

FLUXOS DE CAIXA E CAPITAL DE GIRO - Uma Adaptação do Modelo de Fleuriet

ANDRÉA ALVES SILVEIRA MONTEIRO
UNIVERSIDADE DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO

Resumo

Como parte das propostas de alteração da nova Lei das Sociedades Anônimas, está a substituição da Demonstração das Origens e Aplicação de Recursos pela Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC). Como integrante das Demonstrações Financeiras, a DFC passará a ser fonte de informações também para usuários externos na busca de respostas sobre a performance e a gestão das empresas. Este trabalho consiste em propor um modelo de análise dos Fluxos de Caixa a partir do Modelo Dinâmico de Capital de Giro, estudado por Michel Fleuriet . Revendo o enfoque estático atribuído à análise financeira tradicional, Fleuriet reclassificou o Balanço Patrimonial conferindo a este o dinamismo do cotidiano empresarial. Esta nova ótica, permitiu o isolamento de três variáveis: o Capital Permanente Líquido, a Necessidade de Capital de Giro e o Saldo de Tesouraria. A combinação destes elementos culminou na identificação de seis tipos de estruturas financeiras e em um modelo de diagnósticos que permitiu revelar as decisões dos gestores, suas conseqüências e as diretrizes para o futuro. Testes realizados sobre quatro empresas importantes do setor de varejo, revelou que é possível adaptar o dinamismo do capital de giro à DFC e extrair deste relatório os seis diagnósticos de Fleuriet, conferindo aos gestores um eficaz instrumento de decisão.

1 – Introdução

O objetivo principal de qualquer administrador de empresa deve ser o de maximizar a riqueza dos proprietários, que é medida pelo preço da ação. Este, por sua vez, baseia-se na ocorrência dos fluxos de caixa (retorno), em sua magnitude e seu risco. Esta consideração, permite-nos afirmar que as informações mais relevantes que uma empresa pode gerar são aquelas relacionadas ao seu caixa. Para qualquer natureza de decisão, seja operacional, de investimento ou de financiamento, conhecer os reflexos de curto e de longo prazo no caixa para cada atitude tomada é o que realmente importa.

Stancil (1987, p.38) considera a capacidade de geração de caixa uma informação essencial. Afinal, em sua opinião, uma empresa não pode pagar contas com lucros, apenas com o caixa. O próprio pagamento dos lucros é diretamente dependente dos saldos de caixa da empresa. No seu entendimento, por trás do interesse dos usuários sobre a potencialidade de lucros de uma organização, está o desejo de saber quanto em caixa ela está gerando.

Contudo, casos recentes de fracasso empresarial têm fortalecido a convicção de que os enfoques previsivo e preventivo da análise dos fluxos de caixa não são explorados em toda sua potencialidade. A Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) resguarda, na sua simplicidade, capacidades essenciais para o sucesso na condução de qualquer porte ou atividade empresarial, que permite, como por exemplo: (a) apoiar o estudo para a previsão de falência; (b) analisar a relação lucro *versus* caixa; (c) avaliar os efeitos no caixa das transações de investimentos e financiamentos e (d) indicar as possibilidades futuras de liquidação de obrigações. Estas, entre outras, corroboram com a idéia de que, para o estudo da liquidez, a DFC é o relatório mais eficaz na condução da gestão empresarial.

Além disso, “dez entre dez analistas utilizam o Fluxo de Caixa para saber o verdadeiro valor de uma empresa” (Alperowitch, 1999, p.24). O Modelo do Fluxo de Caixa Descontado foi considerado por Miller e Modigliani como a metodologia mais abrangente para avaliação de ativos e de empresas. Eles afirmaram que a abordagem do fluxo de caixa descontado pode “ser aplicada a toda empresa, a qual pode ser vista como um grande e complexo equipamento”. (in Paxson & Wood, 2001, p.181).

Desde 1988 os Estados Unidos reconhece a relevância da DFC e formalizou esta posição ao substituir, naquele ano, a Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR) pela DFC. Os critérios de elaboração e divulgação foram normatizados pelo Financial Accounting Statement Board (FASB), através do Statement Financial Accounting Standard (SFAS) 95. No Brasil, estamos na eminência de passarmos pela mesma substituição, conforme proposta de modificações para a Nova Lei das S/A. Se aprovada, a Demonstração dos Fluxos de Caixa passará ser relatório obrigatório para as Sociedades Anônimas, sendo acatado o modelo americano, como sucintamente determinou a Normas e Pronunciamento de Contabilidade (NPC)20, do IBRACON.

À luz do que pesquisamos, o Brasil tende a seguir o êxodo americano em direção ao uso da DFC como fonte de informações. No entanto, importantes questionamentos ainda aguardam o posicionamento da comunidade contábil. Entre elas estão as divergências de taxonomia; o método de elaboração do Fluxo de Caixa Operacional e a qualidade das informações sobre o caixa gerado ou consumido pelos três fluxos. A comparabilidade, como uma característica informacional essencial, pode ficar comprometida por incongruências que se acentuam de acordo com as peculiaridades e transações mais específicas.

A DFC adotada como peça importante do conjunto das Demonstrações Financeiras, será exaustivamente dissecada por usuários interessados por respostas para as variações de *performance* apresentada pelas organizações. Devido a sua natureza dinâmica, demanda critérios próprios para sua análise, distintos dos utilizados para o Balanço Patrimonial.

Os parâmetros de análise de Balanço foram criticados, pelo professor francês Michel Fleuriet, principalmente quanto as limitações dos índices de liquidez. Na sua opinião, a interpretação da situação financeira de uma empresa, quando baseada no Balanço Patrimonial, tende a ser uma visão estática incompatível com o dinamismo do cotidiano empresarial.

Seu interesse por este assunto veio atender as dificuldades existentes no Brasil. Junto com a Fundação Dom Cabral, Fleuriet desenvolveu pesquisas no sentido de identificar um modelo de análise para as estruturas financeiras brasileiras. Seu principal norteador foi a construção de um método que se adaptasse a um cenário sob constante mutação e imprevisibilidade, e não uma simples importação de modelos exógenos à nossa realidade.

O enfoque estático do Balanço foi revisto a partir da reclassificação dos elementos patrimoniais em três naturezas: (a) operacionais, (b) financeiros e (c) não circulantes. Desta segregação, foram extraídas três variáveis interdependentes, as quais representam o fio condutor das pesquisas de Fleuriet: (a) Necessidade de Capital de Giro (NCG), (b) Saldo de Tesouraria (T) e (c) Capital de Giro (CDG). Estas, a partir de um modelo de combinação, resultaram em seis tipos de estruturas financeiras, servindo como diagnóstico e parâmetro para decisões operacionais, táticas e estratégicas.

Nosso trabalho teve como objetivo principal verificar a possibilidade de aplicação dos diagnósticos do Fleuriet sobre a DFC, mantido o formato estabelecido pelo SFAS 95. Para tanto, estudamos e organizamos as combinações das variáveis, propondo uma tabela-resumo dos 6 tipos de estruturas financeiras. A seguir, desenvolvendo uma demonstração

lógica da compatibilidade entre o Balanço Patrimonial e a DFC, provamos que é possível isolar, a partir dos Fluxos de Caixa, as mesmas variáveis do Modelo Dinâmico de Capital de Giro.

Com base nos dados publicados por empresas selecionadas do setor de comércio varejista, aplicamos o modelo proposto sobre as Demonstrações Financeiras da controladora para o período de 01 de janeiro de 1997 a 31 de dezembro de 2000. Foram escolhidas para base de teste quatro organizações importantes deste setor, que para efeito desta publicação, chamaremos de empresas **A, B, C e D**.

2 – A Demonstração dos Fluxos de Caixa, segundo o FASB

A DFC é um relatório que evidencia, historicamente, as entradas e saídas caixa de uma entidade, em um determinado período. O termo caixa, deve ser tratado no seu sentido amplo, como o somatório de Caixa, Bancos e Aplicações Financeiras. Para este último caso, o SFAS 95 orienta sobre o que considerar como equivalente de caixa. Entre as considerações mais relevantes, está o prazo de resgate em até 90 dias. O FASB determina que a DFC seja segregada em três atividades: operacional, investimento e financiamento.

As atividades operacionais referem-se as entradas e saídas de caixa necessárias à manutenção dos negócios da entidade. O parágrafo 21 do SFAS 95 determina que neste fluxo estejam representadas todas as transações que envolvam a produção e entrega de bens, mercadorias e serviços, e que não estejam enquadradas em nenhuma das características de operações de investimentos ou financiamentos preconizadas pelos parágrafos 15 ao 20. O FASB não faz menção a respeito da segregação entre curto e longo prazo. O Fluxo Operacional pode ser evidenciado por dois métodos: direto ou indireto. O Método Direto consiste na composição dos valores de entradas e saídas que efetivamente geraram ou consumiram caixa das operações. O Método Indireto, consiste na conciliação do Resultado Líquido do exercício com a efetiva variação do caixa. Para compor esta relação, são aplicados os seguintes ajustes: (a) expurgo dos efeitos das transações incluídas na Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) que não afetaram o caixa, como por exemplo: Depreciação, Resultados de Equivalência Patrimonial e Imposto de Renda Diferido, e (b) expurgo das variações dos ativos e passivos por representarem valores relativos às transações de caixa decorridas antes ou após o período de apuração do resultado.

As atividades de financiamento são tratadas no parágrafo 18 do pronunciamento e incluem: (a) a obtenção de recursos de acionistas e o pagamento de um retorno (dividendos) sobre seus investimentos e (b) a obtenção de empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo, incluindo os seus respectivos pagamentos. Estas atividades estão diretamente relacionadas com a estrutura de capital da empresa e envolvem as modificações que afetaram o caixa nos exigíveis onerosos de curto e longo prazo e no Patrimônio Líquido.

As atividades de investimentos são vinculadas às mudanças da estrutura de investimento de curto ou longo prazo que afetaram o caixa, porém não de natureza operacional. O parágrafo 15 inclui as operações de execução e arrecadação de empréstimos, aquisição e disposição de aplicações financeiras e compra e venda de ativos permanentes.

A seguir, apresentamos um exemplo hipotético de movimentação de caixa de uma entidade e como deveriam ser evidenciados, segundo a estrutura determinada pelo FASB. Consideremos os seguintes dados para X1: (a) saldo inicial em 1º de janeiro de X1: \$10.000,00; (b) Fluxo Líquido das Atividades Operacionais: \$80.000,00; (c) Fluxo Líquido

das Atividades de Investimento: (\$100.000,00) e (d) Fluxo Líquido das Atividades de Financiamento: \$60.000,00. Neste caso, a Demonstração dos Fluxos de Caixa fica assim representada:

Fluxo de Caixa Líquido das Atividades Operacionais	\$ 80.000
(+/-) Fluxo de Caixa Líquido das Atividades de Investimento	(\$ 100.000)
(+/-) Fluxo de Caixa Líquido das Atividades de Financiamento	\$ 60.000
(=) Acréscimo /Decréscimo de caixa no período	\$ 40.000
(+) Saldo inicial de caixa em 1º de janeiro	\$ 10.000
(=) Saldo final de caixa em 31 de dezembro	\$ 50.000

O acréscimo ou decréscimo de caixa no período é determinado pelo somatório dos três fluxos líquidos. Chamamos esta variação de caixa gerado, se positiva, ou consumido, se negativa. O saldo final é determinado, acrescentando o saldo inicial àquela variação.

Este formato permite uma visualização da movimentação dos recursos existentes entre os três fluxos. No exemplo dado, as atividades operacionais e as atividades de financiamento produziram em caixa, respectivamente, \$80.000 e \$60.000. Desse total de \$140.000, foram utilizados \$100.000 nas atividades de investimentos da empresa, restando \$40.000 os quais foram adicionados ao caixa inicial de \$10.000, o que derivou seu montante final para \$50.000. Apesar da simplicidade, o critério de classificação quanto às suas atividades é o ponto de maior discussão e questionamento sobre o modelo norte americano. Problemas de taxonomia podem resultar em distorções nos valores demonstrados por cada fluxo de caixa.

3 O Modelo Dinâmico de Capital de Giro

A partir da reclassificação do Balanço Patrimonial em operacional, financeiro e não circulante, Fleuriet isolou e combinou três variáveis, permitindo interpretar as decisões dos gestores, identificar suas conseqüências e nortear os rumos para o futuro. São estas:

1. O **Capital de Giro (CDG)** é a diferença entre os Passivos Não Circulantes (PNC) e os Ativos Não Circulantes (ANC). Como PNC, estão inclusos os Passivos Exigíveis a Longo Prazo e o Patrimônio Líquido, já o ANC, considera os Ativos Realizáveis a Longo Prazo e o Ativo Permanente. O CDG possui o mesmo valor absoluto que o Capital Circulante Líquido (CCL), apenas seu cálculo é realizado de maneira diferente (Fleuriet,1978,p.20). Metaforicamente, o CCL é o reflexo no espelho do CPL: imagens iguais para composições diferentes. Este termo é entendido por alguns autores como sinônimo de Capital de Giro Líquido e de Capital Circulante Líquido, o que é ratificado por Stickney e Weil (2001, p.806), que consideram uma redundância a terminologia “líquido”. Neste trabalho, adotaremos a definição Capital Permanente Líquido (CPL), aceita por alguns autores, como Silva (2001, p.371), para melhor diferenciar do termo Capital Circulante Líquido utilizado em explanações que seguem. Quando o CPL é positivo, significa que as origens de recursos de longo prazo e o capital próprio superam o valor investido em longo prazo, destinando esta sobra para o CCL. Ao contrário, se o CPL é negativo, as aplicações de longo prazo utilizam recursos de curto prazo.

2. A **Necessidade de Capital de Giro (NCG)** é a diferença entre Ativos e Passivos Operacionais. É positiva quando o ciclo operacional for maior que o prazo médio de pagamento e negativa quando o contrário ocorrer. A NCG tende a ser positiva e diretamente crescente em relação a evolução das vendas, se o volume de negócios cresce a demanda de

investimento em giro também aumenta. Neste sentido, o CPL precisa acompanhar esta evolução, fazendo face ao lastro necessário para o crescimento das operações. Quando isto não ocorre, a empresa tende a utilizar capital financeiro de curto prazo e a apresentar Saldo de Tesouraria negativo, apesar do crescimento das vendas. Este fenômeno, conhecido como “Efeito Tesoura”, foi tratado por Fleuriet como evidencia da interdependência das variáveis por ele isoladas.

3. O **Saldo de Tesouraria (T)** é a diferença entre os Ativos Financeiros (AF) e Passivos Financeiros (PF) de Curto Prazo, e será positiva quando os AF forem superiores aos PF e negativa quando o contrário ocorrer. As decisões operacionais e as políticas de autofinanciamento são determinantes de T.

4 Modelo Proposto: Integração Fluxos de Caixa versus Capital de Giro

A partir da combinação das variáveis CPL, NCG e T, Fleuriet diagnosticou 6 tipos de situações financeiras. Originalmente, sua obra demonstrou 4 tipos, fazendo apenas menção a mais dois que posteriormente, foram estudados por Braga (1999, p.17). Nossas pesquisas permitiram construir a tabela abaixo, facilitando visualizar os diagnósticos:

Tipo	CPL	=	T	+	NCG	Interpretação
1	+	=	+	+	-	Situação de Excelente Liquidez
2	+	=	+	+	+	Situação Financeira Sólida
3	+	=	-	+	+	Situação Financeira Insatisfatória
4	-	=	+	+	-	Alto Risco de Insolvência
5	-	=	-	+	-	Situação Financeira Muito Ruim
6	-	=	-	+	+	Péssimo

Fonte: O autor.

Estes são os fatores que contribuem para a modificação das variáveis:

Variável	Característica	Aumenta com	Diminui com
----------	----------------	-------------	-------------

<p>NCG = Ativos Cíclicos – Passivos Cíclicos</p>	<p><u>De natureza operacional</u></p> <p><u>Quando positiva:</u> o ciclo operacional é mais longo que o prazo médio de pagamento, necessitando de investimento em giro operacional. Neste caso, uma <u>situação desfavorável</u></p> <p><u>Quando negativa:</u> o ciclo operacional é menor que o prazo médio de pagamento, representando recursos financiados por terceiros (não onerosos). Neste caso uma <u>situação favorável</u></p>	<ul style="list-style-type: none"> • Crescimento no volume de vendas • Esticamento da estocagem • Esticamento do processo de produção • Políticas de crédito agressivas, com aumento do prazo de recebimento • Redução do prazo de pagamento 	<ul style="list-style-type: none"> • Redução das Vendas • Velocidade no giro dos estoques • Velocidade no processo produtivo • Políticas de crédito mais conservadora • Esticamento do prazo com fornecedores
<p>CPL = Passivos Não Circulantes – Ativos Não Circulantes = CCL = NCG + T</p>	<p><u>De natureza estratégica e operacional</u></p> <p>Função espelho com o CCL. Se aumenta o CPL, aumenta o CCL. Se diminui o CPL, diminui o CCL</p> <p><u>Quando Positivo:</u> fonte líquida de recursos de permanentes, dando fôlego ao CCL. Neste caso, <u>situação favorável</u></p> <p><u>Quando Negativo:</u> aplicação em itens permanentes. Incapacidade da empresa de ter giro com capital próprio ou de longo prazo. Neste caso, <u>situação desfavorável</u></p>	<ul style="list-style-type: none"> • Geração de Lucros • Aporte de Capital • Captação de recursos onerosos de longo prazo • Diminuição de investimentos em Ativos Não Circulantes 	<ul style="list-style-type: none"> • Geração de Prejuízo • Retirada de Capital • Distribuição de Lucros • Amortização de financiamentos • Aumento de Investimentos em Ativos Não Circulantes
<p>T = Ativos Financeiros – Passivos Financeiros = CPL - NCG</p>	<p><u>De Natureza errática</u></p> <p>Dependente do NCG e do CPL</p> <p><u>Quando positiva:</u> empresa com sobra de recursos financeiros de curto prazo. Neste caso, <u>situação favorável</u></p> <p><u>Quando negativa:</u> empresa dependente de recursos financeiros de curto prazo. Neste caso, <u>situação desfavorável</u></p>	<ul style="list-style-type: none"> • Aumento do CCL • Redução do NCG 	<ul style="list-style-type: none"> • Redução do CCL • Aumento da NCG

Fonte: adaptado de Joanília Cia (1988, p.62)

O acompanhamento do comportamento destas variáveis e a relação entre elas pode representar a diferença entre o fracasso e o sucesso da gestão financeira de uma empresa. Para tanto, há necessidade que de esta ação seja preventiva e dinâmica como o próprio modelo propõem. A tempestividade da DFC, utilizada por muitas empresas até diariamente na condução de seus negócios, veio ao encontro desta necessidade, superando a estaticidade peculiar do Balanço Patrimonial. Este fato foi o principal norte para a proposta de verificarmos a adaptabilidade do Modelo Dinâmico de Capital de Giro para a DFC.

Contudo, o modelo adotado para evidenciação dos Fluxos de Caixa tem critérios de evidenciação que dificultam a extração das variáveis para análise dinâmica do Capital de Giro. O principal obstáculo é a junção de operações de curto com longo prazo em um mesmo fluxo de caixa, o que impede a segregação das operações para composição de CPL, NCG e T. Em decorrência, propomos a reclassificação das transações que compõem os fluxos em curto e longo prazo, da seguinte forma:

Operação	Eventos
	<u>Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais</u>
(=)	Resultado Líquido
(+)	Ajustes
(=)	Resultado Líquido Ajustado = (1)
(-)	Variações de Ativos Circulantes Operacionais = (2)
(+)	Variações de Passivos Circulantes Operacionais = (3)
(=)	Varição da Necessidade de Capital de Giro = (2) – (3) = (4)
(-)	Variações de Ativos Não Circulantes Operacionais = (5)
(+)	Variações de Passivos Não Circulantes Operacionais = (6)
(=)	<i>Geração de Caixa Operacional</i> = (1) - (4) – (5) + (6) = (7)
	<u>Fluxo de Caixa das Atividades de Investimento</u>
(=)	Investimentos Estratégicos = (8) – (9) = (10)
(+)	Entradas de Investimento de Longo Prazo = (8)
(-)	Saídas de Investimento de Longo Prazo = (9)
(=)	Investimentos Táticos = (11) – (12) = (13)
(+)	Entradas de Investimento de Curto Prazo = (11)
(-)	Saídas de Investimento de Curto Prazo = (12)
(=)	<i>Geração de Caixa de Investimento</i> = (10) + (13) = (14)
	<u>Fluxo de Caixa das Atividades de Financiamento</u>
(=)	Financiamentos Estratégicos = (15) - (16) = (17)
(+)	Entradas de Financiamento de Longo Prazo (15)

(-)	Saídas de Financiamento de Longo Prazo (16)
(=)	Financiamentos Táticos = (18) - (19) = (20)
(+)	Entradas de Financiamento de Curto Prazo (18)
(-)	Saídas de Financiamento de Curto Prazo (19)
(=)	<i>Geração de Caixa de Financiamento = (17) + (20) = (21)</i>
(=)	<i>Total do Caixa Gerado = (7) + (14) + (21)</i>
(+)	Saldo inicial de caixa = (23)
(=)	Saldo final de caixa = (21) + (23) = (24)
(=)	<i>Variação do Saldo de Tesouraria = (21) + (13) - (20) = (25)</i>
(=)	<i>Variação do Capital Permanente Líquido = (4) + (25) = (26)</i>

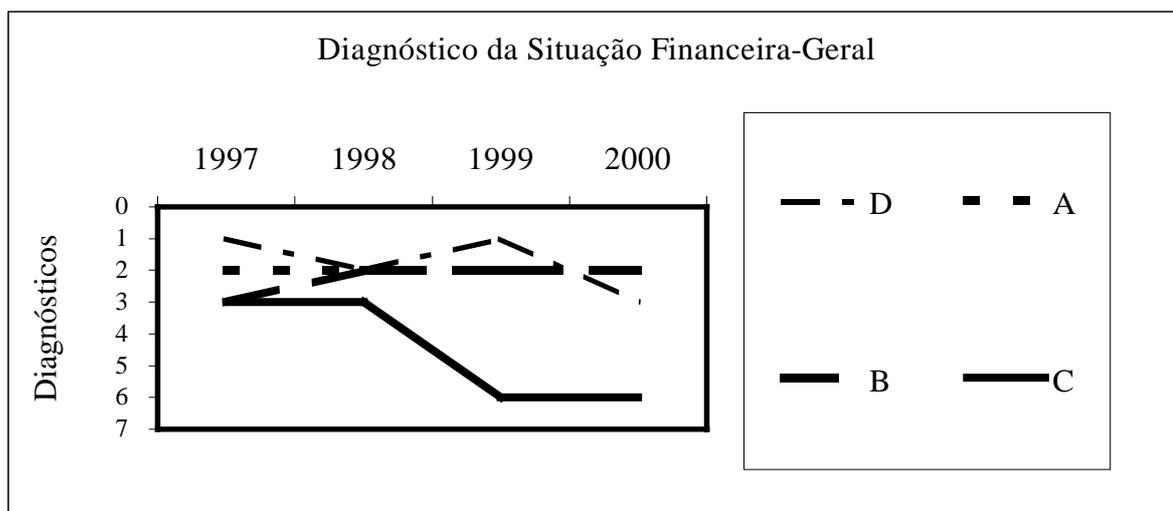
Este modelo não contraria as exigências da NPC 20 que segue as orientações do FASB. Mas, tão somente, consiste em segmentar os fluxos de atividades em curto e longo prazo, viabilizando a extração das variáveis: (a) a NCG, como a diferença entre a variação dos Ativos Circulantes e Passivos Circulantes Operacionais (item 4); (b) a T, como somatório do Total do Caixa Gerado acrescido dos Investimentos Táticos e subtraído os Financiamentos Táticos (item 25) e (c) o CPL, como o somatório das variações da NCG e T (item 26).

A restrição deste modelo é a falta dos saldos iniciais de NCG e T, já que a DFC permite apenas isolar as variações das mesmas. No entanto, este fato pode ser contornado a partir do conhecimento dos saldos iniciais destas variáveis, os quais são obtidos do Balanço Patrimonial imediatamente anterior ao período da DFC. Estas informações podem ser inseridas em notas de rodapé dos Fluxos de Caixa, quando apresentados isolados do Balanço Patrimonial. Estas providências tornariam viável a aplicação dos diagnósticos de Fleuriet sobre a DFC, conferindo a este relatório a transparência e a consistência informacional suficientes para sustentar a interpretação por parte dos usuários sejam eles internos ou externos.

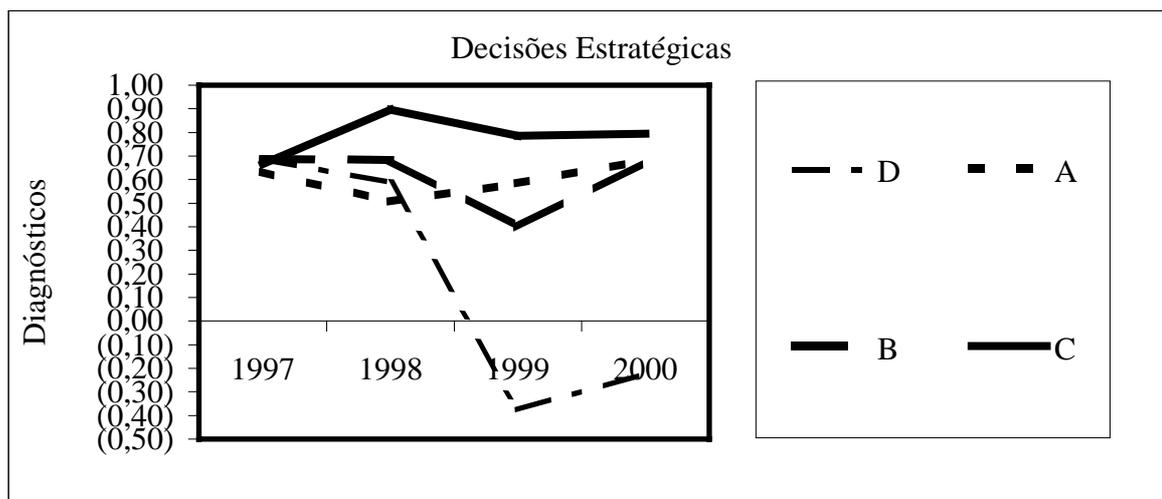
A aplicação do modelo, baseou-se nos seguintes procedimentos: (a) seleção das Demonstrações Financeiras e transcrição das mesmas para uma planilha eletrônica (Excel); (b) reorganização do Balanço Patrimonial em: cíclico, financeiro e não circulante; (c) isolamento das variáveis: NCG, T e CPL; (d) aplicação da tabela resumo dos diagnósticos sobre o Balanço Patrimonial; (e) elaboração da DFC conforme o modelo adaptado; (f) isolamento das variáveis: NCG, T e CCL, a partir dos Fluxos de Caixa; (g) aplicação da tabela resumo dos diagnósticos sobre a DFC; (h) comparação entre os resultados (d) e (g); (i) verificação da consistência do diagnóstico obtido pelo confronto com as informações divulgadas sobre a situação da empresa; e (j) conclusões sobre os testes.

O teste possibilitou o isolamento das variáveis NCG, T e CCL, assim como revelou seus valores iguais aos existentes no Balanço Patrimonial. Em decorrência, verificamos que os diagnósticos de Fleuriet podem ser aplicáveis para análise da DFC. Para tanto, o analista deve conhecer apenas os saldos iniciais de NCG e T. O modelo também permitiu ratificarmos a situação divulgada pelas empresas e ainda conhecermos mais detidamente o comportamento de suas políticas estratégica, operacional e financeira. Como segue:

1. Desempenho Geral: visualizamos o bom desempenho das empresas **A**, **B** e **D**, esta última já apresentando um Efeito Tesoura em 2000. A situação da empresa **C** também transpareceu ratificando uma estrutura financeira que inspira muitos cuidados e revisão das estratégias atuais. O gráfico demonstra a *performance* geral, através da aplicação do Diagnóstico, combinando as decisões estratégicas (CPL), operacionais (NCG) e financeiras (T). Neste caso a empresa **D** foi a mais eficiente, apesar do ano de 2000 ter sido desfavorável. O desempenho veio seguido das empresas **A**, **B** e **C**, nesta ordem.

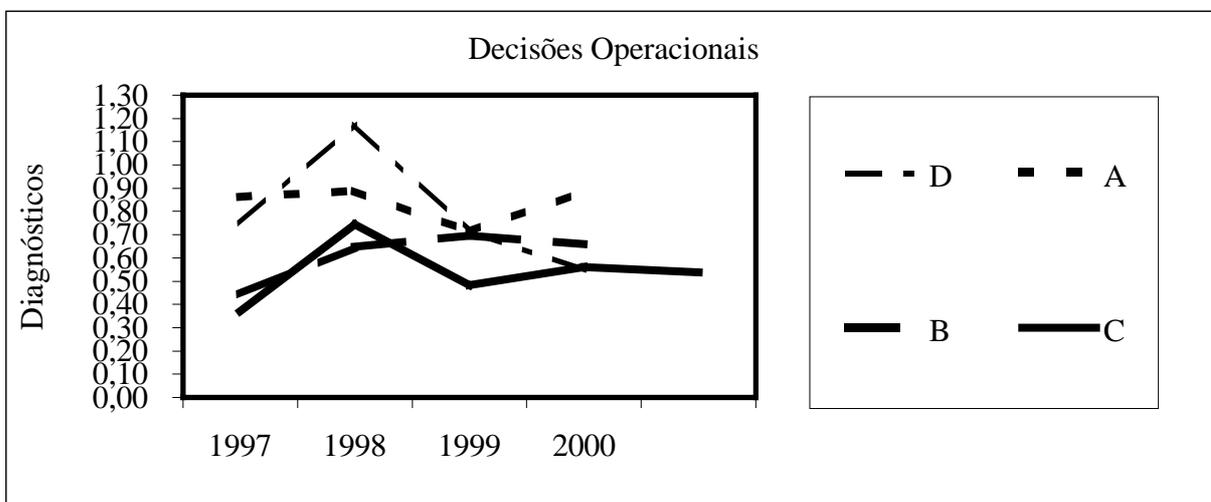


2. Decisões Estratégicas: a empresa **B** foi a mais conservadora, seguida de **D** e **A**. Estas mantiveram seu CPL positivo durante todo o período, no entanto diminuíram seu CCL a medida que realizaram investimentos não circulantes. O gráfico abaixo mostra o resumo destas decisões através da medida ANC/PNC (índice de Imobilização do PNC):

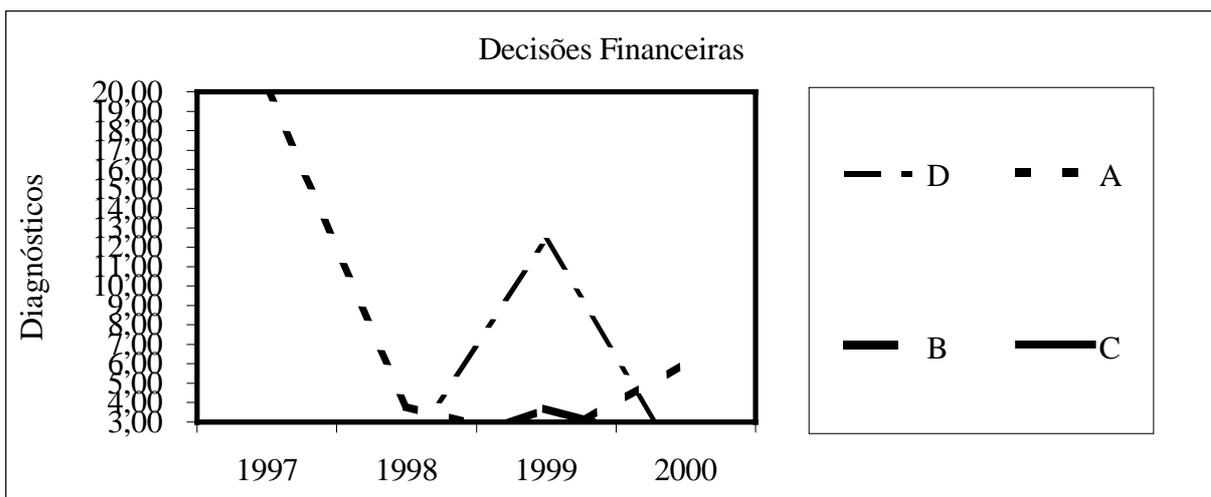


3. Decisões Operacionais: podem ser sintetizadas pelo índice Pop/Aop (financiamento dos Ativos Operacionais por Passivos Operacionais). O índice indicou que a empresa **A** foi a mais eficiente. No entanto, a empresa **D** também teve um ótimo comportamento em 1998 com 1,18 de financiamento de seus Ativos Operacionais por

Passivos Operacionais, o que não conseguiu manter nos anos seguintes. Em terceiro ficou **B**, seguida de **C**. O comportamento destas decisões foi assim demonstrado pelo gráfico:



4. Decisões Financeiras: foram medidas pela capacidade de liquidação de Passivos Erráticos com Ativos Erráticos e foi definido pelo índice Ae/Pe. Cabe ressaltar, que o termo errático é equivalente ao termo financeiro utilizado por Fleuriet. A empresa **B** apresentou a melhor gestão de Tesouraria no período. Esta medida deve ficar perto de 1. Valores expressivamente acima disto, indica excesso de dinheiro em tesouraria e abaixo, sinaliza insuficiência para pagamentos financeiros de curto prazo. O índice médio da empresa **B** no período foi de 1,73, seguido de 3,88 da empresa **D** e 7,97 de **A**. A empresa **C** apresentou Saldo de Tesouraria negativo no período e sua média de cobertura de passivos erráticos foi de 0,26. O desempenho neste item, é demonstrado graficamente:



5 – Conclusão

A Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) tem como finalidade evidenciar a geração ou consumo do caixa relativo a três atividades: (a) operação, (b) financiamento e (c) investimento. É considerada essencial no estudo da liquidez e da capacidade de

continuidade organizacional. Em decorrência de sua riqueza informacional a DFC faz parte do elenco de mudanças propostas para a Nova Lei das S.A., onde está sendo cogitado a inclusão deste relatório em substituição a Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos. À luz do que pesquisamos, o Brasil tende a seguir o êxodo americano em direção ao uso da DFC, adotando os critérios preconizados pelo FASB através do SFAS 95.

Devido a sua natureza dinâmica, a análise da DFC demandará critérios próprios, distintos dos tradicionalmente adotados para o Balanço Patrimonial. O enfoque dinâmico da empresa foi estudado por Michel Fleuriet que criticou a estaticidade dos modelos tradicionais de análise. Sua pesquisa foi norteadada pela reclassificação dos elementos patrimoniais, de onde foram extraídas três variáveis interdependentes: (a) Necessidade de Capital de Giro(NCG); (b) Saldo de Tesouraria(T) e (c) Capital Permanente Líquido(CPL). A combinação destas resultaram no Modelo Dinâmico de Capital Giro, compondo 6 tipos de diagnósticos sobre a situação financeira de uma empresa.

Este estudo teve como objetivo verificar a possibilidade de aplicação dos diagnósticos do Fleuriet sobre a DFC. Para tanto, foi apresentada uma revisão teórica sobre a DFC e o Capital de Giro, seguido de uma demonstração lógica da compatibilidade entre os dois temas. Conseguimos desenvolver um modelo adaptado que permitiu isolar, a partir dos Fluxos de Caixa, as mesmas variáveis utilizadas por Fleuriet.

O modelo foi testado sobre as Demonstrações Financeiras de quatro empresas importantes no setor de varejo, o que permitiu concluir que é possível aplicar os diagnósticos do Modelo Dinâmico de Capital de Giro também sobre o modelo norte americano de Demonstração dos Fluxos de Caixa, quando conhecido os saldos iniciais de Balanço da NCG e T e também quando segregado nos Fluxos de Caixa as transações de curto prazo das de longo prazo. Também podemos concluir que os diagnósticos sobre a situação financeira das empresas concebidos, a partir da aplicação do modelo adaptado, sinalizaram informações equivalentes àquelas divulgadas pelas empresas ao mercado.

6 – Bibliografia

- 1 AFONSO, Roberto Alexandre Elias: DOAR Versus Fluxo de Caixa. *Boletim IOB, Temática Contábil de Balanços*, São Paulo, n.18, 1999.
- 2 AFONSO, Roberto Alexandre Elias: A capacidade informativa da Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos (DOAR) e da Demonstração de Fluxos de Caixa (DFC). *Revista Brasileira de Contabilidade*, Brasília, n. 117, maio/jun., 1999.
- 3 ALPEROWITCH, Fábio. Qual é o verdadeiro valor do *Valuation*? *Revista Mercado de Capitais*, São Paulo, n. 79, 1999.
- 4 BAHSON, P. R., MILLER, P. B., BUDGE, B. P. *Nonarticulation in Cash Statements and Implications for Education, Research and Practice*, pág. 11; citação de MARQUES, José Augusto Veiga da Costa, Op. cit. pág. 72.
- 5 BARBIERI, Geraldo. Lucro Inflacionário e Fluxo de Caixa. Universidade de São Paulo (USP), Departamento de Contabilidade e Atuária, *Caderno de Estudos Fipecafi*, São Paulo, jan./jun., 1996.
- 6 BARTH, Mary E., CRAM, Donald P., NELSON, Karen K. Accruals and the Prediction of Future Cash Flows. *The Accounting Review*, vol. 76, no. 1, January 2001.
- 7 BASU, Sudipta. Discussion of Internacional Differences in the Timeliness,

Conservatism, and Classification of Earnings. *Journal of Accounting Research*, vol. 37, supplement 1999.

8 BEAVER, William H., RYAN, Stephen G. Biases and Lags in Book Value and Their Effects on the Ability of the Book-to-Market Ratio to Predict Book Return on Equity. *Journal of Accounting Research*, vol. 38, no 1, 2000.

9 BLOOMFIELD, Robert J., WILKS, T. Jeffrey. Disclosure Effects in the Laboratory: Liquidity, Depth, and the Cost of Capital. *The Accounting Review*, vol. 75, no. 1, January 2000.

10 BRAGA, Roberto. Análise Avançada de Capital de Giro. Universidade de São Paulo (USP), Departamento de Contabilidade e Atuária. *Caderno de Estudos Fipecafi*, São Paulo, set., 2000.

11 BRAGA, Roberto e MARQUES, José Augusto Veiga da Costa. Fundamentos Conceituais da Demonstração do Fluxo de Caixa: Significado, Vantagens e Limitações, Algumas Evidências. Universidade de São Paulo (USP), Departamento de Contabilidade e Atuária. *Caderno de Estudos Fipecafi*, São Paulo, jul./dez., 1996.

12 CARVALHO, Nelson e SANTOS, Ariovaldo. No Vermelho Mesmo com Aumento nas Vendas. *Revista Exame. Edição Maiores e Melhores de 2001*, Ed. Abril, no. 744, julho/2001.

13 CHENG, C. S. Agnes, LIU, Chao-shin. Earnings Permanence and the Incremental Information Content of Cash Flows from Operations. *Journal of Accounting Research*, vol. 34, no.1, 1996.

14 COHEN, Elie. *Análise Financeira*. Lisboa: Editorial Presença, 1995.

15 COLLINS, Julie H., KEMSLEY, Deen. Capital Gains and Dividend Taxes in Firm Valuation: Evidence of Triple Taxation. *The Accounting Review*, vol. 75, no 1, October 2000.

15 FASB, Original Pronouncements, 1998/99 Edition. Accounting Standards, as of June 1, 1998 – Vol 1, John Wiley & Sons, INC.

16 FIORAVANTI, Maria Antônia. *Análise Dinâmica Financeira das Empresas: uma abordagem didática do “Modelo Fleuriet”* Dissertação de Mestrado. São Paulo: Universidade Metodista, 1999.

17 FLEURIET, Michel, KEHDY, Ricardo, BLANC, Georges. *A Dinâmica Financeira das Empresas Brasileiras*. Belo Horizonte: Consultoria Editorial Ltda., 1980.

18 GITMAN, Lawrence J. *Princípios de Administração Financeira*. 7.ed. São Paulo: Ed. Harbra, 1997.

19 GREEN, Ena Rose, DAWKINS, Mark C. The Association between Bankruptcy Outcome and Price Reactions to Bankruptcy Filings. *Journal of Accounting Research*, 1999.

20 HENDRIKEN, Elsen S., VAN BREDA. *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 1999.

21 HOPP, João Carlos, PAULA LEITE, Hélio. *O crepúsculo do lucro contábil*. Revista de Administração de Empresa, FGC, São Paulo, v.4, 1988.

22 HACKEL, Kenneth, LIVNAT, Joshua, RAI, Atul. A Free Cash Flow Investment Anomaly. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 1999.

23 IBRACON - Instituto Brasileiro de Contadores. *Contabilidade no Contexto*

Internacional. São Paulo: Atlas, 1997.

24 IUDÍCIBUS, Sérgio de, MARTINS, Eliseu, GELBCKE, Ernesto Rubens. *Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações*. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2000.

25 KELLY, Gary. Rate of Return Statistics Theory and Observation. *Journal of Accounting Literature*, vol. 15, 1996.

26 LUSTOSA, Paulo Roberto. DOAR: Uma morte anunciada. Universidade de São Paulo (USP), Departamento de Contabilidade e Atuária. *Caderno de Estudos Fipecafi*, São Paulo, jul./dez., 1997.

27 MARION, José Carlos. Demonstrações Financeiras Contábeis: Propostas para Alteração da Lei das Sociedades Anônimas. *Revista Pensa Contábil*, Rio de Janeiro, n. 6, 2000.

28 MARQUES, José Augusto Veiga da Costa. *Estudo como pré-requisito de pós-doutoramento em Contabilidade e Controladoria: Medidas e Modelos Integrados do Desempenho Empresarial: Uma investigação de fundamentos e critérios de classificação operacional*. Universidade de São Paulo – USP, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade Departamento de Contabilidade e Atuária, São Paulo, agosto de 2000.

29 MARTINS, Eliseu. Contabilidade Versus Fluxo de Caixa. Universidade de São Paulo (USP), Departamento de Contabilidade e Atuária, *Caderno de Estudos Fipecafi*, São Paulo, jan./abr., 1999.

30 OHLSON, James A., ZHANG, Xiao-Jun. On the Theory of Forecast Horizon in Equity Valuation. *Journal of Accounting Research*, vol. 37, no.2, 1999.

31 PADOVEZE, Clovis Luis. Análise do Índice de Liquidez sob o conceito de avaliação econômica da empresa. *Revista Brasileira de Contabilidade*, Brasília, jul./ago., 2000.

32 PAXSON, Dean, WOOD, Douglas. *Dicionário Enciclopédico de Finanças*. São Paulo: Atlas, 2001.

33 PELEIAS, Ivan Ricardo. O Controle Interno no Ciclo Financeiro. *Boletim IOB, Temática Contábil de Balanços*, São Paulo, n. 50, 1999.

34 PRICE Waterhouse. *Demonstração de Fluxo de Caixa – SFAS 95 – Abril de 1980*.

35 RAPPAPORT, Alfred. *Gerando Valor para Acionista*. Editora Atlas, 2001.

36 REICHELSTEIN, Stefan. Providing Managerial Incentives: Cash Flows versus Accrual Accounting. *Journal of Accounting Research*, vol. 38, no. 2, 2000.

37 ROSS, Stephen A, WESTERFIELD, Randolph W., JORDAN, Bradford D. *Princípios de Administração Financeira*. São Paulo: Atlas, 2000.

38 LOPES SÁ, Antônio. *Dicionário de Contabilidade*. 7.ed. São Paulo: Atlas, 1983.

39 SALES CIA, Jonília Neide de. *Sistema de Gerenciamento de Liquidez sob a ótica da teoria das restrições: uma adaptação da Metodologia de Fleuriet*. Tese de Doutorado. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1998.

40 SANTOS, Ariovaldo, LUSTOSA, Paulo Roberto. Demonstração de Fluxo de Caixa: uma reflexão sobre a objetividade (ou falta de) do Fluxo de Caixa. *Boletim IOB, Temática Contábil de Balanços*, São Paulo, n.14, 1999.

- 41 _____. Demonstração dos Fluxos de Caixa: Alternativas para Tratamento dos Estoques: Atividades Operacionais ou de Investimentos. *Boletim IOB, Temática Contábil de Balanços*, São Paulo, n. 21, 1999.
- 42 _____. Juros e Dividendos Pagos: Onde Classificá-los na Demonstração do Fluxo de Caixa. *Boletim IOB, Temática Contábil de Balanços*, São Paulo, n.39, 1999.
- 43 SILVA, César Augusto Tibúrcio, SANTOS, Jocineiro Oliveira dos, OGAWA, Jorge Sadayoshi. Fluxo de Caixa e DOAR. Universidade de São Paulo(USP), Departamento de Contabilidade e Atuária, *Caderno de Estudos Fipecafi*, São Paulo, outubro de 1993.
- 44 SILVA, José Pereira. *Análise Financeira das Empresas*. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2001.
- 45 SOFFER, Leonard C. SFAS n. 123 Disclosures and Discounted Cash Flow Valuation. *Accounting Horizons*, vol.14, no. 2, June 2000.
- 46 SOUZA, Milanez Silva, FAMÁ, Rubens. Gestão do Capital de Giro na Corporação Virtual. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, Belo Horizonte, junho,1998.
- 47 STANCILL, James McNeil. “When is there Cash in Cash Flow?” *In Harvard Business Reviv*, Boston, vol. 65, n. 3/4, mar./abr., 1987.
- 48 STICKNEY, Clyde P., WEIL, Roman L. *Contabilidade Financeira: uma introdução aos conceitos, métodos e usos*. São Paulo: Atlas, 2001.
- 49 SZUSTER, Natan. Cálculo e Análise Contábil do Lucro Passível de Distribuição. *Revista Brasileira de Contabilidade*, Brasília, n. 58, 1986.
- 50 TELES, Egberto Lucena. A Demonstração de Fluxo de Caixa como forma enriquecedora das Demonstrações Contábeis. *Revista Brasileira de Contabilidade*, Brasília, n. 105, jul., 1997.
- 51 TEMÁTICA CONTÁBIL. Capital de Giro: natureza, financiamento e mensuração. *Boletim IOB, Temática Contábil de Balanços*, São Paulo, n.27, 1999.
- 52 _____. Normas e Procedimentos de Contabilidade do IBRACON – NPC 20 – Demonstrações dos Fluxos de Caixa (DFC) – Texto Revisado e Atualizado em 1999. *Boletim IOB, Temática Contábil de Balanços*, São Paulo, n.50, 1999, n.1, 2000.
- 53 _____. O Fluxo de Caixa e seu Gerenciamento. *Boletim IOB, Temática Contábil de Balanços*, São Paulo, n.38, 1999.
- 54 _____. Por que a depreciação é lançada como origem de fundos na Demonstração de Origens e Aplicação de Recursos (DOAR *Boletim IOB, Temática Contábil de Balanços*, São Paulo, n.51, 1999.
- 55 VIEIRA, Delio Vargas. *Integração entre o resultado econômico e o fluxo de recursos financeiros: um estudo de caso em empresa estatal*. Dissertação de Mestrado. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1993.
- 56 WAHLEN, James M., BOASTMAN, Jams R., HERZ, Robert H. American Accounting Association’s Financial Accounting Standards Committee. *Accounting Horizons*, vol. 14, no. 4, december 2000.
- 57 WILLIANS, Jan R. GAAP GUIDE – *Generally Accepted Accounting Principles* – Ed. Harcourt Brace & Company, 1996, pág. xvi, xvii, xviii, xix, xx, xxi, xxii, xxiii, xxiv e xxi.