
Recrusul S/A	27/03/98
Ribeiro Jung S/A Comércio de Automóveis	30/04/98

Savar S/A Veículos	24/04/98
Savarsul S/A Veículos	24/04/98
SLC-John Deere S/A	24/03/98
Subrasa – Vidraria Sul Brasil S/A	24/04/98
Sulbra S/A – Distribuidora de Veículos	09/03/98
Tecidos G. Malty Sada S/A	03/04/98
Telasul S/A	11/03/98
Termolar S/A	24/04/98
Trafo Equipamentos Elétricos S/A	30/03/98
Tramontina Ferramentas S/A	09/04/98
Tramontina Garibaldi S/A Industria Metalúrgica	09/04/98
Tramontina S/A Cutelaria	09/04/98
Weco S/A Industria de Equipamento Termo-Mecânico	06/05/98
Zivi S/A Cutelaria	05/05/98

Relações das contas de resultado financeiro com valores circulantes

Tabela A2.2 – Relação das contas de resultado financeiro com valores circulantes
Dados parciais – Correlações maiores que 0,7 e menores que -0,7

Indicadores	Receitas financeiras (Tabela 4.6)			Despesas financeiras (Tabela 4.7)			Resultado financeiro (Tabela 4.8)		
	1996	1997	96/97	1996	1997	96/97	1996	1997	96/97
<i>Excelente</i>									
Ativo Circulante Financeiro	1,00	0,99	0,95	1,00	0,99	0,84	1,00	1,00	0,98
Ativo Circulante Cíclico	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,96	0,99	0,96	0,85
Passivo Circulante Financeiro	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,98	1,00	0,98	0,87
Passivo Circulante Cíclico	0,99	0,99	0,98	0,98	0,99	0,97	0,99	0,98	0,82
Capital Circulante Líquido	1,00	0,93	0,74	1,00	0,91	-	1,00	0,98	0,97
Investimento Operac. em Giro	(1,00)	(0,92)	(0,82)	(1,00)	(0,90)	(0,89)	(1,00)	(0,97)	-
Tesouraria	1,00	0,93	0,81	1,00	0,91	-	1,00	0,97	0,99
<i>Sólida</i>									
Ativo Circulante Financeiro	0,87	0,95	0,90	0,77	0,97	0,91	-	(0,81)	-
Ativo Circulante Cíclico	0,82	0,94	0,85	0,78	0,99	0,93	-	(0,86)	-
Passivo Circulante Financeiro	0,86	0,95	0,91	0,86	0,96	0,92	-	(0,79)	-
Passivo Circulante Cíclico	0,88	0,95	0,90	0,81	0,96	0,92	-	(0,79)	-
Capital Circulante Líquido	0,73	0,93	0,81	-	0,99	0,89	-	(0,87)	-
Investimento Operac. em Giro	0,71	0,92	0,80	0,70	0,99	0,91	-	(0,88)	-
Tesouraria	-	0,92	0,72	-	0,95	0,73	-	(0,81)	-
<i>Insatisfatória</i>									
Ativo Circulante Financeiro	0,91	0,86	0,88	0,87	0,86	0,83	(0,72)	-	-
Ativo Circulante Cíclico	0,95	0,82	0,88	0,90	0,85	0,87	(0,74)	-	-
Passivo Circulante Financeiro	0,92	0,85	0,88	0,89	0,90	0,85	(0,74)	-	-
Passivo Circulante Cíclico	0,76	0,80	0,75	0,86	0,82	0,84	(0,79)	-	-
Capital Circulante Líquido	0,81	0,82	0,76	-	0,79	-	-	-	-
Investimento Operac. em Giro	0,86	0,73	0,78	-	0,76	-	-	-	-
Tesouraria	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Péssima</i>									
Ativo Circulante Financeiro	-	0,98	0,94	-	1,00	0,93	-	(0,99)	(0,90)
Ativo Circulante Cíclico	0,95	1,00	0,99	0,98	0,99	0,99	(0,98)	(0,97)	(0,97)
Passivo Circulante Financeiro	0,90	0,98	0,96	0,96	1,00	0,99	(0,97)	(0,99)	(0,99)
Passivo Circulante Cíclico	0,91	0,97	0,94	0,97	0,93	0,93	(0,98)	(0,88)	(0,90)
Capital Circulante Líquido	(0,87)	(0,96)	-	(0,94)	(0,99)	-	0,96	1,00	0,71
Investimento Operac. em Giro	0,97	0,98	0,98	0,98	1,00	0,99	(0,97)	(0,99)	(0,98)
Tesouraria	(0,90)	(0,97)	(0,86)	(0,96)	(1,00)	(0,92)	0,97	1,00	0,94
<i>Muito Ruim</i>									
Ativo Circulante Financeiro	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ativo Circulante Cíclico	0,82	0,77	0,77	0,73	0,82	0,78	(0,70)	(0,83)	(0,78)
Passivo Circulante Financeiro	0,86	-	-	0,93	-	-	(0,94)	-	-
Passivo Circulante Cíclico	0,89	0,96	0,94	0,79	0,98	0,94	(0,76)	(0,98)	(0,93)
Capital Circulante Líquido	(0,95)	(0,95)	(0,94)	(0,90)	(0,98)	(0,95)	0,87	0,97	0,94
Investimento Operac. em Giro	(0,91)	(0,98)	(0,96)	(0,81)	(0,99)	(0,95)	0,78	0,99	0,94
Tesouraria	(0,81)	-	-	(0,90)	-	-	0,92	-	-

