

Desempenho do capital de giro das empresas Sadia e Perdigão: aplicação do modelo Fleuriet

Silene Rengel (FURB) - silener@al.furb.br

Vanderlei dos Santos (FURB) - vs@al.furb.br

Ricardo Luiz Wust Correa de Lyra (FURB) - lyra@furb.br

Resumo:

Adequada administração do capital de giro é essencial para manter o estado de solvência das organizações evitando desequilíbrios futuros. Uma análise como a do modelo Fleuriet, proporciona explicações completas e articuladas sobre a posição de equilíbrio e viabilidade financeira das empresas, por meio da identificação da necessidade de investimento no giro dos negócios e do volume de recursos de longo prazo que se encontra financiando esse giro. O objetivo deste artigo é identificar as variações no desempenho do capital de giro das empresas Sadia e Perdigão considerando os fatos relevantes que envolveram as empresas nos últimos três anos. Para tal, consideram-se como fatos relevantes na presente pesquisa três situações específicas : O fato da Sadia querer comprar a Perdigão, chegando a realizar uma oferta “hostil” aos acionistas da Perdigão, no início do 3º trimestre de 2006, não obtendo êxito nesta proposta; a crise financeira na Sadia por conta de operações financeiras mal sucedidas, divulgado pela imprensa em setembro de 2008 e a realização da fusão entre a Perdigão e a Sadia em maio de 2009. Trata-se de pesquisa descritiva, qualitativa, utilizando como procedimento técnico a pesquisa documental em demonstrações financeiras e análise pelo modelo Fleuriet. Pelos resultados da pesquisa aplicando a técnica do modelo Fleuriet percebe-se que ambas empresas apresentaram nas variáveis analisadas justificativas para os três fatos relevantes ocorridos com as empresas e que foram objetos desse estudo. Conclui-se que a análise dinâmica do capital de giro pode ser um excelente instrumento para elucidar fatos relevantes ocorridos nas organizações.

Palavras-chave: *Capital de Giro. Análise dinâmica. Modelo Fleuriet.*

Área temática: *Controladoria*

Desempenho do capital de giro das empresas Sadia e Perdigão: aplicação do modelo Fleuriet

Resumo

Adequada administração do capital de giro é essencial para manter o estado de solvência das organizações evitando desequilíbrios futuros. Uma análise como a do modelo Fleuriet, proporciona explicações completas e articuladas sobre a posição de equilíbrio e viabilidade financeira das empresas, por meio da identificação da necessidade de investimento no giro dos negócios e do volume de recursos de longo prazo que se encontra financiando esse giro. O objetivo deste artigo é identificar as variações no desempenho do capital de giro das empresas Sadia e Perdigão considerando os fatos relevantes que envolveram as empresas nos últimos três anos. Para tal, consideram-se como fatos relevantes na presente pesquisa três situações específicas : O fato da Sadia querer comprar a Perdigão, chegando a realizar uma oferta “hostil” aos acionistas da Perdigão, no início do 3º trimestre de 2006, não obtendo êxito nesta proposta; a crise financeira na Sadia por conta de operações financeiras mal sucedidas, divulgado pela imprensa em setembro de 2008 e a realização da fusão entre a Perdigão e a Sadia em maio de 2009. Trata-se de pesquisa descritiva, qualitativa, utilizando como procedimento técnico a pesquisa documental em demonstrações financeiras e análise pelo modelo Fleuriet. Pelos resultados da pesquisa aplicando a técnica do modelo Fleuriet percebe-se que ambas empresas apresentaram nas variáveis analisadas justificativas para os três fatos relevantes ocorridos com as empresas e que foram objetos desse estudo. Conclui-se que a análise dinâmica do capital de giro pode ser um excelente instrumento para elucidar fatos relevantes ocorridos nas organizações.

Palavras-chave: Capital de Giro. Análise dinâmica. Modelo Fleuriet.

Área Temática: Controladoria

1 Introdução

Os últimos anos foram marcados pelo crescimento da economia e expansão dos mercados, intensificando cada vez mais a concorrência empresarial. Atualmente, é imprescindível que as organizações adotem estratégias empresariais para se destacar no mercado, visto que o consumidor está mais exigente, buscando produtos com alta qualidade e preços baixos. Portanto, é de suma importância uma gestão econômica nas organizações, procurando sempre maximizar as receitas minimizando os custos pertinentes.

Sendo assim, é indispensável à adoção de análises e/ou técnicas gerenciais na administração de um negócio, priorizando a liquidez e a rentabilidade da empresa. Desta maneira, uma adequada administração do capital de giro é essencial para manter o estado de solvência da organização e evitar desequilíbrios futuros.

Conforme Assaf Neto e Silva (2002) a administração do capital de giro refere-se à administração das contas dos elementos de giro, ou seja, dos ativos e passivos correntes ou circulantes, e às inter-relações existentes entre eles. Nesse contexto, são estudados fundamentalmente o nível adequado de estoques que a organização deve manter, seus investimentos em créditos de clientes, estruturas das obrigações correntes, critérios de gerenciamento do caixa, de maneira consistente com os objetivos enunciados pela companhia e tendo por base a manutenção de determinado nível de rentabilidade e liquidez.

É comum encontrar na literatura a menção de vários autores, tais como: Assaf Neto e Silva, 2002; Olinquevitch e Santi Filho, 2004; Silva, 2005; Matarazzo, 2008 no qual enfatizam a importância da gestão do capital de giro nas empresas. Assaf Neto e Silva (2002)

mencionam que a administração do capital de giro permite melhor o entendimento de como as organizações geram, aplicam e gerenciam seus recursos financeiros, assumindo importância relevante na gestão das organizações.

Por sua vez, Matarazzo (2008) salienta que a análise da necessidade de capital de giro nas organizações é de suma importância, visto que a mesma não só vislumbra o lado financeiro da empresa, mas também as estratégias de financiamento, crescimento e lucratividade.

Neste contexto, surgiu no Brasil, na década de 70, um modelo para análise do capital de giro, contrapondo à análise tradicional de balanços. Este modelo foi introduzido pelo professor Michel Fleuriet, e ficou conhecido no Brasil, como “Modelo Fleuriet”, ou “análise avançada do capital de giro” ou ainda como “análise dinâmica do capital de giro”, no qual foi difundido no meio acadêmico e empresarial.

Fleuriet propôs a reorganização do balanço patrimonial, no ponto de vista dos ativos e passivos circulantes, com ênfase em suas origens e afinidades, de forma a retratar o dinamismo das reais operações das empresas (MESQUITA, 2008).

Fleuriet acrescentou ao conceito clássico de capital de circulante líquido (CCL) os conceitos de necessidade de capital de giro (NCG) e saldo de tesouraria (ST). Para isso, reclassificou as contas do ativo e passivo conforme a realidade dinâmica das empresas, em que as contas são classificadas conforme o seu ciclo, ou seja, de acordo com o tempo que leva para realizar uma rotação (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

Sato (2007) menciona que o modelo dinâmico ou modelo Fleuriet, proporciona explicações mais completas e articuladas sobre a posição de equilíbrio e viabilidade financeira da empresa, por meio da identificação da necessidade de investimento no giro dos negócios e do volume de recursos de longo prazo que se encontra financiando esse giro.

Neste contexto, e levando em consideração que a economia é dinâmica, sofrendo inúmeras alterações com o tempo, o que pode afetar a necessidade de capital de giro das empresas, a questão a ser investigada nesta pesquisa é: *Quais foram as variações no desempenho do capital de giro das empresas Sadia e Perdigão frente aos fatos relevantes que envolveram as empresas nos últimos três anos?*

Nesse intuito, o objetivo deste artigo é identificar as variações no desempenho do capital de giro das empresas Sadia e Perdigão considerando os fatos relevantes que envolveram as empresas nos últimos três anos. Para tal, consideram-se como fatos relevantes para a presente pesquisa três situações específicas, a saber: 1) O fato da Sadia querer comprar a Perdigão, chegando a realizar uma oferta “hostil” aos acionistas da Perdigão, por volta do início do 3º trimestre de 2006, não obtendo êxito nesta proposta; 2) A crise financeira na Sadia por conta dos derivativos, divulgado pela imprensa em setembro de 2008 e 3) A realização da fusão entre a Perdigão e a Sadia em maio de 2009.

Assim, este estudo se justifica porque pode elucidar a diversos usuários da informação contábil destas organizações, dados econômicos financeiros que levaram a concretização de tais fatos. E ainda pode contribuir enfatizando sobre a importância de se ter uma adequada gestão de capital de giro.

Este trabalho está organizado em cinco seções, além das referências. Inicia-se com esta introdução. Na sequência, há a fundamentação teórica da pesquisa, na qual discorre sobre a análise dinâmica do capital de giro segundo o modelo Fleuriet, abordando sobre a necessidade de capital de giro, capital de giro, saldo de tesouraria, autofinanciamento e efeito tesoura. Após demonstra aspectos da metodologia da pesquisa. Em seguida, consta a descrição e análise dos dados, procurando identificar variações no desempenho do capital de giro das empresas em estudo nos anos de 2006 até o primeiro trimestre de 2009. Por fim, há as conclusões do estudo realizado.

2 Análise do capital de giro segundo o modelo de Fleuriet

O Modelo Fleuriet ou modelo dinâmico de capital de giro foi introduzido no Brasil por meio do encontro do professor e pesquisador Michel Fleuriet e a instituição de ensino brasileira Fundação Dom Cabral. O modelo é fruto de pesquisas coordenadas por Fleuriet na década de 70, cujo trabalho de sua equipe resultou na publicação do livro “A Dinâmica Financeira das Empresas Brasileiras: Um Novo Método de Análise, Orçamento e Planejamento Financeiro”, em 1978, pela Fundação Dom Cabral. Posteriormente, em 2003, o livro teve sua 5ª edição revisada com alguns ajustes e inclusões, entretanto, sua essência após 25 anos permaneceu válida e de grande utilidade para a avaliação de empresas no Brasil. (MESQUITA, 2008).

Fleuriet partiu do pressuposto que embora a classificação horizontal da apresentação tradicional do balanço patrimonial apresenta uma série de vantagens, ela é inadequada no que se refere a uma análise dinâmica da situação econômico-financeira das empresas. Uma vez que na análise tradicional não há visualização da empresa em funcionamento, ela é vista de maneira estática, o que não é condizente com a realidade. Fleuriet menciona que a organização deve ser visualizada de forma dinâmica, no qual, algumas contas do ativo e do passivo apresentam constante renovação em função do desenvolvimento operacional da empresas. Dessa forma, elaborou uma nova classificação horizontal para o balanço patrimonial, enfatizando o ciclo econômico e o financeiro de uma empresa, fornecendo dados para a análise dinâmica em oposição à análise estática (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

No modelo dinâmico, o ativo circulante foi subdividido em ativo circulante financeiro (ACF) ou errático e em ativo circulante operacional (ACO) ou cíclico. Da mesma forma, o passivo circulante foi dividido em passivo circulante financeiro (PCF) ou errático e em passivo circulante operacional (PCO) ou cíclico. As demais contas patrimoniais do ativo são agrupadas como ativo não circulante (ANC) ou não cíclico, englobando neste os bens e direitos do realizável a longo prazo, do imobilizado, do intangível e do grupo de investimentos. Quanto às demais contas do passivo, foram denominadas de passivo não circulante (PNC) ou não cíclico, envolvendo as obrigações de longo prazo e todo o grupo do patrimônio líquido.

O ativo financeiro ou errático é constituído por elementos essencialmente financeiros e que não possuem ligação com o ciclo operacional da empresa, como caixa, bancos, aplicações financeiras e títulos de curto prazo. Da mesma forma, que o passivo circulante financeiro é composto por empréstimos, financiamentos bancários, duplicatas descontadas, parcela de curto prazo referente a empréstimos de longo prazo e dividendos. Essas contas não estão diretamente relacionadas com a operação da empresa, apresentando movimento descontínuo ou errático, ou seja, não possuem ligação com o ciclo operacional. (GRABIN, 2005).

O ativo circulante operacional é o investimento que decorre automaticamente das atividades operacionais da organização, ou seja, compra/produção/estocagem/venda, enquanto o passivo circulante operacional é o financiamento, também automático, que decorre dessas atividades. O ACO compreende os saldos das contas relacionadas com as atividades operacionais, tais como: estoques, duplicatas a receber, despesas antecipadas, impostos a recuperar etc. O PCO é formado pelos passivos em funcionamento que normalmente são de curto prazo, tais como: fornecedores a pagar, impostos incidentes sobre as operações, salários, taxas, contribuições sociais, contas a pagar diversas relativas à atividade fim da empresa, etc. Essas contas apresentam sempre movimento contínuo e cíclico (MACHADO *et al*, 2005).

O ativo não circulante compreende os valores de conversão em longo prazo e os investimentos permanentes, considerados essenciais ao funcionamento da empresa e que apresentam uma movimentação lenta, quando analisados isoladamente ou em relação ao conjunto de outras contas. Pertencem a este grupo as máquinas e equipamentos, instalações,

terrenos, empréstimos a longo prazo a receber, marcas e patentes, dentre outros elementos. O passivo não circulante compreende as contas representativas das obrigações da organização para com os acionistas, sócios ou proprietários (patrimônio líquido) e as obrigações de longo prazo para com terceiros. Neste grupo, incluem-se, entre outras, as contas de capital social, reservas de lucros, empréstimos bancários a longo prazo, financiamentos, etc. (MESQUITA, 2008).

A partir da reclassificação do balanço patrimonial, são extraídas as seguintes variáveis empresariais: necessidade de capital de giro (NCG), capital de giro (CDG) e saldo de tesouraria (ST). Menezes *et al* (2008, p. 7) mencionam que “essas variáveis empresariais permitem uma análise prospectiva da verdadeira situação econômico-financeira das empresas, inferindo sobre a real situação de liquidez das empresas”.

2.1 Necessidade de capital de giro (NCG)

A necessidade de capital de giro (NCG) pode ser definida como sendo a diferença entre o ativo circulante operacional e o passivo circulante operacional. A diferença entre esses investimentos (ACO) e financiamentos (PCO) é quanto a organização necessita de capital de giro. Esta necessidade é função do ciclo de caixa e das vendas de uma empresa. Ou seja, para cada volume de vendas existirá uma NCG, supondo-se que o ciclo de caixa permaneça constante (MATARAZZO, 2008). Sendo assim, a necessidade de capital de giro é representada pela fórmula: $NCG = ACO - PCO$.

Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003) expõem algumas observações para esclarecer o conceito de necessidade de capital de giro, tais como: a NCG difere do capital circulante líquido (CCL), uma vez que o ativo e passivo cíclicos constituem apenas uma parte do ativo e passivo circulantes; a NCG é um conceito econômico-financeiro e não uma definição legal refere-se ao saldo de contas ligado às operações da empresa, sendo muito sensível às modificações que ocorrem no ambiente econômico em que a organização opera. A necessidade de capital de giro pode ser negativa, demonstrando assim que as saídas de caixa ocorrem depois das entradas da caixa. Neste caso, o passivo cíclico torna-se maior do que o ativo cíclico, constituindo-se em fonte de fundos para empresa. Entretanto, esta situação não é freqüente na prática.

Nas situações em que os ativos cíclicos são maiores que os passivos cíclicos, ou seja, quando a NCG for positiva, há a indicação de que a empresa necessita de recursos financeiros para girar seu negócio. Nesse caso, a soma de clientes, estoques, despesas antecipadas, impostos a recuperar é maior do que a soma do valor de fornecedores, obrigações fiscais e trabalhistas, adiantamentos de clientes, comissões a pagar (OLINQUEVITCH; SANTI FILHO, 2004).

Por outro lado, sempre que o valor do passivo operacional for maior do que o valor do ativo operacional há a indicação de que a empresa não necessita de recursos para o giro dos negócios e, pelo contrário, dispõe de fontes do próprio giro para financiar outras aplicações. Neste caso, a soma de fornecedores, obrigações fiscais, obrigações trabalhistas, adiantamentos de clientes é maior que a soma de clientes, estoques, impostos a recuperar, expressando assim, que a empresa está se financiando com recursos oriundos do giro dos negócios (OLINQUEVITCH; SANTI FILHO, 2004).

A necessidade de capital de giro se constitui um elemento essencial para avaliar a situação financeira das empresas. O seu valor revela o montante de recursos necessários para manter o giro dos negócios. As contas que compõem a NCG expressam operações de curto prazo e de efeitos rápidos, sendo totalmente divergentes das contas que compõem o ativo permanente, visto que estas resultam de decisões de longo prazo e com recuperação lenta de capitais (OLINQUEVITCH; SANTI FILHO, 2004).

O conceito da NCG decorre da necessidade de caixa, no momento em que, no ciclo financeiro, as saídas de caixa ocorrem antes das entradas. Sendo assim, a NCG varia em função do ciclo financeiro e do montante das vendas realizadas pela organização. Uma forma de entender a NCG durante os ciclos financeiro e operacional é que durante este período a empresa continua tendo que cumprir outras obrigações, como pagamento de salários e impostos. Sendo assim, enquanto não ocorre o recebimento de clientes, estas despesas terão que ser pagas, seja por meio de recursos de terceiros, seja por meio de recursos próprios ou ainda, por meio de obtenção de empréstimos de curto prazo. Deste modo, quando o ciclo financeiro é longo, a necessidade de capital de giro é maior. Assim, uma redução do ciclo financeiro significa receber mais cedo e pagar mais tarde. Contudo, uma redução do ciclo financeiro necessita de adoção de medidas de natureza operacional, envolvendo o encurtamento dos prazos de produção, estocagem e vendas (SATIO, 2007).

Infere-se que sempre que existir um aumento de produção ou vendas, haverá uma necessidade de ampliar os investimentos e a retenção de giro para fazer face a esse novo nível de atividade. A necessidade de capital de giro é uma aplicação permanente de fundos na organização, que deveria ser financiada pelas próprias fontes da atividade operacional da empresa e pelas fontes de financiamento de longo prazo da entidade (SATIO, 2007).

Entretanto, salienta-se que apenas uma parte dos fundos permanentes é utilizada para financiar a NCG, visto que grande parte desses fundos é utilizada para financiar as aplicações permanentes ou as contas não cíclicas do ativo, que correspondem às contas do ativo não circulante. Desta maneira, define-se como capital de giro (CDG) a diferença entre o passivo permanente e o ativo permanente ou a diferença entre as contas não cíclicas do passivo e as contas não cíclicas do ativo (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

2.2 Capital de giro segundo Fleuriet (CDG)

O capital de giro (CDG) pode ser representado pela seguinte equação: $CDG = PNC - ANC$. Quando o capital de giro é positivo, significa que as origens de recursos de longo prazo e o capital próprio superam o valor investido em longo prazo, da mesma forma que caso o CDG for negativo isto significa que as origens de recursos de longo prazo não são suficientemente capazes de financiar os investimentos em longo prazo e atender as necessidades de giro das empresas. A tendência do capital de giro ao longo do tempo é apresentar-se estável (MESQUITA, 2008).

Da mesma forma, Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003) esclareceram algumas observações da NCG com intuito elucidar o seu conceito, o mesmo procedimento ocorre com o capital de giro. Enfatiza-se que o CDG possui o mesmo valor que o capital circulante líquido, definido no sentido financeiro clássico como a diferença entre o ativo e o passivo circulantes, sendo que somente seu cálculo é efetuado de maneira distinta. O CDG constitui uma fonte de fundos permanente utilizada para financiar a NCG da empresa, trata-se de um conceito econômico-financeiro e não de uma definição legal. Difere da NCG por apresentar-se razoavelmente estável ao longo do tempo. Ele diminuiu quando a empresa realiza novos investimentos em bens do ativo permanente. Porém esses investimentos são geralmente realizados por meio de autofinanciamento, empréstimos a longo prazo e aumento de capital.

O capital de giro é negativo quando o ativo permanente é maior do que o passivo permanente. O que significa que a empresa financia parte de seu ativo permanente com fundos de curto prazo. Mesmo que esta condição aumente o risco de insolvência, a empresa poderá se desenvolver, desde que sua NCG seja também negativa. As empresas que prevêm as suas entradas de caixa com maior grau de certeza, podem trabalhar com baixa liquidez ou até mesmo com liquidez negativa (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

O capital de giro, assim como a NCG, também pode assumir valores positivos tanto quanto negativos ou nulos. Quando for positivo, há a indicação de que o mesmo constitui de

uma fonte de recursos de longo prazo, disponível para financiar as aplicações da empresa, englobando neste caso, a necessidade de capital de giro. Na situação em que o CDG for negativo, há a indicação de que aplicações de longo prazo precisam ser financiadas com fundos ou fontes de recursos de curto prazo, ocasionando em muitos casos, o risco de insolvência. O ideal nesta situação é a empresa possuir uma NCG também negativa. Nos casos em que o CDG for nulo, há a indicação de que a empresa não necessita de recursos de longo prazo para cobrir as aplicações também de longo prazo, mas também não há excesso de recursos de longo prazo que poderiam ser aplicados na NCG. Nestes casos, o ideal seria também que a NCG assumisse a posição nula (SATO, 2007).

2.3 Saldo em tesouraria (ST)

O saldo de tesouraria (ST) representa um valor residual correspondente à diferença entre o capital de giro e a necessidade de capital de giro, defini-se como a diferença entre o ativo e passivo erráticos. Estes são contas circulantes que não estão diretamente ligadas à operação da empresa e seus valores se alteram de forma aleatória. O saldo de tesouraria é definido pela equação: $ST = AF - PF$ ou $ST = CDG - NDG$ (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

O saldo de Tesouraria é negativo quando o capital de giro é insuficiente para financiar a NCG, ou seja, o passivo errático é maior que o ativo errático. O que indica que a empresa financia parte da NCG e/ou ativo permanente com fundos de curto prazo, havendo como consequência o risco de insolvência (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

Quando o saldo de Tesouraria é positivo, significa que a empresa dispõe de fundos de curto prazo que podem ser aplicados em outras aplicações, aumentando assim a sua margem de segurança financeira. Infere-se que o saldo de tesouraria positivo não significa necessariamente uma condição desejável para as organizações. Muitas vezes, demonstra que a empresa não esteja aproveitando as oportunidades de investimentos propiciadas por sua estrutura financeira (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

Bastitella (2006) faz algumas inferências quanto ao saldo de tesouraria em seu trabalho. O autor menciona que um saldo de tesouraria positivo significa que a organização está com uma adequada política de investimentos e financiamentos, porque as necessidades de financiamentos para o ativo cíclico estão sendo cobertas pela folga financeira, ou seja, por recursos de longo prazo. Quando o saldo de tesouraria é negativo isto é um sinal de que a empresa necessita adequar os seus investimentos e financiamentos, visto que não é interessante para a liquidez de uma organização que recursos de curto prazo cubram investimentos de longo prazo.

2.4 Autofinanciamento

O autofinanciamento é uma medida econômica do montante de recursos gerado pela organização que se destina ao financiamento de seu próprio crescimento. É uma medida financeira do desempenho operacional. Pode ser obtido por meio do lucro (ou prejuízo) líquido acrescido das despesas de depreciação, amortização e exaustão, e acrescido do valor dos dividendos (MARQUES; BRAGA, 1995).

O autofinanciamento representa o montante dos recursos gerados pela empresa e que são conservados para seu financiamento interno. O autofinanciamento são recursos internos representados pelo lucro retido (lucro líquido deduzido dos dividendos) acrescido dos valores da depreciação e amortização (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

Para garantir o equilíbrio financeiro, a empresa deve garantir-se que o aumento do capital de giro seja compatível com o aumento da necessidade de capital de giro, de tal forma que o saldo de tesouraria não se torne excessivamente negativo, o que poderá provocar o desequilíbrio financeiro da organização (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

Se o capital de giro aumenta pouco, ou mesmo diminui (porque, por exemplo, os investimentos são demasiados em relação ao autofinanciamento), e se a NCG aumenta muito (por causa da inflação ou de um forte crescimento de vendas), o saldo de tesouraria se deteriorará gravemente, porque a empresa deverá procurar créditos bancários a curto prazo. Caso encontre dificuldades para obtê-los, haverá sérios problemas financeiros (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

Depreende-se que é função da diretoria financeira de uma empresa acompanhar a evolução do saldo de tesouraria, com o intuito de evitar que permaneça constantemente negativo. A maioria das empresas que operam com saldo de Tesouraria negativo de forma crescente apresenta uma estrutura financeira inadequada, evidenciando-se uma dependência excessiva de empréstimos de curto prazo, que poderá, conseqüentemente, levá-las até um estado de insolvência (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

Além disso, o saldo de tesouraria torna-se cada vez mais negativo com o crescimento rápido das vendas, se a NCG aumentar, proporcionalmente mais do que o autofinanciamento, e a organização não conseguir aumentar seu capital de giro por meio de fontes externas. Esse crescimento do saldo de tesouraria negativo, denomina-se de “efeito tesoura”, no qual é abordado a seguir (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

2.5 Efeito tesoura (*Overtrade* ou *Overtrading*)

Trata-se de um conceito introduzido por Fleuriet, o efeito tesoura tem início quando o saldo de tesouraria se torna negativo, e assume uma tendência crescente em termos absolutos a taxas maiores que aquelas verificadas para a NCG. De maneira geral, *overtrading* representa a realização de um nível de atividade operacional e volume de vendas superior da capacidade disponível de recursos, ou seja, a administração expande os níveis de atividade e vendas do negócio sem o adequado suporte de recursos para o financiamento do capital de giro adicional requerido. O motivo mais comum para essa situação encontra-se na busca por economias de escala no processo de produção, viabilizadas pela existência de capacidade ociosa na empresa (MARQUES; BRAGA, 1995)

Conforme Silva (2005) o efeito tesoura ocorre devido à elevada aplicação de recursos na necessidade de capital de giro, sem que o nível do capital de giro acompanhe o crescimento da NCG. O autor é enfático ao afirmar que a tendência de crescimento da NCG em níveis superiores ao crescimento do CDG pode ser um indicativo do efeito tesoura. É importante ressaltar que o efeito tesoura só é um alerta de tendência para insolvência, quando ocorre em níveis expressivos comparados com as vendas da organização.

Silva (2005) menciona os principais motivos que levam uma organização a entrar no chamado efeito tesoura, que são: elevado ciclo financeiro; decisões de imobilizações, sem dispor de recursos próprios ou de fontes de longo prazo para isto, ou seja, imobilizações com recursos de instituições financeiras de curto prazo; prejuízos acumulados que por conseqüência reduzem o capital de giro a níveis insuficientes para financiar a necessidade de capital de giro, obrigando a organização obter empréstimos de curto prazo, e ainda níveis elevados da NDC e/ou níveis baixos de CDG.

Conforme Marques e Braga (1995), o efeito tesoura pode ser resultado de decisões empresariais que levam a empresa a operar um grande volume de negócios sem dispor de recursos adequados e suficientes para financiar suas necessidades de capital de giro.

3 Método e procedimentos da pesquisa

A metodologia da pesquisa consiste do método e dos procedimentos utilizados para realizar uma pesquisa. Esta pesquisa caracteriza-se como descritiva, com abordagem qualitativa dos dados, realizada por meio de pesquisa documental. Conforme Oliveira (2001), pesquisa descritiva é o tipo de estudo mais adequado quando o pesquisador necessita obter

melhor entendimento a respeito do comportamento de vários fatores e elementos que influenciam determinada situação.

Quanto à abordagem do problema, trata-se de uma pesquisa com abordagem qualitativa. Conforme Richardson (1999), a pesquisa qualitativa descreve a complexidade de determinado problema, analisa a interação de certas variáveis, compreende e classifica processos dinâmicos vividos por grupos sociais. Destaca que pode contribuir no processo de mudança de determinado grupo e possibilita, em maior nível de profundidade, o entendimento das particularidades do comportamento dos indivíduos.

Quanto aos procedimentos, realizou-se uma pesquisa documental. Martins e Theóphilo (2007) mencionam que a pesquisa documental se assemelha à pesquisa bibliográfica, porém não levanta material editado, como livros, periódicos, entre outros. A pesquisa documental busca material que não foi editado, como cartas, memorandos, relatórios de empresas, avaliações. Assim, esta pesquisa se enquadra como documental porque se utilizou das demonstrações contábeis (balanço patrimonial, demonstração de resultado e notas explicativas) dos anos de 2006 a 2008 e do 1º trimestre de 2009 das empresas objeto do estudo.

As empresas escolhidas para investigação deste estudo são: a Sadia e a Perdigão. Optou-se por estas empresas por serem organizações que possuem grande participação no mercado, no segmento de indústrias alimentícias, e por terem participado da recente fusão, sendo alvo de ampla divulgação na mídia. Aliado a esse fato, a crise financeira da Sadia por conta dos derivativos, também amplamente divulgada, despertou o interesse em aprofundar estudo sobre a dinâmica do capital de giro

Por tratar-se de estudo específico em duas empresas, os resultados não podem ser generalizados para empresas do mesmo porte ou segmento econômico.

4 Descrição e análise dos dados

Após a coleta das demonstrações contábeis, das empresas em estudo, necessárias à análise, realizou-se, inicialmente, a reclassificação do Balanço Patrimonial das empresas conforme modelo preconizado por Fleuriet. Em seguida, calcularam-se as variáveis, necessidade de capital de giro (NCG), capital de giro (CDG), saldo de tesouraria (ST) e autofinanciamento. Na sequência, foram identificadas as variações no desempenho do capital de giro das empresas Sadia e Perdigão considerando os fatos relevantes que envolveram as empresas nos últimos três anos.

Os fatos relevantes considerados para esta pesquisa são os divulgados no sítio da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), quais sejam: 1) O fato da Sadia querer comprar a Perdigão, chegando a realizar uma oferta “hostil” aos acionistas da Perdigão, por volta do início do 3º trimestre de 2006, não obtendo êxito nesta proposta; 2) A crise financeira na Sadia por conta dos derivativos, divulgado pela imprensa em setembro de 2008 e 3) A realização da fusão entre a Perdigão e a Sadia em maio de 2009.

Para melhor ilustrar os resultados dos cálculos das variáveis analisadas, apresentam-se em forma de gráficos. Inicialmente, faz-se a análise da empresa Sadia a partir do Gráfico 1.

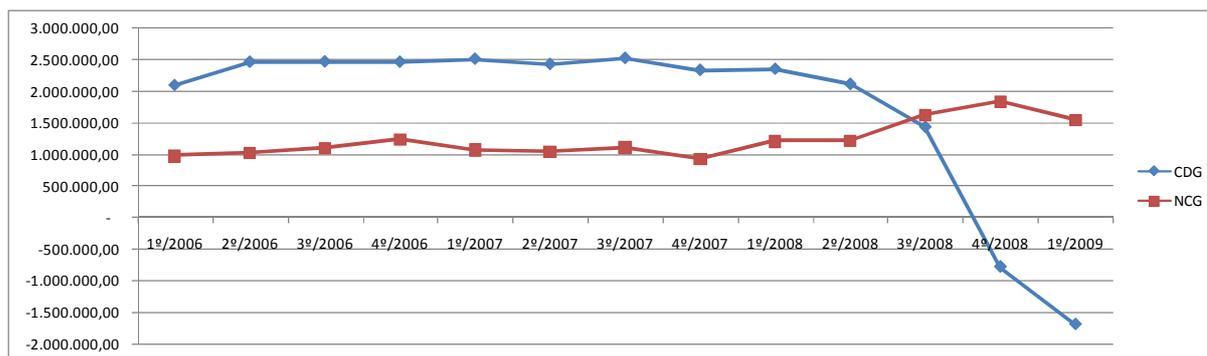


Gráfico 1: Análise dinâmica da empresa Sadia S/A – modelo Fleuriet (Fonte: Elaborado pelos autores)

Na Sadia pode-se observar que desde o primeiro trimestre de 2006 até o segundo trimestre de 2008 sua estrutura financeira praticamente não se alterou. Apresentava uma situação financeira sólida, com o CDG positivo. No gráfico a distância entre as curvas NCG e CDG representa a ST que até o 3º. Trimestre de 2008 era positivo, ou seja, a empresa possuía recursos financeiros em excesso as suas necessidades operacionais Esta situação estável pode ter contribuído para a iniciativa da Sadia em fazer proposta de compra da Perdigão julho de 2006.

No entanto, do terceiro para o quarto trimestre de 2008 houve significativa alteração na estrutura financeira, chegando ao efeito tesoura, pela queda acentuada do CDG e inversão da posição do ST e elevação da NCG. Como se destacou na revisão da literatura, a tendência de crescimento da NCG em níveis superiores ao crescimento do CDG pode ser um indicativo do efeito tesoura. O efeito tesoura que segundo Silva (2005) pode ser um alerta de tendência para insolvência, mantém-se até o primeiro trimestre de 2009.

No terceiro trimestre de 2008, como já foi comentado, a situação da Sadia se modificou totalmente. Foi o primeiro trimestre em que o capital de giro foi menor que a necessidade de capital de giro. O aumento da NCG pode ser explicado por aumento nas contas a receber e estoques deste trimestre. Enquanto que a queda do capital de giro, pode ser por conta dos prejuízos do trimestre e aumento do imobilizado.

Nos períodos seguintes (4º trimestre de 2008 e 1º trimestre de 2009) a situação se agravou, visto que o capital de giro tornou-se negativo, ou seja, fontes de curto prazo passaram a financiar investimentos de longo prazo na empresa. Nestes períodos novamente a empresa apresentou prejuízos.

A crise financeira na Sadia por conta dos derivativos, divulgado pela imprensa em setembro de 2008 fica claramente evidenciada na análise dinâmica de Fleuriet, vista no Gráfico 1 a partir do 3º. Trimestre 2008. Sua NCG maior do que o CDG e o ST negativo, levando ao chamado “efeito tesoura”, ou seja, dificuldade financeira para garantir a manutenção da atividade operacional com recursos operacionais.

A tendência de continuar com a estrutura financeira nos períodos futuros pode ter sido um dos motivos pela busca pela fusão com a Perdigão no segundo trimestre de 2009.

Da mesma forma que se analisou os reflexos dos fatos relevantes ocorridos nas duas empresas no desempenho do capital de giro da Sadia, foram analisados os reflexos na Perdigão. O Gráfico 2 representa as variáveis calculadas no período de análise da Perdigão.

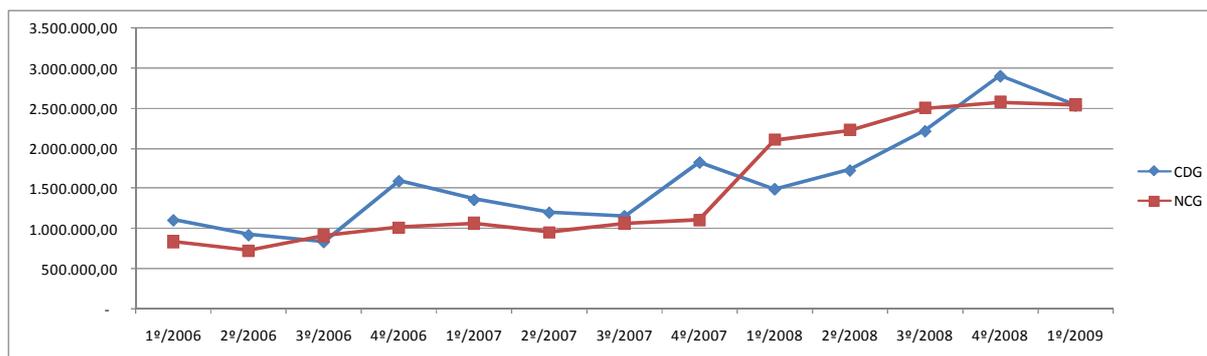


Gráfico 2: Análise dinâmica da empresa Perdigão S/A – modelo Fleuriet
(Fonte: Elaborado pelos autores)

A estrutura financeira da Perdigão apresentou-se menos instável do que a da Sadia no período analisado. Percebem-se várias oscilações. No terceiro trimestre de 2006, época da ocorrência do primeiro fato relevante analisado, ou seja, na tentativa da Sadia comprar a Perdigão, a empresa apresentava NCG um pouco superior ao CDG em consequência o ST era negativo. Podendo ser considerada, segundo Fleuriet; Kehdy; Blanc (2003) uma situação insatisfatória, entretanto dadas as oscilações verificadas no gráfico a situação pode ser considerada normal, dentro de seu ciclo operacional. O ST negativo significa que o CDG se acha insuficiente para garantir a manutenção do atual nível de atividade operacional, e que fontes de financiamento de curto prazo (passivo circulante financeiro) vêm sendo empregadas como complementares.

Essa situação insatisfatória da estrutura financeira da Perdigão pode ter despertado o interesse da Sadia em adquiri-la, aproveitando o momento crítico da empresa. As diferenças na ST da Perdigão são menores que as da Sadia.

Novamente no primeiro trimestre de 2008 a Perdigão apresentou NCG superior ao CDG e o ST negativo, no entanto, em discrepâncias maiores do que no terceiro trimestre de 2006. Mantendo essa estrutura financeira insatisfatória até o quarto trimestre de 2008.

No final do período analisado, primeiro trimestre de 2009, a Perdigão não apresentava mais o efeito tesoura, porém continuava com ST negativo, demonstrando que ainda possuía dificuldades em sua estrutura financeira. Tais dificuldades constantes podem ter sido fator decisivo na fusão com a Sadia em maio de 2009. Salienta-se ainda que a situação da Perdigão foi melhor que a Sadia, uma vez que a mesma não recorreu a fontes de curto prazo para financiar investimentos de longo prazo.

Da análise em conjunto das duas empresas, pode-se perceber que ambas apresentaram nas variáveis analisadas justificativas para os três fatos relevantes ocorridos com as empresas e que foram objetos desse estudo.

5 CONCLUSÕES

O estudo se propôs a discutir um tema considerado de grande importância para a avaliação da situação financeira de curto prazo das empresas: o desempenho do capital de giro. O capital de giro é entendido como os recursos de curto prazo necessários para que uma empresa possa desenvolver as suas atividades operacionais de comprar, produzir, vender e receber. Dentre literaturas abordando essa temática, destaca-se um modelo de análise do capital de giro elaborado por Michel Fleuriet na década de 70 cuja utilização proporciona, além do conhecimento da situação atual da empresa, em relação ao seu capital de giro, antever situações futuras que poderiam comprometer o funcionamento das atividades operacionais de curto prazo da empresa.

O objetivo desse trabalho foi identificar as variações no desempenho do capital de giro das empresas Sadia e Perdigão considerando os fatos relevantes que envolveram as empresas nos últimos três anos. Para tal, consideram-se como fatos relevantes para a presente pesquisa três situações específicas, a saber: 1) O fato da Sadia querer comprar a Perdigão, chegando a realizar uma oferta “hostil” aos acionistas da Perdigão, por volta do início do 3º trimestre de 2006, não obtendo êxito nesta proposta; 2) A crise financeira na Sadia por conta dos derivativos, divulgado pela imprensa em setembro de 2008 e 3) A realização da fusão entre a Perdigão e a Sadia em maio de 2009.

Por meio das análises realizadas, pode-se conhecer mais sobre esse tema e identificar possíveis fatores que certamente relacionam-se aos fatos relevantes que envolveram as duas empresas, como segue:

a) O fato da Sadia querer comprar a Perdigão por volta do início do 3º trimestre de 2006: a Sadia apresentava com estrutura financeira estável e mais favorável do que a Perdigão que possuía uma ST mais oscilante;

b) A crise financeira na Sadia por conta dos derivativos, em setembro de 2008: essa crise financeira da Sadia divulgada é perceptível na análise dinâmica de Fleuriet. Apresentou queda significativa no STE no CCL e aumento na NCG, chegando ao início de um possível efeito tesoura que se não tratado conduz a sérios problemas na estrutura financeira;

c) A partir do 4º trimestre de 2008, a situação da Sadia tornou-se mais crítica, visto que recursos de curto prazo passaram a financiar investimentos de longo prazo. Esta situação se mantém inclusive no 1º trimestre de 2009, comprometendo a liquidez da empresa. Enquanto na Perdigão, a mesma também apresenta no 1º trimestre de 2009 um saldo de tesouraria negativo, porém, bem menor que a Sadia. A diferença também está no fato de que as fontes de longo prazo são suficientes para cobrir os investimentos de longo prazo na empresa, sendo que o restante é utilizado no giro dos negócios. Tal fato, pode ter contribuído para ocorrer a fusão entre a Perdigão e Sadia, visto que pode haver o fortalecimento de ambas empresas.

Conclui-se que a análise do capital de giro pode ser um excelente instrumento de gestão das empresas, e pode ser utilizada pelos usuários para elucidar fatos relevantes nas organizações. Ressalta-se que as análises foram baseadas nas demonstrações contábeis publicadas pelas empresas e que a análise do capital de giro fica mais completa e consistente quando são conhecidos os objetivos e metas de curto e longo prazo da empresa, relativos ao seu crescimento econômico e financeiro.

Referências

ASSAF NETO, Alexandre; SILVA, César Augusto Tibúrcio. **Administração do capital de giro**. 3. ed. São Paulo : Atlas, 2002.

BATISTELLA, Flávio Donizete. **Análise dinâmica do capital de giro e inflação: um estudo de casa em empresa de recursos hídricos**. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6., 2006, São Paulo. **Anais...** São Paulo: CONGRESSO USP, 2006. CD-ROM.

FLEURIET, Michel; KEHDY, Ricardo; BLANC, Georges. **O modelo Fleuriet, a dinâmica financeira das empresas brasileiras: um modelo de análise, orçamento e planejamento financeiro**. 5ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.

GRABIN, Raquel. **Avaliação dos resultados dos modelos Fleuriet e EVA em cooperativas agropecuárias do estado do Rio Grande do Sul**. 2005. 152f. Dissertação (Mestrado em

Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal de Santa Maria, Santa Maria, Rio Grande do Sul, 2005.

MACHADO, Márcio André Veras *et al.* **Análise dinâmica e o financiamento das necessidades de capital de giro das pequenas e médias empresas.** In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5., 2005, São Paulo. **Anais...** São Paulo: CONGRESSO USP, 2005. CD-ROM.

MARQUES, José Augusto Veiga da Costa; BRAGA, Roberto. **Análise dinâmica do capital de giro: o modelo Fleuriet.** Revista de Administração de Empresas, São Paulo, 1995, v. 35, nº 3, p. 49-63, maio/jun. 1995.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas.** São Paulo: Atlas, 2007.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços:** abordagem básica e gerencial. 6ª ed. São Paulo : Atlas, 2008.

MENEZES, Carlos Emanuel de O. *et. al.* **Modelo Fleuriet como ferramenta na prática de auditoria contábil.** In: CONGRESSO INTERNACIONAL DE CUSTOS, 9., 2005, Florianópolis. Anais. Florianópolis: Congresso Internacional de Custos, 2005. CD-ROM.

MESQUITA, Gustavo Bahury. **Gestão de capital de giro:** uma aplicação do modelo Fleuriet a empresas argentinas, brasileiras, chilenas e mexicanas. 2008. 239f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008.

OLINQUEVITCH, José Leônidas; SANTI FILHO, Armando de. **Análise de balanços para controle gerencial:** demonstrativos contábeis exclusivos do fluxo de tesouraria. 4.ed. São Paulo: Atlas, 2004.

OLIVEIRA, Silvio Luiz. **Tratado de metodologia científica.** São Paulo: Pioneira, 2001.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social:** métodos e técnicas. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

SATO, Sonia Sanae. **Análise econômico-financeira setorial:** estudo da relação entre liquidez e rentabilidade sob a ótica do modelo dinâmico. 2007. 205f. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

SILVA, José Pereira da. **Análise financeira das empresas.** 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2005.