

2 Estratégia de Análise

2.1 Marco Teórico

Esta pesquisa “O Desempenho Operacional de Curto Prazo e Administração de Capital de Giro, entre as empresas do brasileiras e peruanas” aborda a análise do Capital de Giro usando os métodos tradicionais neste caso, os índices econômicos financeiros de ILC, ILS, ILIM e ROA e a aplicação do Modelo Fleuriet. A análise dessas duas abordagens é feita usando os demonstrativos financeiros e econômicos de empresas dos países selecionados.

2.1.1 Abordagem Tradicional

Na análise tradicional de uma empresa, a administração de capital de giro está vinculada à relação de maximização dos ativos circulantes e à busca de minimização de suas obrigações de curto prazo, destacando essa situação ao término das atividades. Assim, “A análise tradicional dos demonstrativos financeiros tem no Índice de Liquidez Corrente (ou Comum), o parâmetro para avaliar a condição financeira de curto prazo de uma empresa, que só poderá ser reconhecida como verdadeira no momento da liquidação da empresa, quando, então todo o ativo circulante se realizará e todo o Passivo Circulante será quitado. Além do mais, o número de vezes em que os bens disponíveis e realizáveis cobrirão as exigibilidades só se manterá o mesmo se não houver o risco de perdas com Estoques e Valores a Receber” (FIORAVANTI, 1999).

Por meio do enfoque tradicional, uma análise econômico-financeira, é feita através do Balanço Patrimonial que é a demonstração contábil que apresenta todos os bens e direitos da empresa no Ativo e todas as obrigações no Passivo Exigível. A diferença entre os dois é o Patrimônio Líquido, que representa o capital investido pelos proprietários da empresa. Tudo isto, quer dizer que a capacidade da empresa para pagar suas obrigações está vinculada à alienação de seu ativo circulante e tem como principal parâmetro à solvência da empresa medida pelos índices de liquidez, os quais são calculados a partir das contas ou os grupos do balanço patrimonial relativos a uma determinada data, tendo, portanto, um caráter estático.

2.1.1.1

Administração do Capital de Giro e da Liquidez

A contabilidade em si destaca a necessidade de classificar os ativos de acordo com sua liquidez, conseqüentemente, os credores costumam ter mais interesse na liquidez da empresa e na suficiência de seu capital de giro.

Quadro 1: Estrutura Tradicional do Balanço Patrimonial

ATIVO	PASSIVO
1-Ativo Circulante	1-Passivo Circulante
2-Ativo Realizável a Longo Prazo	2-Passivo Exigível a Longo Prazo
3-Ativo Permanente	3-Resultados de Exercícios Futuros
Investimentos	4-Patrimônio Líquido
Imobilizado	Capital
Intangível	Reservas de Capital
Diferido	Reservas de Reavaliação
	Reservas de Lucros
	Lucros ou Prejuízos Acumulados

Fonte: Adaptação de Assaf Neto (2003.p.79)

No quadro 1: as Contas do Ativo classificam-se em forma decrescente segundo o grau de liquidez e representa aplicações ou uso de fundos. As Contas do Passivo classificam-se em forma decrescente de grau de exigibilidade e representam aplicações ou uso de fundos utilizados pela empresa.

Para se ter uma melhor ideia sobre as fontes de uma empresa é preciso saber que

“os recursos investidos na empresa têm origem em duas diferentes fontes: os capitais próprios, que constituem o patrimônio líquido e os capitais de terceiros, que representam as exigibilidades da empresa” (Franco, 1997; 31).

Vale lembrar que a Administração financeira de curto prazo é denominada de administração do capital de giro. Assim, a administração do capital de giro envolve um processo contínuo de tomadas de decisões voltadas principalmente para a preservação da liquidez da empresa, mas também afetam a sua rentabilidade” (Braga, 1989). Vieira (2005) assevera que a administração do capital de giro tem como objetivo principal a manutenção do equilíbrio financeiro da empresa como forma de garantir a continuidade da atividade

operacional e propiciar condições adequadas que favoreçam a sua sobrevivência e o seu crescimento. Esta posição de equilíbrio se materializa na capacidade da empresa de cumprir com os compromissos financeiros assumidos (ou seja, pagar o que deve no vencimento), o que significa manter um fluxo de caixa saudável e uma boa situação de liquidez.

No âmbito da liquidez, sob o enfoque da análise tradicional, a avaliação é realizada com a utilização de indicadores econômico-financeiros calculados a partir das informações contidas nas demonstrações contábeis e tem como foco verificar a capacidade da empresa de pagar os compromissos financeiros assumidos. Sob essa ótica, a ênfase da liquidez recai nos aspectos de solvência ou capacidade de pagamento isto porque considera a realização das contas quando se produz o encerramento das atividades da empresa.

2.1.1.2 Capital de Giro

A explicação do Capital de giro ainda exige uma interpretação mais abrangente, pois, existem diversas interpretações feitas por diversos autores. Assim, por exemplo, qualquer que seja a definição adotada, o conceito corresponde a uma parcela de capital aplicada pela empresa em seu ciclo operacional, praticamente de curto prazo, assumindo diferentes composições ao longo da atividade da empresa. (Martins: Assaf Neto, 1992).

O capital de giro influi diretamente na liquidez e rentabilidade da empresa e é representado por recursos correntes da empresa no prazo de um ano (dependendo do ciclo operacional da empresa) que se transformam em caixa. Assim, o capital de giro por vezes é chamado de capital de giro bruto, quando se refere aos ativos circulantes utilizados em operações. (Brigham, 2001).

A transformação do capital de giro em ativo circulante (elemento de caixa) não ultrapassa a duração do ciclo operacional da empresa. Em alguns casos ele é transformado muito rapidamente em caixa, cobrindo desta maneira as necessidades de curto prazo da empresa, diferentemente do que acontece com os ativos fixos. O termo Capital de Giro relaciona-se, também, ao giro dos ativos circulantes. Conforme, cada componente do capital de giro é rapidamente convertido em outros ativos. Esta transformação ocorre desde a aquisição de matérias-primas, passando por produto acabado, contas a receber, até que os recursos voltem ao caixa novamente. (Di Agustini, 1999).

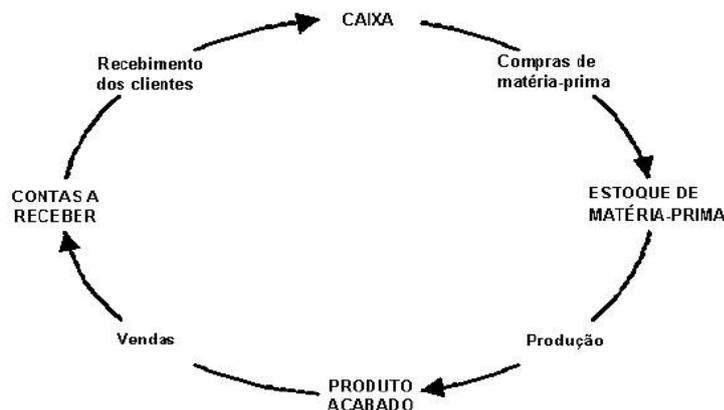


Figura 1: Ciclo de Caixa

Fonte: Adaptado de Sanvicente (1997, p. 121).

O capital de giro pode ser ainda dividido em fixo (ou permanente) e variável (ou sazonal):

- O capital de giro permanente refere-se ao volume mínimo de ativo circulante necessário para manter a empresa em condições normais de funcionamento.
- O capital de giro variável é definido pelas necessidades adicionais e temporais de recursos verificadas em determinados períodos e motivadas, principalmente, por compras antecipadas de estoque, maior morosidade no recebimento de clientes, recursos do disponível em trânsito, maiores vendas em certos meses do ano, etc.

2.1.1.3 Características do Capital de Giro

Para desenvolver este ponto, trabalhou-se com as perspectivas do autor Mehta (1978). Ele apresenta três características principais do capital de giro:

- **Curta duração** – demonstrando que as contas que formam parte do Ativo Circulante como caixa, contas a receber, estoques e outros, são de rápida convertibilidade. O prazo máximo de conversão desses ativos não supera o ciclo operacional.
- **Rápida transformação e inter-relacionamento** – onde cada elemento do ativo circulante se transforma rapidamente em outra forma de ativo circulante, verifica-se o inter-relacionamento entre

esses elementos. Assim, o caixa é utilizado para a compra de estoques. Os estoques, por sua vez, são consumidos e gera novamente caixa quando são vendidos à vista ou, também geram duplicatas a receber, quando são vendidos a prazo, e, por fim, a cobrança das duplicatas a receber se transformam novamente em caixa. Esse ciclo contínuo refere-se ao ciclo financeiro.

- **Formas de ativos e a sincronização da ação dos níveis de atividade:** No caso que ele menciona é sim as empresas apresentaram atividades como (produção, vendas e recebimento), se ocorresse de forma perfeitamente sincronizada e integrada, não haveria necessidade de investimento em capital de giro. Assim, se todas as vendas fossem realizadas à vista, inexistiriam investimentos em duplicatas a receber. Identicamente, caso a produção e as vendas fossem sincronizadas, tornar-se-iam desnecessários investimentos em estoques de produtos acabados.

Mehta (1978) menciona, ainda, mais duas características do capital de giro, relativas aos ativos fixos (permanentes) de uma empresa:

- **Baixa rentabilidade dos investimentos em ativos circulantes:** considerando as características de atuação de cada empresa, os ativos circulantes constituem aplicações de recursos de baixa rentabilidade em contraposição às aplicações de recursos nos ativos permanentes, cujas vendas dos produtos propiciam a recuperação dos custos e despesas e surgimento dos lucros. No entanto, os investimentos nos ativos circulantes são necessários à sustentação das atividades operacionais das empresas.
- **Divisibilidade dos elementos circulantes:** o capital de giro é distinguido dos ativos permanentes pela sua divisibilidade, mostrando que a empresa pode variar o volume do seu capital de giro através de aumentos marginais sempre que for necessário. Essa característica permite um aporte relativamente baixo de recursos nos ativos circulantes, atenuando os efeitos da baixa rentabilidade que os mesmos proporcionam.

2.1.1.4 Capital Circulante Líquido

O tratamento desta parte do trabalho foi feita com a visão de vários autores. A definição de capital circulante líquido (CCL) foi extraída de Vieira (2008). Brigham e Houston (2000) e Gitman (2002) assinalam o conceito tratado fazendo uma diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante. A expressão Capital de Giro diz respeito ao total de investimentos de curto prazo realizado pela empresa e Capital de Giro líquido é o saldo líquido de aplicações e fontes do curto prazo. O capital de giro é entendido como sendo o ativo circulante de uma empresa. O capital de giro líquido representa, de maneira geral, o valor líquido das aplicações deduzidas as obrigações de curto prazo processadas no ativo circulante da empresa. (Martins e Assaf Neto, 1996). Este autor diz, dentro de um conceito mais rigoroso, que o CCL representa o volume de recursos de longo prazo (exigibilidades e patrimônio líquido) que se encontra financiando os ativos correntes (de curto prazo). (Assaf Neto & Silva, 1997). De forma algébrica, pode-se representá-lo das seguintes formas

$$CCL = \textit{AtivoCirculante} - \textit{PassivoCirculante}$$

Ou

$$CCL = (\textit{PatrimônioLíquido} + \textit{Exigível a Longo Prazo}) - (\textit{Ativo Permanente} + \textit{Realizável a Longo Prazo}) \quad (1)$$

2.1.1.5 Ciclo Operacional, Econômico e Financeiro

Considerando o expresso em páginas anteriores, o capital de giro refere-se ao processo operacional de compras de materiais, produção, vendas a receber e pagamentos a efetuar. Esse processo envolve um fluxo de pagamentos, relativamente previsíveis e de recebimentos de difíceis previsões. A falta de sincronização entre os fluxos de pagamentos e recebimentos deverá ser coberta pelo capital circulante líquido (CCL). O capital de giro representa o valor dos recursos demandados por uma empresa para financiar seu ciclo operacional (CO), que vai desde a aquisição de matérias primas até a venda e o recebimento dos produtos acabados.

Segundo o contexto assinalado pode-se afirmar “que o estudo do capital de giro é de muita importância na administração financeira da empresa, já que é preciso recuperar todos os custos e despesas incorridos no ciclo operacional e

obter o lucro desejado quando da venda dos produtos acabados ou dos serviços prestados” (Hoji, 2003). Assim, a Administração do capital de giro trata da gestão de um conjunto de atividades necessárias para que uma empresa possa gerar produtos e serviços e entregá-los aos seus clientes. Tais atividades correspondem ao ciclo operacional da empresa.

De forma mais ampla, pode-se assinalar que “o ciclo operacional corresponde a todas as ações necessárias exercidas para o desempenho de cada atividade. É o processo de gestão de cada atividade que inclui planejamento, execução e controle” (Padoveze, 2005; 191). Assim, “o ciclo operacional corresponde ao intervalo de tempo compreendido desde a recepção dos materiais de produção (ou das mercadorias para revenda) até a cobrança das vendas correspondentes” (Braga, 1991; 4).

Neste ponto, Assaf Neto (2003) e Braga (1991) concordam que nas empresas industriais a extensão do ciclo operacional depende do prazo médio de estocagem das matérias-primas, do prazo médio de fabricação, do prazo médio de venda e do prazo médio de cobrança. Porém, os autores ressaltam que dependendo do tipo de empresa, tais prazos podem não existir como é o caso de empresas que produzem somente sob encomenda não apresentando prazo de estocagem de matérias primas. Em linhas gerais, o ciclo operacional reúne as fases de produção, venda, e recebimento presentes no processo empresarial.

As fases operacionais possuem, dependendo do ramo trabalhado, determinada duração. O grau de variabilidade de cada fase operacional é determinado pela especificidade dos processos de produção, da política de estocagem, dos critérios de cobrança, e pelas próprias condições tecnológicas e ramos e sub-ramos de atividade.

Durante o ciclo operacional, a empresa investe recursos financeiros sem que ocorram as entradas relativas às vendas. Desta maneira, quanto maior for a soma dos prazos correntes de cada fase operacional, maior será, a necessidade de recursos para financiar o giro dessas fases, visto que cada fase do ciclo operacional demanda um determinado volume de recursos. Portanto, os Ciclos operacionais de longo prazo demandam recursos financeiros por maiores períodos de tempo, acarretando, conseqüentemente, maiores encargos financeiros.

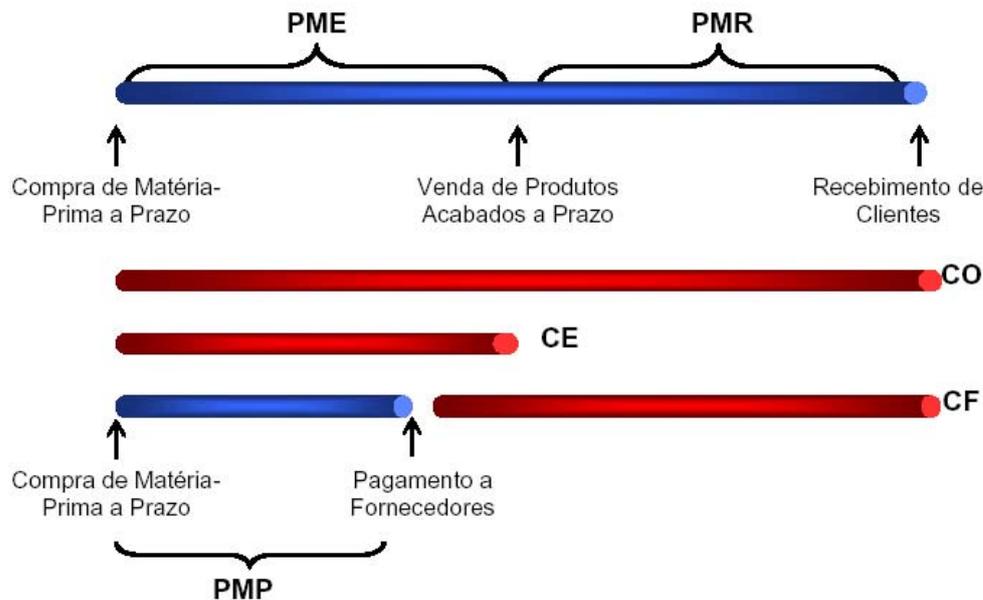
Diante destas considerações, pode-se dizer que o ciclo operacional refere-se ao intervalo de tempo em que não ocorrem entradas de caixa na empresa, necessitando-se, portanto, de recursos para financiá-lo. Parte desses

recursos poderá ser financiada via fornecedores dos insumos produtivos (matérias-primas, mão-de-obra direta, etc.) e comerciais (comissões, etc.). Por meio dos financiamentos provenientes de fornecedores, a empresa diminui o período de aplicação de seus recursos financeiros no ciclo operacional. A partir do ciclo operacional pode ser identificado o ciclo econômico (CE).

O ciclo econômico é o conjunto das atividades puramente econômicas, em um sentido mais genérico, correspondente às operações tais como compra, venda, pagamento de salários, de encargos sociais, de despesas e de dividendos. Assim, “o ciclo econômico tem início na compra da matéria-prima e encerra-se com a venda do produto acabado” (Hoji, 2003; 12).

Assaf Neto e Silva acrescentam que “no ciclo econômico considera-se unicamente as ocorrências de natureza econômica, envolvendo a compra de materiais até a respectiva venda. Não leva em consideração, pelo próprio enunciado do ciclo, os reflexos de caixa verificados em cada fase operacional, ou seja, os prazos de recebimentos das vendas e os pagamentos dos ganhos incorridos” (Assaf Neto e Silva, 2002; 22).

Em contrapartida, o período entre o pagamento aos fornecedores e o recebimento das vendas é denominado ciclo financeiro (CF). Assim, o ciclo financeiro se refere exclusivamente às movimentações de caixa, correspondente ao período que abrange os dispêndios iniciais de caixa até o recebimento da venda do produto. É a necessidade efetiva de caixa para financiamento de suas atividades, excluindo-se o desconto de duplicatas, que é redutora das necessidades efetivas de recursos, tendo um custo financeiro correspondente entre a data de sua emissão e a de seu vencimento.



PME – Prazo Médio dos Estoques PMR- Prazo Médio de Recebimento PMP- Prazo Médio de Pagamento

Figura 2: Ciclo Operacional, Econômico e Financeiro

Em decorrência disto, o ciclo financeiro é tratado por alguns autores como ciclo de caixa, assim, "o ciclo de conversão de caixa é a dimensão do tempo decorrido entre as saídas de caixa operacionais e o recebimento das vendas de produtos e representa uma avaliação do prazo durante o qual os recursos financeiros ficam comprometidos nos investimentos realizados em ativos circulantes" (Vieira, 2008).

Com respeito ao ciclo financeiro, Assaf Neto (2003) define-o como a diferença entre o ciclo operacional e o prazo médio de pagamento a fornecedores. Para Gitman e para Silva, "o ciclo de caixa ou ciclo financeiro de uma empresa é definido como o período de tempo que vai do ponto em que a empresa faz um desembolso para adquirir matérias-primas, até o ponto em que é recebido o dinheiro da venda do produto acabado, feito com aquelas matérias-primas"(Gitman, 2002 e Silva, 2001).

2.1.2 Análise Econômico-Financeira: Indicadores de Liquidez e Rentabilidade

Pode-se considerar que liquidez é a capacidade de pagar compromissos de curto prazo. Em sentido amplo, a liquidez está relacionada às disponibilidades e direitos e bens realizáveis no curto prazo. Em sentido restrito, a liquidez está relacionada somente com as disponibilidades. (Hoji, 2003).

A análise convencional do Capital de Giro baseia-se na observação do comportamento do Capital Circulante Líquido (CCL), dos seus componentes, inseridos no ativo e no passivo circulantes, nos índices de liquidez (corrente, seca e imediata), além dos ciclos operacional e financeiro das empresas. De um modo geral, espera-se que uma empresa com uma boa situação de liquidez tenha um CCL positivo e índices de liquidez superiores a determinados *benchmarks*, que podem ser estabelecidos em bases setoriais ou extraídos de empresas similares. É recomendável, também, observar a evolução desses indicadores ao longo do tempo, de modo a se determinarem tendências.

Para Di Agustini (1999, p. 39) capital de giro e liquidez “possuem estreita ligação, à medida que ambos relacionam itens circulantes do balanço patrimonial. Além dessa ligação, o capital de giro depende ainda do comportamento de alguns indicadores operacionais”.

Para os efeitos do presente trabalho os índices de liquidez, obtidos a partir do confronto dos Ativos Circulantes com as Dívidas, procuram medir quão sólida é a base financeira das empresas analisadas. Assim, uma empresa com bons índices de liquidez tem condições de ter boa capacidade de pagar suas dívidas, mas não estará, obrigatoriamente, pagando suas dívidas em dia em função de outras variáveis como prazo, renovação de dívidas, etc.

Segundo Adriano Gomes (2000, p.33), colunista do SEBRAE-SC, se refere

"a famosa confusão entre solvência e liquidez. Quando olhamos a liquidez pretendemos entender as relações entre financiamento das operações e onde a empresa está usando tais recursos. Mais que isso, há o efeito dos prazos médios de todas as contas envolvidas. Quando existe menos financiamento para as atividades operacionais, esta diferença é coberta: ou por capital próprio ou por capital de terceiros".

Precisa-se de um conjunto de informações para gerir o caixa de uma empresa em virtude da natureza dinâmica do caixa. A todo instante, este sofre alterações e, portanto, requer instrumentos para sua administração.

Para isto, os índices financeiros são essenciais na análise financeira. Estes índices resultam de uma relação numérica entre duas quantidades obtidas de diferentes contas dos estados financeiros de uma empresa. A análise por razões ou índices permite observar pontos fortes ou débeis de uma empresa, indicando também probabilidades e tendências dos estados financeiros que em determinadas situações exigem um maior grau de atenção na análise.

Para poder conhecer o estado financeiro de uma empresa é preciso saber se os índices são favoráveis ou desfavoráveis. Assim, “a análise por meio de índices é usada para comparar o desempenho e a situação de uma empresa com outras empresas, ou consigo mesma ao longo do tempo” (Gitman, 2002; 102).

Para avaliar a situação financeira das empresas pode-se recorrer ao estudo dos índices de liquidez, tais como

- **Liquidez Corrente (ILC):**

Segundo a pesquisa, a liquidez de uma organização é julgada pela capacidade para saldar as obrigações a curto prazo adquiridas à medida que estas se vencem. Refere-se não somente às finanças totais da empresa, mas também à sua habilidade para converter em efetivo determinados ativos e passivos correntes. O índice de liquidez corrente mede a habilidade da empresa para pagar suas dívidas a curto prazo, isto é a razão circulante, onde “o ideal é que as entradas em caixa sejam equivalentes às saídas. Cabe à administração financeira da empresa atingir cotidianamente esse ideal, manobrando os prazos de recebimento e pagamento e renovando empréstimos bancários” (Matarazzo, 1998).

A liquidez corrente tem a virtude de:

“identificar, para cada \$ 1 de dívida de curto prazo, quanto à empresa mantém em seu ativo circulante. É importante ratificar que o capital circulante líquido de per si não é um indicador incontestável para se conhecer a situação de curto prazo de uma empresa, pois engloba, sem qualquer ponderação, contas de giro com diferentes níveis de liquidez” (Assaf, 2002; p.29)

- **Liquidez Seca (ILS)**

“este índice é um teste de força aplicado à empresa; visa medir o grau de excelência da sua situação financeira. De um lado, abaixo de certos limites, obtidos segundo os padrões do ramo, pode indicar alguma dificuldade de liquidez, mas raramente tal conclusão será mantida quando o índice de Liquidez Corrente for satisfatório. De outro lado, o índice de Liquidez Seca conjugado com

o índice de Líquidos Corrente é um reforço à conclusão de que a empresa é uma atleta de liquidez” (Ibid. p.179).

O ILS é similar ao índice de Liquidez Corrente, exceto pela exclusão do estoque, que regra geral é o item menos líquido do ativo circulante, devido a dois fatores que são:

- a) Muitos tipos de estoques não se vendem com facilidade.
- b) O estoque se vende normalmente a crédito, o que significa que se transforma numa conta a receber antes de converter-se em dinheiro.

Assim, Liquidez Seca pode ser entendida como:

“mede o percentual das dívidas de curto prazo em condições de serem liquidadas mediante o uso de ativos monetários de maior liquidez, (basicamente, disponível e valores a receber)” (Assaf, 2002; p. 31).

- **Liquidez Imediata (ILIM);**

Vem a ser a relação calculada a partir da divisão do valor dos recursos imediatamente disponíveis pelo valor das obrigações vencíveis em curto prazo. Representa o montante de valores disponíveis para fazer frente a cada unidade monetária dos compromissos registrados no passivo circulante, sem levar em consideração a eventual utilização de outros recursos que não os existentes no caixa, bancos e aplicações financeiras de liquidez imediata, Sob a ótica da liquidez, quanto mais elevado for esse índice melhor. (Vieira, 2008).

A Liquidez Imediata, esta categoria tem a virtude de indicar

“a capacidade da empresa em saldar seus compromissos correntes utilizando-se unicamente de seu saldo de disponível. Em outras palavras, revela o percentual das dívidas correntes que podem ser liquidadas imediatamente” (Assaf, 2002; p. 30).

Este indicador revela o valor de quanto se dispõe imediatamente para saldar as dívidas de curto prazo (IUDÍCIBUS, 1998). Esse indicador é também normalmente baixo pelo pouco interesse das empresas em manter recursos monetários em caixa, ativos operacionalmente de reduzida rentabilidade. (ASSAF NETO, 2007). O índice de liquidez imediata diferentemente do índice de liquidez corrente usa somente os ativos circulantes que podem ser rapidamente convertidos em dinheiro (caixa, títulos mobiliários negociáveis) abandonado os

demais itens não passíveis de conversão rápida (estoques e contas a receber). (DAMODARAN, 1997).

Os índices de rentabilidade tradicional de desempenho econômico, os indicadores de rentabilidade, visam avaliar os resultados auferidos por uma empresa em relação aos parâmetros que melhor revelem suas dimensões. São relações que observam as características da empresa descritas em seus demonstrativos contábeis sem, no entanto, conectá-las com a percepção externa (de mercado) quanto ao desempenho futuro da empresa. (Samanez, 2006). Os dois principais e mais usados indicadores de rentabilidade são:

- **Rentabilidade do ativo (ROA)**

A Rentabilidade do Ativo (*return on assets* – ROA) mede a eficiência operacional, ou desempenho, da empresa em gerar lucros a partir de seus ativos, antes dos efeitos dos financiamentos. Permite saber a rentabilidade dos ativos (dos investimentos totais) independentemente das fontes de financiamento.

Assim, pois, este indicador é uma medida de investimento. Essa medida quantifica o resultado operacional da empresa em suas atividades operacionais, ou seja, antes das receitas e despesas financeiras. Um ROA maior que o custo das dívidas significa que a empresa está com uma alavancagem financeira positiva, devendo ser um pré-requisito para a empresa obter financiamentos de terceiros com taxas menores que o valor da rentabilidade de seus negócios (KASSAI et al. 1999).

O indicador operacional o ROA indica a lucratividade que a empresa propicia em relação aos investimentos totais representados pelo ativo total médio. (Silva, 2004).

O ROA mede a eficiência operacional da empresa em gerar lucros a partir de seus ativos, antes dos efeitos dos financiamentos. Permite saber a rentabilidade dos ativos (dos investimentos totais) independentemente das fontes de financiamento. (Samanez, 2006).

Segundo Matarazzo (1998, p185), o ROA é “...uma medida da capacidade da empresa em gerar lucro líquido e assim poder capitalizar-se. É ainda uma medida do desempenho comparativo da empresa ano a ano.”

Quadro 2: Principais Índices Econômico-Financeiros

Índices		Fórmulas	Conceito
Liquidez			
Corrente	ILC	$LC = \frac{\text{Ativo Corrente}}{\text{Passivo Corrente}}$	Quanto a Empresa tem de ativo circulante para cada unidade monetária de obrigação correntes
Seca	ILS	$LS = \frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques} - \text{Despesas}}{\text{Passivo Circulante}}$	Quanto a Empresa tem de ativo circulante excluídos estoque e despesas do exercício seguinte para cada unidade monetária de suas obrigações a curto prazo.
Imediata	ILI	$LI = \frac{\text{Disponível}}{\text{Passivo Circulante}}$	Quanto dinheiro a Empresa tem disponível imediatamente por cada unidade monetária de obrigações
Rentabilidade			
Taxa de Retorno do Ativo	ROA	$\frac{\text{Lucro líquido depois do imposto de renda}}{\text{Ativo total}}$ ou $\text{Margem operacional} \times \text{Giro dos ativos totais} =$ $= \frac{(\text{Nopat})}{\text{Receita Líquida}} \times \frac{\text{Receita Líquida}}{\text{Ativo Total}}$	Permite conhecer a rentabilidade dos ativos, independente das fontes de financiamento

Fonte: Adaptado de Matarazzo (1998, p. 158).

2.2

O novo enfoque: Abordagem Modelo Fleuriet

Como requisito principal para se atingir os objetivos da presente pesquisa, este capítulo faz um referencial teórico sobre o Modelo Fleuriet, como Indicador Conjunto de Solvência e Rentabilidade das empresas. Também este modelo ficou conhecido como Modelo Dinâmico orientado à análise econômico e financeiro.

Histórico

O Modelo Fleuriet é o resultado de um trabalho desenvolvido na década de 70 junto a empresas brasileiras pelo francês Michel Fleuriet, juntamente com profissionais brasileiros, cujo objetivo era desenvolver técnicas de gerenciamento financeiro voltadas para a realidade brasileira.

A partir de 1974, em parceria com a Fundação Dom Cabral, o professor Michel Fleuriet se dedicou a pesquisar empresas brasileiras para o levantamento do perfil de suas carências na área financeira e à elaboração de um modelo de análise financeiro que considerasse as características da realidade econômica do Brasil, em uma época de crescimento rápido e altas taxas de inflação.

Era a oportunidade de elaboração de um modelo dinâmico e prático, inspirado em técnicas de gestão, desenvolvido na França, cuja nova abordagem a ser elaborada deveria, conforme Fleuriet, Kehdy e Blane, “ser sintética e globalizante, de forma a permitir a tomada rápida de decisão, exigida pelo ambiente brasileiro, sujeito a rápidas mudanças. Incorporar os parâmetros de uma inflação endêmica a taxas elevadas. Considerar uma economia em crescimento permanente” (Fleuriet, et. al, 1978: 4). Esse modelo veio a contribuir para a mudança de enfoque da análise contábil tradicional que está centrada em uma visão estática da empresa para um enfoque dinâmico.

O Modelo Fleuriet pretendeu trazer uma nova metodologia para a análise do Capital de Giro. Inicialmente, o modelo propõe uma nova classificação gerencial para as contas de ativo e passivo circulante, segundo sua natureza financeira ou operacional, sendo essa segregação essencial para o processo de avaliação das necessidades de Capital de Giro. Esse modelo enfatiza mais os aspectos de capacidade de saldar os compromissos empresariais operando e crescendo, pois a empresa “é uma entidade dinâmica, que cresce com a economia do país, e acumula experiência operacional na sua área específica de ação, com a capacidade financeira de resgatar seus compromissos no prazo, ao mesmo tempo em que injeta recursos no seu ativo econômico” (BRASIL, H.V.; FLEURIET, M., 1979, p.20).

2.2.1 Reclassificação do Balanço Patrimonial

Segundo Fleuriet (2003, p 3), observa-se que, embora a classificação horizontal da apresentação tradicional demonstre uma série de vantagens, ela é inadequada no que se refere a uma análise dinâmica da situação econômico-financeira das empresas. Os prazos de permanência, durante os quais os fundos estão disponíveis para a empresa, apresentam uma mensuração imprecisa por meio da classificação tradicional. De maneira geral, algumas contas do Ativo e do Passivo apresentam constante renovação em função do desenvolvimento operacional da empresa. Dessa forma, uma classificação que enfatize os ciclos econômicos e financeiros da empresa se apresenta como mais adequada a uma análise dinâmica. No quadro 2 é apresentada a estrutura do balanço patrimonial segundo o Modelo Fleuriet.

Quadro 3: Estrutura do Balanço Patrimonial

	ATIVO	PASSIVO
CIRCULANTE	<u>Financeiro ou Errática - ACF/E</u> Caixa, Bancos, conta movimento, Cheques em trânsito, Financiamentos a C. Prazo, Títulos a receber, Tít. e Valores Mobiliários, Aplicações financeiras, .Empréstimos a coligadas e controladas, etc.	<u>Financeiro ou Errática – PCF/E</u> Duplicatas Descontadas Empréstimos Bancários Títulos a pagar Imposto de renda a pagar Dívidas com coligadas e controladas, etc
	<u>Operacional ou Cíclica – ACO/C</u> Clientes, Duplicatas a Receber, (-) PCLD, Estoques Prod. Acabados, Estoques Prod. Andamento, Estoques Matérias-primas Impostos a compensar, Despesas antecipadas, etc	<u>Operacional ou Cíclica – PCO/C</u> Fornecedores matéria-prima, Duplicatas a pagar, Salários e encargos a pagar Impostos e taxas a pagar, Contas a pagar Provisões, Adiantamentos de clientes, etc
NÃO CIRCULANTEE	<u>Contas Não Cíclicas – ANC</u> Realizável Longo Prazo - ARLP Empréstimos a Terceiros Títulos a Receber etc. <u>Permanente - AP</u> Investimentos, Imobilizado, Diferido.	<u>Contas Não Cíclicas - PNC</u> Exigível a Longo Prazo - PELP Empréstimos Bancários Financiamentos, etc <u>Resultado Exercícios Futuros</u> <u>Patrimônio Líquido - PL</u> Capital Social Reservas.

Fonte: Adaptado de Fleuriet et AL (2003, p. 8)

O ativo circulante se subdivide em Ativo Circulante Financeiro ou Errático (ACF|E) e o Ativo Circulante Operacional ou Cíclico (ACO/C). O primeiro é constituído por elementos essencialmente financeiros, como caixa, bancos, aplicações financeiras e títulos de curto prazo. Assim, “não denota, por conseguinte, qualquer comportamento pré-estabelecido, variando mais

estritamente em função da conjuntura e do risco de maior ou menor liquidez que a empresa deseja assumir” (Assaf, 2002; 62).

Por outro lado, o Ativo Circulante Operacional (ACO/C) ou Cíclico é composto pelas contas relacionadas às atividades operacionais da empresa, como estoques, duplicatas a receber e provisão para créditos de liquidação duvidosa, sendo influenciados pelo volume de negócios ou por características das fases do ciclo operacional, como prazos de estocagem ou política de prazos de venda.

Da mesma forma, o Passivo Circulante se subdivide em: Passivo Circulante Financeiro (PCF/E) ou Errático e o Passivo Circulante Operacional (PCO/C) ou Cíclico. O PCF/E é composto por empréstimos, financiamentos bancários, duplicatas descontadas, parcela de curto prazo referente a empréstimos de longo prazo e dividendos. (PCO/C) é formado pelas obrigações de curto prazo da empresa, diretamente identificáveis com seu ciclo operacional (fornecedores, salários e encargos e impostos e taxas).

As contas do Ativo Realizável a longo prazo e o Permanente (Investimento Fixo) compõem um grupo denominado de Ativo Não Circulante (ANC) ou Não – Cíclico. O Passivo Não Circulante (PNC) ou Não – Cíclico é composto pelas fontes de financiamento próprias (patrimônio líquido) e de terceiros (passivo exigível a longo prazo).

Esta reformulação é estabelecida segundo as seguintes premissas de Fleuriet: as contas operacionais ou cíclicas são as contas relacionadas a atividade operacional da empresa, enquanto que as contas financeiras ou erráticas não estão ligadas à sua atividade operacional. É relevante ressaltar a definição de errático, segundo o autor: “errático, do latim *erraticu* – errante, aleatório, andando fora do caminho. Ou seja, implica na não ligação dessas contas ao Ciclo Operacional da empresa” (Fleuriet, 2003; 7).

2.2.2 Análise das Variáveis do Modelo Fleuriet

Dessa segmentação das demonstrações financeiras realizadas pelo Modelo Fleuriet, especificamente no balanço patrimonial surgem os conceitos de Necessidade de Capital de Giro (NCG), do Capital de Giro (CDG) ou Capital Circulante Líquido e do Saldo de Tesouraria, que segundo o autor do modelo, são conceitos econômico–financeiros, ao contrário do conceito do CCL, que é uma definição legal.

Capital de Giro

Na atualidade não se concebe a implantação de um determinado empreendimento sem a elaboração prévia de um projeto. Além de outras vantagens, este possibilita conhecer a viabilidade do empreendimento e as necessidades de recursos para a sua execução. Nesta perspectiva a conceituação de Capital de Giro é fundamental para conhecer o desempenho operacional e de curto prazo dos setores industriais brasileiros e peruanos tratados. Nesta perspectiva o Capital de Giro “é, também, conhecido no Brasil por Capital de Trabalho, Capital Circulante, Capital Operacional e equivale à expressão “*Working Capital* da Língua Inglesa” (Carvalho, 1969; 23).

Para uma melhor compreensão do presente trabalho é preciso ter uma visão clara das transformações ocorridas no processo de globalização da economia de mercado de nosso século XXI, elas marcaram as dimensões da vida financeira, econômica e social, em especial aquelas referentes à dinâmica de acumulação do capital, das formas de organização do trabalho e o desempenho operacional e de curto prazo dos setores empresariais de Brasil e do Peru. Neste contexto, “a maneira como o universo produtivo local se organiza pode ser explicada em parte pela compreensão do contexto socioeconômico mais amplo em que se inserem os atores sociais, mas também pela maneira como o indivíduo e a sociedade engendram-se mutuamente, criando e reproduzindo práticas sociais e relações de trabalho” (De Sousa Barbosa, 2006, 1).

Quando é utilizada a abordagem dinâmica, as contas circulantes são divididas em operacionais e não operacionais. Essa separação das contas determina o ciclo financeiro do negócio (CF). O CF apresenta tanto aspectos econômicos quanto financeiros.

Nesta abordagem, segue Fleuriet (2003, p.12), o Capital de Giro, é um conceito econômico-financeiro que representa uma fonte de fundos permanentes da empresa com a finalidade de financiar a sua Necessidade de Capital de Giro. Além do que o Capital de Giro corresponde ao mesmo valor do cálculo do CCL, na abordagem clássica, mas elaborada de forma diferente, conforme se pode observar nas expressões a seguir:

Abordagem Tradicional:

$$\text{Capital Circulante Líquido (CCL)} = \text{Ativo Circulante} - \text{Passivo Circulante} \quad (2)$$

Abordagem Dinâmica:

$$\text{Capital de Giro (CDG)} = (\text{Exigível Longo Prazo} + \text{Patrimônio Líquido}) - (\text{Realizável Longo Prazo} + \text{Permanente}) \quad (3)$$

Mas sua interpretação é muito diferente. Assim, VIEIRA (2008, p.85) nos explica:

- Na Abordagem Tradicional, (CCL) representa um excedente de bens e direitos disponível a curto prazo (AC) em relação às obrigações de curto prazo (PC)
- Na Abordagem Dinâmica (CDG) significa um excedente de fontes de longo prazo (PNC ou Não Cíclico) em relação às aplicações de longo prazo (ANC ou Não Cíclico).

O Capital de giro pode assumir os valores mostrados no quadro 3:

Quadro 4: Valores do Capital de Giro

CDG >0 = Positivo	CDG <0 = Negativo	CDG =0 Nulo
<p>Significa:</p> <p>PNC > ANC</p> <p>Fonte > Aplicações</p> <p>LP LP</p> <p><u>Resultando:</u> Os recursos de PNC são estáveis no financiamento da NCG e outras aplicações e representam uma (FONTE)</p>	<p>Significa:</p> <p>PNC < ANC</p> <p>Fonte < Aplicações</p> <p>LP LP</p> <p><u>Resultando:</u> Neste caso Existe uma utilização de recursos de curto prazo financiando (ANC) podendo gerar problema de insolvência (Aplicação)</p>	<p>Significa:</p> <p>Que os recursos de curto prazo financiam as flutuações da NCG, dado que as ANC = PNC</p>

Fonte: Vieira (2008.p 86)

Mas, também, podem dizer: “O Capital de Giro corresponde aos recursos aplicados pelo ativo circulante (AC) que são constituídos pelo passivo circulante (PC) adicionado ao capital circulante líquido (CCL). O CCL representa a parcela dos recursos permanentes aplicadas no giro, das operações, ou seja, é o excedente do total dos passivos não circulantes em relação aos ativos não circulantes, isto é, $CCL = AC - PC$ ” (Braga, 1991; 49).

Necessidades de Capital de Giro

A análise do comportamento da NCG consiste em uma importante metodologia de avaliação da saúde financeira de uma empresa, pois evidencia as mudanças ocorridas no negócio. Uma forma de interpretação das decisões inerentes ao negócio pode partir primeiramente do seu saldo que pode ser positivo, negativo ou igual a zero. Verifica-se quais contas operacionais estão influenciando mais a NCG e, a partir daí, pode ser observado o reflexo no fluxo de caixa.

Segundo Fleuriet (2003.p. 7) a necessidade de capital de giro é uma aplicação permanente de fundos. Quando no ciclo financeiro existem saídas de caixa, isto ocorre, antes das entradas de caixa, então, a empresa passa a ter uma necessidade permanente de capital de giro para financiar sua atividade operacional. Representa a diferença positiva de recursos entre o Ativo Operacional Cíclico e o Passivo Operacional cíclico, ele forma a necessidade de capital de giro.

$$NCG = ACOP | C - PCOP | C \quad (4)$$

NCG = Necessidade de Capital de Giro

ACOP|C = Ativo Circulante Operacional |Cíclico

PCO|C = Passivo Circulante Operacional | Cíclico

Para o cálculo da Necessidade Líquida de Capital de Giro procede-se da seguinte forma: a confrontação entre o total de recursos necessários para que uma empresa possa manter-se em funcionamento e o total de fontes espontâneas do giro. Ele poderá ensejar as interpretações abaixo segundo Vieira (2008; p. 79). A NCG é calculada como um saldo líquido de aplicações e fontes operacionais e seu valor pode ser:

NCG Positiva: indica que as fontes de giro são insuficientes para financiar as aplicações do giro, significa: $AOP|C > POP|C = NCG > 0$. A empresa precisa obter recursos para financiar o giro das operações. (representa APLICAÇÃO)

NCG Negativa: neste caso, a empresa não tem necessidade de fontes alternativas, pois as fontes espontâneas são mais que suficientes para financiar as aplicações de giro. Significa: $AOP|C < POP|C = NCG < 0$ (representa FONTE)

Saldo de Tesouraria (ST)

Esta variável identifica o grau de utilização de recursos de terceiros de curto prazo para financiar as necessidades líquidas de Capital de Giro da organização. Esses recursos são dados pela diferença entre o ativo circulante financeiro ou errático (ACF|E) e o passivo circulante financeiro ou errático (PCF|E), a essa diferença dá-se o nome de saldo de tesouraria (ST) ou saldo de curto prazo.

$$ST = ACF | E - PCF | E \quad (5)$$

ST = Saldo de Tesouraria

ACF|E = Ativo Financeiro Errático

PCF|E = Passivo Financeiro Errático

Segundo o trabalho de autoria de Vieira (2008):

Quando uma empresa possui:

- **CDG > NCG:** Pode-se afirmar que esta empresa possui um saldo disponível para aplicação em investimentos de curto prazo. Tal saldo refere-se ao ST, que neste caso é positivo ($ACF/E > PCF/E$) representando uma folga financeira. Um (ST) positivo e elevado pode denotar não necessariamente uma condição ótima para a empresa, pelo contrario pode ser que não esteja aproveitando as oportunidades de investimento que melhorem sua estrutura financeira, denotando uma falta de estratégia dinâmica em suas políticas de investimento.
- **CDG < NCG:** Pode-se afirmar que esta empresa necessita de recursos de terceiros de curto prazo para financiar as suas atividades operacionais, ocasionando, neste caso, um (ST) negativo ($ACF/E < PCF/E$) o que implica em maior risco de insolvência,

Além dessas conclusões: Marques et. al, (1995) cita ;

- No caso de (Saldo Tesoura) nulo, o ativo circulante financeiro é igual ao passivo circulante financeiro ($ACF = PCF$), indicando suficiência de recursos do CDG para financiamento da NCG.

Um Saldo Tesoura indica disponibilidade de recursos para garantir a liquidez de curtíssimo prazo do empreendimento. Caso o ST seja negativo, pode evidenciar dificuldades financeiras iminentes, em especial por ocasião da manutenção de saldos negativos sucessivos e crescentes. O acompanhamento da evolução da Tesouraria, no decorrer de exercícios sociais sucessivos, bem

como das causas das eventuais alterações de tendências percebidas, expressa o benefício do modelo

2.2.3

Tipos de Estrutura Financeira segundo o Modelo Fleuriet

Considerando o estado das variáveis chaves NCG, CDG e ST do modelo dinâmico, Brasil e Brasil (2002) e Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003) identificaram seis tipos de perfis e estruturas de empresas. Os autores demonstraram que quatro desses tipos aparecem na prática com maior frequência, fazendo apenas menção a mais 2 (dois) que posteriormente, foram estudados por Braga (1991).

De acordo com Braga (1991, p.10-12), e Vieira (2008), dentro do Modelo Dinâmico, podem existir, diversos tipos de balanços patrimoniais resultantes da combinação de CDG, NCG e ST. Vieira (2008) identifica 6 perfis, que não corresponderiam a uma situação de risco de insolvência

- **Estrutura Financeira. Tipo I: Péssima**

Quando se tem NCG positiva, CDG negativo, e ST negativo.

Trata-se de uma situação financeira delicada, pois há uma situação de desequilíbrio entre as fontes e as aplicações de recursos, ou seja, os recursos de longo prazo são insuficientes para investimentos em ativos permanentes, levando a empresa a utilizar recursos de curto prazo para financiar as aplicações de longo prazo em investimento e em giro. A estrutura do balanço patrimonial destas empresas acha-se representada no Quadro 4

Quadro 5: Estrutura do Balanço Patrimonial. Tipo I - Péssima

TIPOS	1-Necessidade de Capital de Giro (NCG)	2-Capital de Giro (CDG)	3-Saldo Tesoura (T)	Situação						
I	NCG > 0 A +	CDG < 0 A -	T < 0 F -	Péssima <table border="1"> <tr> <td>ACF</td> <td>PCF</td> </tr> <tr> <td>ACC</td> <td>PCC</td> </tr> <tr> <td>ANC</td> <td>PNC</td> </tr> </table>	ACF	PCF	ACC	PCC	ANC	PNC
ACF	PCF									
ACC	PCC									
ANC	PNC									

Fonte: Vieira, 2008; 109

- **Estrutura Financeira. Tipo II: Muito Ruim**

Quando se tem NCG negativa, CDG negativo, e ST negativo.

Este perfil retrata uma situação financeira ainda mais delicada, porém, menos grave que a anterior, visto que os passivos de funcionamento são maiores que os ativos cíclicos. Isso diminui os efeitos negativos sobre o saldo de tesouraria. A estrutura do balanço patrimonial destas empresas acha-se representada no Quadro 5

Quadro 6: Estrutura do Balanço Patrimonial. Tipo II Muito Ruim

TIPOS	1-Necessidade de Capital de Giro (NCG)	2-Capital de Giro (CDG)	3-Saldo Tesoura (T)	Situação										
II	NCG < 0	CDG < 0	T < 0	Muito ruim										
	F	A	F	<table border="1"> <tr> <td>ACF</td> <td>PCF</td> </tr> <tr> <td>ACC</td> <td></td> </tr> <tr> <td></td> <td>PCC</td> </tr> <tr> <td>ANC</td> <td></td> </tr> <tr> <td></td> <td>PNC</td> </tr> </table>	ACF	PCF	ACC			PCC	ANC			PNC
ACF	PCF													
ACC														
	PCC													
ANC														
	PNC													
	-	-	-											

Fonte: Vieira, 2008; 109

- **Estrutura Financeira. Tipo III: Insatisfatória**

Quando NCG é positiva, CDG é positivo, e ST é negativo.

A empresa apresenta grande dependência de empréstimos de curto prazo, devido à insuficiência de recursos de longo prazo para o financiamento de suas necessidades de capital de giro. Esta situação retrata uma empresa em desequilíbrio financeiro, mesmo possuindo capital de giro positivo.

A estrutura do balanço patrimonial destas empresas acha-se representada no Quadro 6.

Quadro 7: Estrutura do Balanço Patrimonial. Tipo III insatisfatória

TIPOS	1-Necessidade de Capital de Giro (NCG)	2-Capital de Giro (CDG)	3-Saldo Tesoura (T)	Situação										
III	NCG > 0	CDG > 0	T < 0	Insatisfatória										
	A	F	F	<table border="1"> <tr> <td>ACF</td> <td>PCF</td> </tr> <tr> <td>ACC</td> <td></td> </tr> <tr> <td></td> <td>PCC</td> </tr> <tr> <td>ANC</td> <td></td> </tr> <tr> <td></td> <td>PNC</td> </tr> </table>	ACF	PCF	ACC			PCC	ANC			PNC
ACF	PCF													
ACC														
	PCC													
ANC														
	PNC													
	+	+	-											

Fonte: Vieira, 2008; 109

- **Estrutura Financeira. Tipo IV: Alto Risco**

Quando NCG é negativa, CDG é negativo e ST é positivo.

Neste caso, é possível observar que a empresa está desviando sobras de recursos de curto prazo para ativos financeiros, gerando assim, um saldo positivo de tesouraria. Este tipo de situação não dura por muito tempo, o que proporciona alto risco de insolvência. A estrutura do balanço patrimonial destas empresas acha-se representada no Quadro 7

Quadro 8: Estrutura do Balanço Patrimonial. Tipo IV Alto Risco

TIPOS	1-Necessidade de Capital de Giro (NCG)	2-Capital de Giro (CDG)	3-Saldo Tesoura (T)	Situação
IV	NCG < 0	CDG < 0	T > 0	Alto Risco
	F	A	A	ACF PCF
	-	-	+	ACC PCC
				ANC PNC

Fonte: Vieira, 2008: 109

- **Estrutura Financeira. Tipo V: Sólida**

Quando NCG é positiva, CDG é positivo, e ST é positivo.

Este tipo de estrutura revela uma posição financeira sólida, tendo em vista que a empresa dispõe de um saldo de tesouraria positivo que lhe permite enfrentar aumentos temporários da necessidade de capital de giro. A estrutura do balanço patrimonial destas empresas acha-se representada no Quadro 8

Quadro 9: Estrutura do Balanço Patrimonial. Tipo V - Solida

TIPOS	1-Necessidade de Capital de Giro (NCG)	2-Capital de Giro (CDG)	3-Saldo Tesoura (T)	Situação
V	NCG > 0	CDG > 0	T > 0	Sólida
	A	F	A	ACF PCF
	+	+	+	ACC PCC
				ANC PNC

Fonte: Vieira, 2008; 109

- **Estrutura Financeira. Tipo VI: Excelente:**

Quando NCG é negativa, CDG é positivo, e ST é positivo.

Esta situação apresenta-se com menor freqüência na prática, sendo específica de empresas que compram a prazo e vendem à vista, permitindo, com isso, a ocorrência de ciclo financeiro negativo. A estrutura do balanço patrimonial destas empresas acha-se representada no Quadro 9

Quadro 10: Estrutura do Balanço Patrimonial. Tipo VI - Excelente

TIPOS	1-Necessidade de Capital de Giro (NCG)	2-Capital de Giro (CDG)	3-Saldo Tesoura (T)	Situação	
VI	NCG < 0	CDG > 0	T > 0	Exelente	
	F	F	A	ACF	PCF
				ACC	PCC
	-	+	+	ANC	PNC

Fonte: Vieira, 2008; 109

2.2.4

Análise da Liquidez (Segundo a Estrutura do Modelo Fleuriet)

Efeito Tesoura

O Efeito Tesoura ocorre quando existe um descompasso entre a evolução da necessidade do capital de giro e a evolução do capital de giro. O Efeito tesoura gera uma falta de liquidez crescente no negócio, o que obriga a uma injeção permanente de capital no negócio. A situação se agrava se o ST assume uma tendência crescente, em termos absolutos a taxas maiores que aquelas observadas para a NCG. Se esse efeito não for corrigido certamente se chega a uma situação de falta de liquidez persistente e, às vezes, irrecuperável (CARDOSO, 2000).

Para Silva (2005), as principais razões que podem levar uma empresa ao efeito tesoura são:

- Elevado ciclo financeiro – implicando em um descompasso entre os fluxos de entradas e saídas de recursos e uma administração inadequada do capital de giro que irá refletir nos resultados da empresa. O excesso de imobilizações associadas à escassez de recursos próprios ou de terceiros de longo prazo. Neste caso, a empresa acaba se endividando a

curto prazo para poder complementar seus investimentos de longo prazo, entrando no efeito tesoura.

- Prejuízos nas operações – os prejuízos diminuem quando os recursos de financiamento de longo prazo obrigam a tomada de recursos de curto prazo junto às instituições bancárias. A combinação das condições anteriores resultam em um aumento no hiato entre a NCG e o CDG.

Segundo Marques e Braga (1995), o efeito tesoura pode ser resultado de decisões empresariais que levam a empresa a operar um volume de negócios sem dispor de fontes de recursos suficientes para financiar o seu ciclo financeiro. Essa situação denominada de *over trading* significa a realização de um nível de atividade operacional e volume de vendas acima da capacidade disponível de recursos, ou seja, a empresa expande seus níveis de atividade e vendas sem adequado suporte de recursos para o financiamento do capital de giro adicional requerido. Conforme salientam os autores, a razão mais comum para essa situação reside na busca por economias de escala no processo de produção, viabilizadas pela existência de capacidade ociosa na empresa.

Segundo Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003, p 38), o efeito tesoura ocorre quando estão presentes as seguintes condições: “As vendas da empresa crescem a taxas anuais elevadas. O crescimento do ciclo financeiro se dá a um ritmo maior que o crescimento do autofinanciamento. Durante o período de crescimento das vendas as fontes externas que aumentam o CDG são utilizadas somente para novos investimentos em bens do ativo permanente que, por sua vez, diminuem o CDG.”