

Gestão de capital de giro líquido e de fluxo de caixa em empresas seguradoras listadas na BMF&Bovespa

Abdinardo Moreira Barreto de Oliveira (UNIVASF) - abdinardo.oliveira@univasf.edu.br

Jackeline Lucas Souza (UFC) - jackeline.souza@hotmail.com

Camila Silva Pinto Silva Pinto (UFC) - camilaspinto@gmail.com

Resumo:

O objetivo deste estudo foi avaliar o desempenho de empresas seguradoras brasileiras quanto à gestão de capital de giro líquido e quanto à capacidade de geração de caixa, haja vista que estas temáticas estão intrinsecamente associadas e que seu bom gerenciamento é condição necessária para a manutenção da sustentabilidade financeira organizacional. Neste intuito, foi realizado um estudo com duas empresas listadas na BMF&Bovespa (Caixa Seguradora S.A e Cia. de Seguros Aliança da Bahia S.A), dentre uma população de seis companhias, cujo critério de seleção foi que elas não fossem holdings, dada a especificidade dos relatórios contábeis. Foram coletados 28 relatórios contábeis trimestrais por empresa entre 2003 e 2009, onde os dados foram formatados de acordo com as orientações de Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003) e Souza (2007) e do método indireto de fluxo de caixa (GITMAN, 2004). A análise dos dados procedeu-se através de estatística descritiva, teste não-paramétrico U de Mann-Whitney e simulação de Monte Carlo. Quanto à gestão do capital de giro líquido, foi verificado que ambas as empresas possuem solvência na sua gestão, com destaque para a Caixa Seguradora, cujo capital circulante líquido e saldo em tesouraria vêm aumentando ao longo do tempo. Quanto à gestão de caixa, apenas a Caixa Seguradora superou a expectativa de 50% de chances de ter valores acima de zero, ainda que o risco da não ocorrência destes seja de cerca de 50%.

Palavras-chave: *Capital de giro; Fluxo de caixa; Seguradoras; Gestão financeira.*

Área temática: *Custos como ferramenta para o planejamento, controle e apoio a decisões*

Gestão de capital de giro líquido e de fluxo de caixa em empresas seguradoras listadas na BMF&Bovespa

Resumo: O objetivo deste estudo foi avaliar o desempenho de empresas seguradoras brasileiras quanto à gestão de capital de giro líquido e quanto à capacidade de geração de caixa, haja vista que estas temáticas estão intrinsecamente associadas e que seu bom gerenciamento é condição necessária para a manutenção da sustentabilidade financeira organizacional. Neste intuito, foi realizado um estudo com duas empresas listadas na BMF&Bovespa (Caixa Seguradora S.A e Cia. de Seguros Aliança da Bahia S.A), dentre uma população de seis companhias, cujo critério de seleção foi que elas não fossem *holdings*, dada a especificidade dos relatórios contábeis. Foram coletados 28 relatórios contábeis trimestrais por empresa entre 2003 e 2009, onde os dados foram formatados de acordo com as orientações de Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003) e Souza (2007) e do método indireto de fluxo de caixa (GITMAN, 2004). A análise dos dados procedeu-se através de estatística descritiva, teste não-paramétrico *U de Mann-Whitney* e simulação de Monte Carlo. Quanto à gestão do capital de giro líquido, foi verificado que ambas as empresas possuem solvência na sua gestão, com destaque para a Caixa Seguradora, cujo capital circulante líquido e saldo em tesouraria vêm aumentando ao longo do tempo. Quanto à gestão de caixa, apenas a Caixa Seguradora superou a expectativa de 50% de chances de ter valores acima de zero, ainda que o risco da não ocorrência destes seja de cerca de 50%.

Palavras-chave: Capital de giro; Fluxo de caixa; Seguradoras; Gestão financeira.

Área Temática: Custos como ferramenta para o planejamento, controle e apoio a decisões.

1. INTRODUÇÃO

O aspecto da sustentabilidade financeira das empresas brasileiras continua sendo importante tema de estudo para os pesquisadores e um desafio para novos empreendedores que desejam prosperar suas organizações. Neste intuito, há duas diretrizes a serem consideradas que são (1) a gestão de capital de giro e (2) a gestão de fluxo de caixa, as quais estão indubitavelmente interligadas por sua natureza. O gerenciamento do capital de giro é apontado com o suporte de todo o negócio financeiro e, segundo Moura e Matos (2003), a sua má gestão pode comprometer as atividades operacionais de curto prazo, o que prejudicaria seu ciclo operacional e a sua capacidade de geração de caixa que, por conseguinte, afetaria negativamente a maximização do valor da companhia. Contudo, o estudo da temática supracitada vem recebendo pouca atenção dos pesquisadores quando focada nas empresas seguradoras brasileiras, haja vista que o último trabalho publicado, específico sobre o assunto, é de 2001 (ver FONSECA *et al.*, 2001).

Por outro lado, o mercado de empresas seguradoras vem aumentando a sua participação na formação do PIB brasileiro. De acordo com os dados apresentados pela Confederação Brasileira de Seguros Gerais, Previdência Privada e Vida, Saúde Suplementar e Capitalização (CNSeg, 2011) e pela Federação Nacional das Empresas de Seguros Privados e de Capitalização (FENASEG, 2011), em 1995 o total de prêmios arrecadados pelo mercado segurador foi de R\$ 12,295 milhões (1,90% do PIB), enquanto que em 2009 o total de prêmios representava R\$ 107,417 milhões (3,42% do PIB). Em termos cumulativos, no período 1995-2009, a taxa de crescimento dos prêmios arrecadados foi de 16,75% a.a., frente a uma taxa de 11,96% a.a do PIB.

Além destes números, Souza (2007, p.14) explica a relevância da participação do mercado segurador na economia brasileira, “isto porque além de gerar empregos, dar segurança e garantir renda, bens e propriedades, as reservas técnicas – os recursos que as seguradoras acumulam para garantir o pagamento de indenizações aos segurados – são reinvestidas no mercado”. Ou seja, tais recursos monetários são disponibilizados ao mercado produtor sob a forma de fontes de financiamento de longo prazo, o que provoca um efeito multiplicador na produção total brasileira.

Outro fato que merece a atenção no mercado de seguros brasileiro é a crescente participação de capital estrangeiro no setor. Em 1996, ele representava 6,3%; em 2007 ele já alcançava cerca de 25% do mercado nacional. Tal incremento na concorrência, além de diminuir o risco da operação de seguros, estimula as demais empresas seguradoras para a busca de uma maior efetividade em suas atividades, sob pena de desaparecerem nos próximos anos, “vítimas do processo de globalização, concentração e profissionalização do mercado” (SOUZA, 2007, p.11). Dada a importância dos fatos acima citados, o objetivo desta pesquisa é avaliar o desempenho da gestão de capital de giro líquido e de geração de caixa de empresas seguradoras brasileiras listadas na BMF&BOVESPA, contribuindo para o desenvolvimento de metodologias que possam apontar indícios da sustentabilidade financeira destas.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Aspectos teóricos sobre a gestão de capital de giro líquido

O conceito de capital de giro líquido (ou capital circulante líquido) enfatiza a captação e o uso de recursos monetários de longo prazo para a realização de investimentos em ativos de curto prazo que, através da atividade empresarial, poderão ser convertidos novamente em recursos monetários disponíveis no prazo de até um ano, imprescindíveis para a sustentabilidade de todo o ciclo operacional e financeiro das empresas ao longo dos anos (OLIVEIRA, 1996; SOUZA e MENEZES, 1997; BRIGHAM e HOUSTON, 1999).

Neste ínterim, a identificação do volume de recursos monetários em capital de giro líquido necessários para o funcionamento das atividades de curto prazo de uma empresa se dá pela equação $CCL = AC - PC$, onde CCL representa o Capital Circulante Líquido, AC representa o Ativo Circulante (investimentos de curto prazo ou o capital de giro) e PC representa o Passivo circulante (financiamentos de curto prazo). Através dela, é possível observar se a organização possui algum “alívio” financeiro no seu ciclo operacional, que poderá ser utilizado para refinaranciar todo seu processo produtivo. Caso o $CCL > 0$, significa que a empresa consegue honrar suas obrigações de curto prazo e produzir um excedente de recursos monetários. Se o $CCL = 0$ significa que toda a riqueza monetária produzida foi integralmente utilizada para saldar seus compromissos com os credores a curto prazo. Mas se o $CCL < 0$, representa que a companhia não consegue honrar completamente suas obrigações de curto prazo, exaurindo toda a fonte de financiamento de suas atividades operacionais.

A partir destas interpretações, o resultado que uma gestão efetiva do CCL traz para a saúde financeira de uma organização é a sua liquidez, seja no curto ou no longo prazo. Entende-se por liquidez a capacidade de poder pagar seus compromissos financeiros na data do vencimento. Do contrário, a companhia se encontrará ou em inadimplência ou em insolvência (ASSAF NETO e SILVA, 2002; GITMAN, 2004; HOJI, 2004).

Embora seja um simples instrumento para o gerenciamento do CCL, a técnica supracitada apresenta a seguinte limitação: mostra somente a eficácia do processo de gestão do CCL, ignorando o aspecto da eficiência, que é a adequada distribuição dos recursos monetários entre os investimentos de curto prazo - Disponibilidades, Créditos e Estoques. Para contribuir com uma análise mais precisa da gestão do CCL nas organizações, Michel Fleuriot, a partir de investigações em empresas brasileiras realizadas na década de 1980,

apresentou uma abordagem *dinâmica* para a administração do capital de giro líquido (BRASIL e BRASIL, 1997).

A análise dinâmica do capital de giro líquido apresenta duas novas variáveis que complementam a análise clássica, permitindo uma melhor compreensão da composição e gestão do CCL nas organizações: a Necessidade de Investimento em Giro (NIG) e o Saldo em Tesouraria (ST). Para se obter os valores destas variáveis, é preciso primeiro fazer uma reclassificação das contas contábeis presentes no Balanço Patrimonial em três tipos: Estratégicas, Operacionais e Táticas.

As contas de natureza Estratégica abrangem as contas cuja movimentação está vinculada à alta administração da empresa. Por exemplo, o nível de capacidade de produção esperada dependerá do investimento fixo a ser empregado na organização, o que implica saber como esse investimento será financiado – através de recursos próprios ou por financiamento de terceiros. A equação que define esta relação é: $CCL = (PL + PELP) - (ARLP + AP)$ Esta nova abordagem permite realizar a gestão do Capital de giro a partir da perspectiva da existência de fontes de financiamento permanentes de longo prazo suficientes para financiar os investimentos fixos e de giro.

As contas de natureza Operacional correlacionam-se com a atividade (o negócio) da empresa. Decisões que envolvem o volume de estoque, vendas à vista ou a prazo, compras à vista ou a prazo, salários e impostos são exemplos destas questões. A equação que explica esta relação é: $NIG = AO - PO$, onde AO significa Ativo operacional, que são os investimentos de curto prazo diretamente relacionados com o negócio da empresa; e PO significa Passivo operacional, que são os financiamentos não-onerosos diretamente relacionados com as atividades da empresa.

Por fim, as contas de natureza Tática representam as contas de curto e curtíssimo prazo, em geral administradas pela tesouraria das empresas. Aspectos referentes às manutenções de um volume de caixa mínimo, aplicações de curto prazo no mercado financeiro visando à manutenção do poder de compra do dinheiro, captação de empréstimos para pagamento da folha de pessoal da empresa, dentre outros, são exemplos de decisões táticas. A equação que determina esta relação é: $ST = AF - PF$, onde AF representa o Ativo financeiro, que são os investimentos financeiros de curto prazo efetuados pela organização, e PF representa o Passivo financeiro, que são os financiamentos onerosos de curto prazo obtidos pela companhia. Desse modo, procura-se definir as contas ativas e passivas em função da realidade dinâmica das empresas, onde as contas relacionam-se aos ciclos operacionais e financeiros da organização, que lhes atribui um estado de permanente movimentação (FLEURIET, KEHDY e BLANC, 2003; VIEIRA, 2005).

Tomando como referência a reclassificação contábil sugerida pela análise dinâmica do capital de giro, Marques e Braga (1995) relacionaram as três variáveis dinâmicas (CCL, NIG e ST) em seis possíveis estruturas (com suas respectivas situações) que uma organização poderá apresentar na sua gestão de Capital de Giro. Como contribuição à metodologia, Theiss Júnior e Wilhelm (2000) desenvolveram uma escala de notas com o intuito de medir o desempenho que a empresa obteve em cada situação prevista, conforme mostra o Quadro 1.

Estrutura	CCL	NIG	ST	Situação	Notas
I	+	-	+	Excelente	8,33 a 10,00
II	+	+	+	Sólida	6,67 a 8,32
III	-	-	+	Razoável	5,00 a 6,66
IV	+	+	-	Insatisfatória	3,33 a 4,99
V	-	-	-	Muito ruim	1,67 a 3,32
VI	-	+	-	Péssima	0,00 a 1,66

Quadro 1 - Tipos de estruturas financeiras e respectivas notas

Fonte: Adaptado de Marques e Braga (1995) e Theiss Júnior e Wilhelm (2000).

Com estas estruturas, é possível compreender melhor o fenômeno do *overtrading*, também conhecido como “Efeito Tesoura”, que acontece toda vez que o valor da NIG ultrapassar o valor do CCL. Isto significa que os gastos para se manter as operações da empresa são maiores que os recursos monetários que ela dispõe para financiá-los, comprometendo seu ST para futuros investimentos da atividade produtiva (cf. MARQUES e BRAGA, 1995; FLEURIET, KEHDY e BLANC, 2003; VIEIRA, 2005).

Assim, as estruturas III a VI culminam em situações que são exemplos de “Efeito Tesoura” que a companhia pode apresentar, sendo a situação VI a pior delas. A estrutura III também aponta um exemplo de Efeito Tesoura, só que para valores negativos de CCL e NIG. Logo, a meta de qualquer gestor financeiro é posicionar sua empresa na situação I ou II, sob pena de erodir suas reservas financeiras e conduzi-la ou à inadimplência ou à insolvência.

Sobre este assunto Famá e Grava (2000) fazem a seguinte distinção. O processo de inadimplência ocorre quando existe uma assincronia entre os prazos de recebimento e de pagamento da empresa, ou seja, a companhia possui os recursos financeiros para quitar a dívida, porém num prazo posterior ao do seu vencimento. Já a insolvência se caracteriza pela indisponibilidade de recursos financeiros para quitar suas obrigações. Assim, a inadimplência se torna o primeiro passo em direção a uma situação de insolvência.

Com esta nova abordagem, as estruturas apresentadas no Quadro 01 ganham também a seguinte interpretação: os exemplos (I) e (II) indicam que a empresa está com solvência; os exemplos (III) e (IV) indicam que a empresa está com inadimplência e os exemplos (V) e (VI) indicam que a empresa está com insolvência (OLIVEIRA; SILVA; SILVA, 2006).

Caso aconteça um “efeito tesoura” na gestão do capital de giro de uma empresa, seu gestor deve observar a existência dos seguintes fatos na instituição, para poder desenvolver planos de ação efetivos que revertam esta situação: (1) excesso de investimentos ligados à escassez de recursos próprios ou de terceiros de longo prazo; (2) possuir elevado ciclo financeiro; (3) baixa geração de lucros ou prejuízo nas operações; (4) a combinação das três situações anteriores, aumentando a diferença entre a NIG e o CCL (SILVA, 2001).

2.2 Importância da elaboração de fluxos de caixa

A capacidade de geração de caixa é um dos assuntos que demandam uma maior atenção por parte dos gestores financeiros das empresas, seja para o planejamento e organização das finanças de curto prazo, seja para a definição e execução de estratégias focadas para a criação de valor para seus proprietários. Neste quesito, um relatório contábil ganha relevância no auxílio dos administradores financeiros nesta tarefa, que é a Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC).

Sendo relatório exigido desde a promulgação da Lei n.º 11.638/07, que alterou a Lei n.º 6.404/76, ela é de grande importância porque consegue demonstrar para o gestor a sua *disponibilidade monetária*, cujo resultado é decorrente das movimentações de numerário provocadas pelas necessidades de reinvestimento da empresa em (i) *gastos líquidos de capital*, referentes às variações ocorridas nos ativos não-circulantes (Realizável a Longo Prazo e Permanente), e de (ii) *investimentos em capital de giro*, decorrentes das peculiaridades de produção e venda que afetam os ativos e passivos circulantes de cada companhia.

A estrutura da DFC empresarial é resultado da formatação de três fluxos: (1) os relacionados às atividades operacionais [FCO], (2) os relacionados às atividades de investimento [FCI] e (3) os relacionados às atividades de financiamento [FCF]. A soma destes fluxos produz o Fluxo de Caixa [FC], que é a “*principal matéria-prima para estimar o valor de uma empresa, medir a rentabilidade de um projeto de investimento, planejar as operações ou estabelecer a capacidade de pagamento de uma dívida*” (SAMANEZ, 2007, p.71).

O Quadro 2 ilustra a composição de cada um dos fluxos citados, através do método indireto, bem como a influência de cada conta contábil na sua composição, às quais foram adaptadas de acordo com o formato dos relatórios contábeis publicados na BMF&BOVESPA para empresas de seguros. Assim, o gestor financeiro poderá executar uma das etapas do planejamento financeiro, que é a elaboração do Orçamento de Caixa, cujo objetivo é estimar futuras necessidades de caixa no curto prazo, com dedicação especial para projetos de uso de superávits e a cobertura de déficits (GITMAN, 2004).

OPERACIONAIS	INVESTIMENTOS	FINANCIAMENTOS
Δ Lucro Líquido	Δ Realizável a Longo Prazo	Δ Provisões Técnicas não-comprometidas
(+) Depreciação	Δ Investimentos	Δ Depósitos de Terceiros
Δ Aplicações	Δ Imobilizado	Δ Exigível a Longo Prazo
Δ Créditos das Operações	Δ Intangível	Δ Resultado de Exercícios Futuros
Δ Outros ativos circulantes	Δ Diferido	Δ Capital Social
Δ Provisões Comprometidas		Δ Reservas de Capital
Δ Débitos Operacionais		Δ Reservas de Reavaliação
Δ Provisões Técnicas		Δ Reservas de Lucro
Δ Outros passivos circulantes		(-) Distribuições de lucros

Quadro 2 – Modelo da Demonstração do Fluxo de Caixa, método indireto, para seguradoras
Fonte: Adaptado da BMF&BOVESPA.

3. METODOLOGIA

O presente estudo foi realizado no intuito de verificar como ocorreu a gestão de capital de giro de empresas seguradoras brasileiras, bem como aconteceu a capacidade de geração de caixa destas. Neste sentido, foram pesquisadas empresas que estão listadas na BMF&BOVESPA na classificação *Financeiro e Outros/Previdência e Seguros/Seguradoras*, cuja população é de 06 (seis) empresas. A amostragem foi não-probabilística, onde somente foram selecionadas empresas seguradoras que não fossem *holdings* ou empresas de participação acionária em outras empresas. Tal seleção está sustentada no formato dos relatórios contábeis, os quais são bastante específicos. Neste sentido, 02 (duas) empresas atenderam a este critério.

O método de abordagem dos resultados foi a análise comparativa, cujo propósito foi identificar situações singulares que fazem determinadas observações diferenciarem-se entre si. Dessa forma, foi possível verificar a existência, ou não, de diferenças estatisticamente significativas entre as empresas participantes quanto aos resultados acerca (i) da gestão do capital de giro líquido e (ii) da capacidade de geração de caixa.

A coleta de dados ocorreu através da obtenção, nos sites da BMF&BOVESPA e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), dos relatórios Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Exercício das seguintes empresas: Caixa Seguradora S.A (ZTJK3B) e Companhia de Seguros Aliança da Bahia (CSAB3). A primeira empresa é classificada como MB, ou seja, suas ações são negociadas em mercado de balcão e seu código de registro está ativo na CVM desde 19/08/1996. Já a segunda possui suas ações negociadas normalmente na bolsa e seu código de registro está ativo na CVM desde 20/07/1977. Além disso, ambas possuem *website* específico para estabelecer um canal adicional com o público interessado.

Para cada empresa foram coletados 28 relatórios trimestrais, entre março de 2003 a dezembro de 2009. Uma vez coletados os dados, estes foram estruturados da seguinte forma: quanto à gestão de capital de giro líquido, estes seguiram as orientações de classificação de Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003) e adaptadas aos relatórios contábeis de seguradoras segundo Souza (2007, p.90), onde está exemplificado no Quadro 3. Uma vez classificados e, de acordo com os resultados obtidos para as variáveis CCL, NIG e ST, cada trimestre foi categorizado e

pontuado conforme o Quadro 1. Quanto ao fluxo de caixa, estes foram formatados de acordo com o modelo proposto no Quadro 2.

A análise dos dados aconteceu em duas etapas. Para a gestão do capital de giro, foi realizada a estatística descritiva (média, mediana, desvio-padrão, coeficiente de variação, mínimo e máximo) para as variáveis CCL, NIG e ST. Além disso, foi feita uma distribuição de frequência absoluta para as estruturas de capital de giro encontradas nas empresas, com suas respectivas notas médias, calculadas e classificadas de acordo com o modelo mostrado no Quadro 1. Para testar se há diferença significativa entre as notas das empresas estudadas, foi utilizado o teste não-paramétrico *U de Mann-Whitney*, ao nível de 1% de significância.

Tipo	Ativo Circulante	Tipo	Passivo Circulante
F	Disponibilidades	F	Depósitos de Terceiros
O	Aplicações	O	Provisões Comprometidas
O	Créditos Operações	O	Contas a pagar
O	Títulos e Créditos a receber	O	Débitos Operacionais
O	Empréstimos Compulsórios	O	Provisões Técnicas
O	Despesas Antecipadas	O	Débitos diversos a pagar
O	Desp. Comerc. Diferidas	O	Provisões para Tributos
O	Outros Valores e Bens		

Quadro 3 – Classificação das contas circulantes para seguradoras
Nota: F = financeiro; O = operacional

Em relação à capacidade de geração de caixa, também foi realizada a estatística descritiva para as variáveis FCO, FCI, FCF e FC, bem como a realização do teste U de *Mann-Whitney*, também a 1% de significância, para verificar se há diferenças significativas entre os valores dos fluxos de caixa das empresas. A capacidade de geração de caixa foi medida a partir do cálculo da probabilidade destes serem maiores que zero ($p > 0$). Com o auxílio do software Crystall Ball, foi calculada a distribuição de probabilidade de cada fluxo de caixa em cada empresa e, através da simulação de 50.000 valores pela técnica de Monte Carlo, foi identificada a probabilidade de valores de fluxos de caixa maiores que zero.

4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Gestão do capital de giro líquido

Nesta etapa do trabalho são apresentados os resultados referentes à gestão do capital de giro líquido das empresas estudadas. A Tabela 1 mostra a estatística descritiva para a empresa Caixa Seguradora S.A. Nela, é possível observar que ela possui recursos para financiar suas atividades de curto prazo ($CCL > 0$), ainda que majoritariamente estes sejam destinados a atender suas demandas de investimento em giro (99,86% do CCL). De fato, tal comportamento indica que, na média, a sua estrutura de capital de giro pode ser considerada como *Sólida*, apontando para a existência de eficiência ($CCL > NIG$) e eficácia ($CCL > 0$).

Tabela 1 – Estatística descritiva para a gestão do capital de giro líquido da Caixa Seguradora (2003-2009)

INDICADORES (em R\$ mil)	CCL	NIG	ST
Média	885.383	884.182	1.201
Mediana	868.232	875.197	-217
Desvio Padrão	303.899	296.278	11.455
C. Variação (%)	34%	34%	954%
Mínimo	409.175	411.643	-20.290
Máximo	1.526.783	1.508.411	24.624

Um aspecto que merece destaque nesta análise é o coeficiente de variação das séries analisadas para a Caixa Seguradora. Olhando para os dados, é possível identificar uma “pequena” volatilidade dos valores do CCL e da NIG em torno de seus valores médios, o que reforça a representatividade da média e indica riscos menores em sua gestão. Neste sentido, é

possível observar que, neste período, existiu a disponibilidade de recursos monetários para o financiamento de suas atividades operacionais de curto prazo, que consiste investir no mercado financeiro os recursos captados pela venda de seguros. Para a Caixa Seguradora, as principais fontes de financiamento advêm do Passivo Circulante, através da conta Reservas Técnicas de curto prazo e do Patrimônio Líquido. Ao analisar o coeficiente de variação do ST, é possível verificar uma elevada volatilidade de seus valores em torno de sua média, cuja explicação está pautada na característica errática de suas contas financeiras.

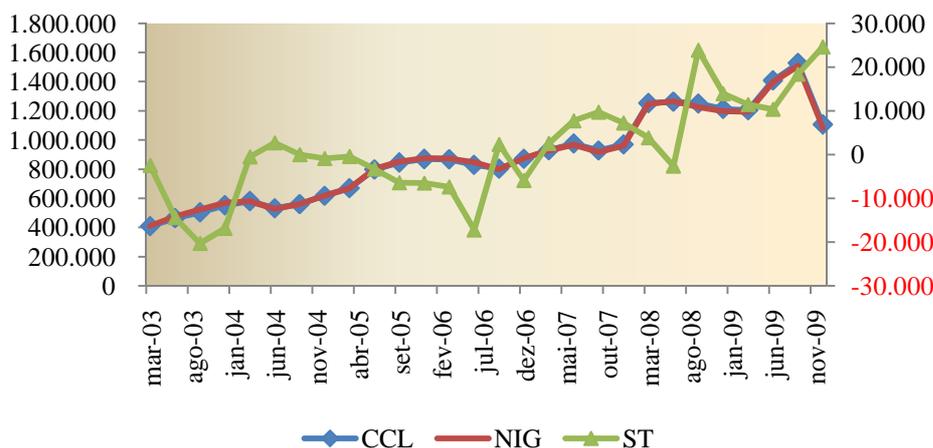


Figura 1 – Série história das variáveis de capital de giro líquido para a Caixa (2003-2009), em R\$ mil

A Figura 1 ilustra o comportamento das variáveis CCL, NIG e ST para a Caixa Seguradora ao longo do período de tempo analisado. As variáveis CCL e NIG são interpretadas pela coluna da esquerda enquanto que o ST é tabulado pela coluna da direita. Assim, parte da volatilidade atribuída às variáveis baseia-se no fato que elas encontram-se numa tendência de crescimento, principalmente o saldo em tesouraria, o qual saiu de valores negativos em 2003 para valores positivos em 2009, o que indica ter ocorrido uma reversão do “efeito tesoura” na sua gestão de capital de giro líquido.

Em relação aos resultados da Cia. de Seguros Aliança da Bahia, também é possível verificar que ela possui recursos financeiros para financiar suas necessidades de investimento em giro, as quais consomem 79,28% do seu capital de giro. Neste quesito, ela também apresenta uma estrutura de capital de giro (em média) considerada *Sólida*, já que possui tanto eficiência ($CCL > NIG$) quanto eficácia ($CCL > 0$) em sua gestão.

Tabela 2 – Estatística descritiva para a gestão do capital de giro líquido da Cia. Aliança da Bahia (2003-2009)

INDICADORES (em R\$ mil)	CCL	NIG	ST
Média	45.589	36.141	9.447
Mediana	31.010	27.572	3.467
Desvio Padrão	38.560	45.517	12.448
C. Variação (%)	85%	126%	132%
Mínimo	-3.265	-25.930	996
Máximo	120.738	119.188	46.990

Sobre os coeficientes de variação apresentados pelas variáveis, é possível verificar uma maior volatilidade de seus valores em torno de sua média, o que pode indicar um maior risco quanto à efetividade da gestão do seu capital de giro líquido. Assim, pode-se observar que nem sempre houve a disponibilidade de capital de giro para financiar as suas atividades operacionais de curto prazo (ver Mínimo). Quanto às suas fontes de financiamento, aproximadamente 76% vêm de recursos de longo prazo, em especial do Patrimônio Líquido e das Reservas Técnicas de longo prazo. E ao verificar em particular o comportamento do ST,

também é possível verificar uma elevada volatilidade de seus valores em torno de sua média, cuja explicação está alicerçada nos aspectos erráticos de suas contas financeiras.

A Figura 2 ilustra o comportamento das variáveis CCL, NIG e ST para a Cia. de Seguros Aliança da Bahia ao longo do período de tempo analisado. Tal como a Figura 1, as variáveis CCL e NIG são interpretadas pela coluna da esquerda enquanto que o ST é tabulado pela coluna da direita. Assim, parte da volatilidade atribuída às variáveis baseia-se no fato que o CCL e a NIG encontram-se numa tendência de crescimento, enquanto que o ST apresentou uma forte queda entre setembro e dezembro de 2004, mas conseguiu se estabilizar em valores acima de zero, com uma leve tendência de queda. Outro fato que merece atenção é que no período estudado a referida empresa jamais apresentou saldos em tesouraria menores que zero (apontando para uma ausência do “efeito tesoura”), ainda que tal situação tenha acontecido tanto com seu capital de giro como com seus investimentos em giro.

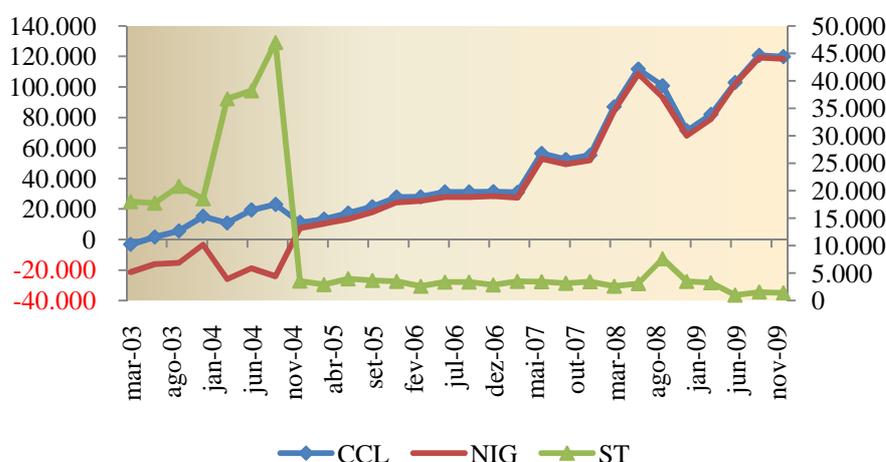


Figura 2 – Série história das variáveis de capital de giro líquido para a Cia. Bahia (2003-2009), em R\$ mil

Outro aspecto da análise do gerenciamento do capital de giro líquido das empresas seguradoras estudadas foram os resultados referentes às estruturas e respectivas notas médias obtidas quanto à sua gestão, de acordo com as propostas de Marques e Braga (1995) e Theiss Júnior e Wilhelm (2000). A primeira coluna indica o número de vezes que a empresa teve a sua gestão classificada naquela estrutura, e a segunda indica a respectiva nota média.

Tabela 3 – Resultados das notas para a gestão do capital de giro líquido (2003-2009)

CLASSIFICAÇÃO	Caixa Seguradora (N = 28)		Cia. Aliança da Bahia (N = 28)	
	Frequência	Nota média	Frequência	Nota média
Excelente	-	-	06	9,02
Sólida	13	7,29	21	7,22
Razoável	-	-	01	6,67
Insatisfatória	15	4,43	-	-
Muito Ruim	-	-	-	-
Péssima	-	-	-	-

Neste sentido, é possível verificar duas situações distintas. Ainda que no período estudado a Caixa Seguradora tenha apresentado uma maior frequência na classificação *Insatisfatória*, esta vem melhorando a sua gestão de capital de giro líquido, conforme é ilustrado na Figura 1, onde passou a apresentar uma maior frequência na categoria *Sólida*. Já a Cia. Aliança da Bahia, esta registrou uma maior frequência na categoria *Sólida*, mas aponta sinais de estacionariedade nela, como aponta a Figura 2. De maneira geral, a nota média para a Caixa Seguradora foi de 5,75 (CV = 27%) e para a Cia Aliança da Bahia foi de 7,59 (CV =

12%), indicando assim que a primeira encontra-se na estrutura do tipo III (Razoável) enquanto que a segunda encontra-se na estrutura do tipo II (Sólida).

No intuito de verificar se o valor médio de todas as notas por empresa apresentou diferença estatisticamente significativa, foi realizando o teste não-paramétrico U de *Mann-Whitney*, a 1% de significância, dada a relativa volatilidade apresentada nos resultados médios acima citados. O resultado do teste indicou que tais médias são estatisticamente diferentes ($U = 144$; $p = 0,000048$), ou seja, enquanto que a Caixa Seguradores (cujas ações são negociadas no mercado de balcão) vêm apresentando resultados de gestão de capital de giro do tipo *sólido* desde 2007 e com tendência de crescimento, a Cia. de Seguros Aliança da Bahia (que não possui nível diferenciado de governança corporativa, mas suas ações são negociadas em bolsa), ainda que apresente resultados do tipo *sólido* desde 2004, estes se mostram em uma leve tendência de queda, como ilustrados nas Figuras 1 e 2.

Com o intuito de comparar os resultados da pesquisa de Fonseca *et al.* (2001) com os resultados deste estudo (formatando os dados anualmente entre 2005 e 2009), foi elaborado o Quadro 3. Ainda que as épocas dos períodos distanciem-se em 10 anos, é possível observar que tais empresas, em sua maioria, apresentaram estruturas ou do tipo I (Excelente) ou do tipo II (Sólida), indicando a existência de solvência na gestão do capital de giro de empresas seguradoras brasileiras, dada a sua época e amostra em análise, mesmo que as empresas do estudo atual tenham apresentado um desempenho menor que as cinco maiores empresas de seguros da época de Fonseca *et al.* (2001). É importante citar tal fato, haja vista que Vieira (2005) informa que a estrutura de capital de giro predominante no Brasil é a do tipo IV (Insatisfatória), o que sugere que as seguradoras estão acima da média nacional.

Seguradoras (FONSECA <i>et al.</i> , 2001)	1995	1996	1997	1998	1999
Sul America	-	Sólida	Excelente	Razoável	Razoável
Itaú Seguros	Excelente	Excelente	Excelente	Excelente	Excelente
AGF	Excelente	Excelente	Excelente	Excelente	Excelente
Porto Seguro	-	-	Insatisfatória	Insatisfatória	Insatisfatória
HSBC-Bamerindus	Excelente	Razoável	Excelente	Excelente	Excelente
Seguradoras (Estudo atual)	2005	2006	2007	2008	2009
Caixa Seguradora S.A.	Insatisfatória	Insatisfatória	Sólida	Sólida	Sólida
Cia. Aliança da Bahia	Sólida	Sólida	Sólida	Sólida	Sólida

Quadro 3 – Comparativo dos resultados deste estudo com os de Fonseca *et al.* (2001)

Por fim, é apresentado como limitação desta pesquisa o fato das empresas investigadas no estudo anterior não terem feito parte da amostra, haja vista que, atualmente, Sul America, Itaú Seguros e Porto Seguro apresentam relatórios contábeis como *holdings*, enquanto que a AGF Brasil Seguros e a HSBC seguros tiveram seus registros cancelados na CVM deste, respectivamente, 30/05/2005 e 26/12/2000, o que comprometeu a análise longitudinal destas.

4.2 Gestão do fluxo de caixa

A Tabela 4 mostra os resultados da estatística descritiva para a Caixa Seguradora S.A, onde é possível perceber que, em média, a principal fonte de recursos monetários para o seu Fluxo de Caixa (FC) advém do seu Fluxo de Caixa Operacional (FCO), após este ter destinados recursos para financiar as suas atividades de investimento (FCI) e ter quitado e/ou remunerado o capital utilizado enquanto fonte de financiamento (FCF).

Neste sentido, é importante comentar que, em média, 66% dos seus ativos estão investidos em aplicações financeiras de curto prazo e, já que esta é uma conta operacional para seguradoras, ela favorece significativamente a efetividade do negócio.

Tabela 4 – Estatística descritiva para a gestão do fluxo de caixa da Caixa Seguradora S.A (2003-2009)

INDICADORES (em R\$ mil)	FCO	FCI	FCF	FC	Ativo Total
Média	96.832	-38.024	-58.191	616	2.977.681
Mediana	75.353	-15.661	-70.862	84	2.785.023
Desvio Padrão	135.267	108.661	82.367	5.411	856.073
C. Variação (%)	140%	-286%	-142%	878%	28,75%
Mínimo	-153.744	-559.134	-176.389	-8.140	1.775.012
Máximo	643.501	79.704	206.192	11.733	4.845.637

No caso do valor médio de seu Fluxo de Caixa, observa-se que ele é positivo, ou seja, ainda que seu coeficiente de variação aponte para uma alta volatilidade de seus valores ao longo da série estudada, suas entradas de caixa ocorreram com uma maior frequência e volume monetário do que suas saídas de caixa, o que indica uma preocupação de seus gestores com a disponibilidade monetária da empresa, o que contribuiu para o aumento do saldo em tesouraria observado na Figura 1 e conseqüente melhoria na gestão de seu capital de giro líquido.

Já a Tabela 5 mostra os resultados da estatística descritiva para a Cia. de Seguros Aliança da Bahia que, diferente da empresa anterior, possui um Fluxo de Caixa (FC) médio negativo. Ainda que a empresa apresente Fluxos de Caixa Operacional e de Financiamento positivos, estes se mostraram insuficientes frente ao volume de recursos que a empresa vem empregando em Ativos Realizáveis a Longo Prazo e na conta Investimentos Permanentes, os quais juntos representam 44% de seus ativos. Além disso, a principal fonte de entrada de caixa desta empresa vem das fontes de longo prazo, principalmente do Patrimônio Líquido, o qual representa 63% destes recursos.

Tabela 5 – Estatística descritiva para a gestão do fluxo de caixa da Cia. Aliança da Bahia S.A (2003-2009)

INDICADORES (em R\$)	FCO	FCI	FCF	FC	Ativo Total
Média	976	-4.236	2.644	-616	264.666
Mediana	1.177	-3.093	1.054	-78	237.320
Desvio Padrão	15.664	20.809	14.544	9.328	87.297
C. Variação (%)	1.606%	-491%	550%	-1.514%	32,98%
Mínimo	-28.825	-101.818	-20.737	-43.416	180.640
Máximo	51.153	20.096	46.503	18.195	451.824

Ao observar os resultados das variáveis de fluxo de caixa destas empresas, é verificado que os valores absolutos da Caixa Seguradora são maiores que os apresentados pela Cia. de Seguros Aliança da Bahia, o que dificulta a comparação entre seus fluxos de caixa. Para solucionar tal problema, seus valores de fluxos de caixa foram padronizados, dividindo-os pelo seu respectivo Ativo Total (ex. FCO/AT), ao longo dos 28 trimestres estudados. Assim, tem-se uma medida relativa do fluxo de caixa destas empresas que permite verificar se tais proporções são estatisticamente diferentes entre si.

Uma vez aplicado o teste U de *Mann-Whitney* a 1% de significância, verificou-se que o Fluxo de Caixa Operacional relativo ($U = 232$; $p = 0,008745$) e o Fluxo de Caixa de Financiamento relativo ($U = 228$; $p = 0,007201$) são estatisticamente diferentes, enquanto que tal diferença não foi encontrada no Fluxo de Caixa de Investimentos relativo ($U = 375$; $p = 0,780570$) e no Fluxo de Caixa relativo ($U = 367$; $p = 0,682048$). Assim, observa-se que, proporcionalmente, ambas apresentam o mesmo fluxo de recursos para investimentos e para a formação de caixa e divergem quanto à principal fonte de entrada de recursos monetários.

A Tabela 6 apresenta os resultados das 50.000 simulações de Monte Carlo para a probabilidade dos fluxos de caixa das empresas serem maiores que zero, bem como o formato da distribuição de probabilidades que melhor se ajustou ao comportamento dos dados coletados. A escolha do modelo probabilístico aconteceu com base nos resultados da estatística de ajuste de distribuição Qui-Quadrado, que é definido pelas seguintes hipóteses:

H_0 – os dados seguem a distribuição especificada; H_1 – os dados não seguem a distribuição especificada. Os valores do teste Qui-Quadrado são mostrados na variável *Goodness-of-Fit* (GoF), bem como tal modelo de distribuição é testado ao nível de significância de 1%.

Em relação ao fluxo de caixa operacional, é possível verificar um melhor desempenho para a Caixa Seguradora, já que há mais de 80% de chances de apresentar um FCO positivo. Tal fato se dá pela distribuição na qual os dados se encontram, que é a t de Student, onde um de seus pressupostos é os dados estarem simetricamente distribuídos em torno da média (o que lembra uma curva normal), que neste caso é positiva e bem distante de zero, aliado a um “baixo” coeficiente de variação (se comparado com os outros FC’s). Já para a Cia. de Seguros Aliança da Bahia, as chances de ter um FCO positivo são menores que 50%. Isto acontece porque seus dados possuem um elevado coeficiente de variação, tornando-os bastante dispersos de sua média, além de estarem positivamente assimétricos (i.e. quando a maioria dos valores ocorre próximo do valor mínimo), o que é característico da distribuição Gama.

Tabela 6 – Distribuição e probabilidades dos FC’s > 0 para as empresas estudadas (Sig. 1%)

Probabilidade FC’s > 0	FCO	FCI	FCF	FC
Caixa Seguradora	82,35%	32,74%	19,27%	50,49%
GoF	1,6429	8,0714	0,9286	0,9286
p-value	0,200	0,018	0,629	0,335
Tipo	t Student	Extremo Mínimo	Extremo Máximo	Lognormal
Cia. Aliança da Bahia	47,29%	32,79%	55,85%	39,22%
GoF	5,5714	3,4286	1,2857	12,0000
p-value	0,018	0,064	0,526	0,001*
Tipo	Gama	t Student	Logística	t Student

*: significativo a 1%.

Sobre o fluxo de caixa de investimento, nota-se uma semelhança entre as probabilidades deste ser maior que zero (e também porque, relativamente, estes FCI não são diferentes), cujas chances são de aproximadamente 33%. Neste caso é importante que este fluxo de caixa seja negativo, porque indica uma expectativa de continuidade na política de investimentos das empresas também em ativos financeiros de longo prazo, o que é característico das empresas seguradoras. A principal diferença acontece na distribuição dos dados. Enquanto que na Caixa Seguradora os valores seguem uma distribuição Extremo Mínimo (ênfata o menor valor, e neste caso, o maior investimento realizado no período de tempo), a Cia. de Seguros Aliança da Bahia possui uma distribuição t Student, onde a maioria dos dados está em torno de sua média.

Quanto ao fluxo de caixa de financiamento, é possível verificar que a Caixa Seguradora tem 19% de chances de apresentar valores positivos. Isto acontece por causa das constantes distribuições de lucro que a empresa promove, o que torna esta conta uma relevante fonte de saída de caixa, ainda que seu Patrimônio Líquido seja uma importante fonte de financiamento do capital de giro. Sua distribuição de probabilidade é do tipo Extremo máximo, ou seja, ênfata o maior valor de entrada de caixa já ocorrida neste fluxo de caixa. No caso da Cia. de Seguros Aliança da Bahia, as chances do FCF serem maiores que zero superam os 55%, já que seu FCO se mostrou insuficiente para atender às demandas de sua política de investimento, e seus valores seguem uma distribuição Logística (i.e. utilizada para descrever crescimento de uma variável ao longo do tempo). Isto fica evidente quando se calcula as taxas de crescimento das Fontes de Financiamento de Longo Prazo (4,4% a.t.) frente às Fontes de Investimento de Longo Prazo (2,63% a.t.).

Por fim, sobre o fluxo de caixa das empresas, somente a Caixa Seguradora apresentou probabilidade de chances superior a 50% de apresentar valores acima de zero via distribuição Lognormal, enquanto que as chances de isto ocorrer na Cia. de Seguros Aliança da Bahia é de

apenas 39%, caso tal distribuição fosse a t Student. Neste sentido, foi o único fluxo de caixa que não conseguiu se ajustar a qualquer modelo de distribuição de probabilidade conhecido.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste estudo foi avaliar o desempenho de empresas seguradoras brasileiras listadas na BMF&BOVESPA quanto à gestão de capital de giro e à gestão do fluxo de caixa, haja vista que elas estão intrinsecamente associadas e que seu bom gerenciamento é condição necessária para a manutenção da sustentabilidade financeira organizacional.

Em relação à gestão do capital de giro líquido, foi verificado que a Caixa Seguradora foi classificada como *Razoável*, mas com tendência de crescimento em todas as suas variáveis (CCL, NIG e ST), o que aumenta a expectativa de melhoria na sua estrutura nos próximos trimestres, enquanto que a Cia. de Seguros Aliança da Bahia foi classificada como *Sólida*, mas vem apresentando uma leve tendência de queda no seu saldo em tesouraria, o que pode vir a comprometer a qualidade na gestão da sua estrutura de capital de giro líquido. Além disso, foi observado que, anualmente, as empresas aqui estudadas apresentaram *Solvência* na gestão de capital de giro líquido tanto quanto as empresas investigadas por Fonseca *et al.* (2001) há 10 anos.

Quanto à gestão do fluxo de caixa, apenas a Caixa Seguradora apresentou probabilidade superior a 50% de ter um Fluxo de Caixa positivo, onde merece destaque a elevada probabilidade de seu Fluxo de Caixa Operacional ser maior que zero, revelando esta ser a sua principal fonte de entrada de caixa. Por outro lado, é importante informar que o risco de não ocorrência de fluxos de caixa positivos é relevante, sendo também de aproximadamente 50%. Já para a Cia. de Seguros Aliança da Bahia, as chances dela ter um Fluxo de Caixa positivo tendem a ser menores que 40%, cujo destaque é que a principal fonte de entrada de caixa vem de seu Fluxo de Caixa de Financiamento, cujas chances são de aproximadamente 56% de serem superiores a zero. Neste sentido, tal empresa deve dedicar uma maior atenção ao gerenciamento desta variável, sob pena de prejudicar seu *Fair Value*.

O estudo destes assuntos reflete no custo de captação de fontes de financiamento de longo prazo que estas empresas têm para financiar suas atividades operacionais. Como são seguradoras, boa parte de suas fontes de financiamento advêm da sua própria atividade operacional, que é a venda de seguros. Uma vez captados tais recursos, estes são investidos no mercado financeiro que, através da remuneração obtida, se possa remunerar os valores segurados e também auferir uma receita financeira na operação. Contudo, se a gestão do capital de giro líquido e do fluxo de caixa forem mal conduzidos, estes podem aumentar o custo de captação das operações de seguros, afetando diretamente a rentabilidade destas empresas.

Por fim, ao observar o estudo de maneira abrangente, foi possível notar que a empresa que vem apresentando os melhores resultados ao longo da série histórica, tanto na gestão de capital de giro como na gestão de fluxo de caixa, não possui ações negociadas livremente na bolsa, mas apenas em mercado de balcão. Como a maioria das empresas seguradoras não são sociedades anônimas de capital aberto listadas em bolsa de valores, é sugerida a ampliação do estudo para as demais empresas de outros tipos de sociedades, de modo a compreender melhor o desempenho da gestão do capital de giro e do fluxo de caixa do setor, de modo que melhorias específicas para esta atividade de seguros sejam desenvolvidas, com o objetivo primordial da sustentabilidade financeira destas organizações.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, A.; SILVA, C. A. T. **Administração do capital de giro**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

- BRASIL, H. V.; BRASIL, H. G. **Gestão financeira das empresas: um modelo dinâmico**. 3. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.
- BRIGHAM, E. F.; HOUSTON, J. F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- Confederação Brasileira de Seguros Gerais, Previdência Privada e Vida, Saúde Suplementar e Capitalização. **Mercado segurador x PIB 2009**. Disponível em: <http://www.viverseguro.org.br>. Acesso em: 03/03/2011.
- FAMÁ, R.; GRAVA, J. W. Liquidez e a teoria dos elementos causadores de insolvência. **Caderno de Pesquisa em Administração**, São Paulo, v.1, n. 12, 2. trimestre, 2000.
- Federação Nacional das Empresas de Seguros Privados e de Capitalização. **Seguro: participação no PIB**. Disponível em: <http://www.fenaseg.org.br>. Acesso em: 03/03/2011.
- FLEURIET, M.; KEHDY, R.; BLANC, G. **O Modelo Fleuriet: A dinâmica financeira das empresas brasileiras**. Rio de Janeiro: Campus, 2003.
- FONSECA, F. V. M.; AMARAL, H. F.; PEREIRA FILHO, A. D.; FRANÇA, R. C.; OLIVEIRA, A. F. C. S. **Análise das principais empresas seguradoras do Brasil segundo o modelo dinâmico de gestão financeira**. In: VII Congresso Internacional de Custos, León, Anais... Toledo: IIC, 2001.
- GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson, 2004.
- HOJI, M. **Administração financeira: uma abordagem prática**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2004.
- MARQUES, J. A. V. C.; BRAGA, R. Análise dinâmica do capital de giro: O modelo Fleuriet. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v.35, n.3, p.49-63, 1995.
- MOURA, H. J; MATOS, D. M. **Dimensionamento do capital de giro: uma abordagem financeira**. In: XXVII EnANPAD, Atibaia, Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2003.
- OLIVEIRA, A. M. B; SILVA, A. S; SILVA, R. N. **Análise da sustentabilidade financeira sob a ótica da gestão do capital de giro e da estrutura de capital: um estudo de caso**. In: XIII SIMPEP, Bauru, Anais... Bauru: SIMPEP, 2006.
- OLIVEIRA, W. H. **Análise financeira empreendedora**. Belo Horizonte: Uma ciência gerencial, 1996.
- SAMANEZ, C. P. **Gestão de investimentos e geração de valor**. São Paulo: Pearson, 2007.
- SILVA, J. P. **Análise financeira das empresas**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2001.
- SOUZA, A. F. de; MENEZES, E. J. C. Estratégia, crescimento e a administração do capital de Giro. **Caderno de Pesquisa em Administração**, São Paulo, v.2, n. 5, 2. semestre, 1997.
- SOUZA, S. **Seguros: contabilidade, atuária e auditoria**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2007.
- THEISS JÚNIOR, F.C; WILHELM, P. P. H. **Análise do capital de giro: modelo dinâmico versus modelo tradicional**. In: XXIV EnANPAD, Florianópolis, Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2000.
- VIEIRA, M. V. **Administração estratégica do capital de giro**. São Paulo: Atlas, 2005.