

# Estratégias de financiamento do capital de giro em empresas do setor alimentício

Daniela Ferro de Oliveira (Cepead/Face/UFMG) – dfo@cepead.face.ufmg.br  
Flávio Dias Rocha (Cepead/Face/UFMG) – fdr@cepead.face.ufmg.br  
Tales Sarmento Lacerda (Cepead/Face/UFMG) – tsl@cepead.face.ufmg.br  
Victor Natanael Schwetter Silveira (Cepead/Face/UFMG) – vnss@cepead.face.ufmg.br

Recebido em : 00/00/06    Aprovado em : 00/00/06

**Resumo:** O presente trabalho tem como finalidade principal a identificação das estratégias de financiamento do capital de giro, das empresas do setor alimentício, listadas na Bovespa, buscando identificar possíveis padrões de financiamento dentro dos segmentos que compõem este setor. Inicialmente, são feitas algumas considerações sobre o papel das decisões de financiamento, na gestão do capital de giro das empresas, com base nos perfis financeiros do modelo dinâmico de Fleuriet, além de serem apresentadas os tipos de estratégias possíveis de serem adotadas para essa finalidade. A seguir, é apresentado um panorama geral do setor. Por fim, são feitas análises dos demonstrativos de 11 empresas do setor, no período de 2002 a 2004, com a finalidade da identificação dessas estratégias. Os resultados mostraram a existência de padrões de financiamento mais conservadores, no setor cafeeiro e mais agressivos, nos segmentos de carnes e de laticínios, além da não-identificação de padrões no setor de grãos.

**Palavras-chaves:** Capital de Giro; Padrão de Financiamento; Perfis Financeiros.

**Abstract:** This work aims at identifying working capital financing strategies of the food industry listed at Bovespa, trying to find possible financing patterns in this industrial segment. Firstly, the article discusses the role of the financing decisions in the company management of the working capital, based on financial profiles from Fleuriet's dynamic model, in addition to presenting the possible strategy options that can be adopted for the decision-making process. Afterwards, an overview of the food industry is presented. Lastly, the authors analyze the financial statements of 11 companies from 2002 to 2004 in order to identify such strategies. Results show the existence of more conservative financing patterns in the coffee segment and more aggressive patterns in the meat, poultry and other segments, as well as in the dairy products segment. However, there are no patterns observed in the grain and oilseed milling segment.

**Keywords:** Working Capital; Financing Pattern; Financial Profiles.

## 1. INTRODUÇÃO

A estrutura de financiamento das empresas pregada pela teoria, baseia-se na utilização de recursos próprios e financiamentos de longo prazo, para financiar os ativos permanentes e os ativos circulantes permanentes, restando as fontes de financiamento de curto prazo, para financiar os ativos circulantes temporários — as necessidades sazonais. Entretanto, a realidade mostra que a tendência é as empresas buscarem fontes de empréstimos de curto prazo para financiar os ativos circulantes permanentes e temporários, ficando os financiamentos de longo prazo e os capitais próprios para financiarem os ativos permanentes. Daí, decorre a prática da constante busca de recursos de curto prazo.

Em princípio, embora o crédito de curto prazo seja geralmente mais arriscado do ponto de vista da empresa, ele apresenta vantagens como ser obtido mais rapidamente, possuir acordos mais flexíveis e menos onerosos, entre outras (WESTON, BRIGHAM, 2000). Contudo, o que ocorre no Brasil é que os financiamentos de curto prazo possuem um custo muito mais alto que os de longo prazo, caracterizando a situação da curva invertida de estrutura de termo das taxas de juros. Isso tem levado várias empresas brasileiras a entrarem em períodos de dificuldades financeiras.

O país também possui poucas opções de recursos de longo prazo disponíveis, sendo os mais usuais o BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – e a emissão de títulos de dívida (debêntures).

Neste contexto, torna-se relevante analisar como as empresas estão financiando seu capital de giro e quais são as estratégias adotadas para isso, conforme a classificação apresentada por Neves (1989).

O setor alimentício foi escolhido para esta finalidade, uma vez que o país possui fatores favoráveis para o aumento da produção, devido ao solo, clima, capital e mão-de-obra, além de alta tecnologia, estando, portanto, em vantagem para disputar mercados com categoria e com produtos de alta qualidade. Logo, este setor é responsável por um impacto significativo na economia do país, merecendo, por isso, atenção especial.

Neste sentido, o objetivo desta pesquisa é analisar as estratégias de financiamento do capital de giro de empresas do subsetor Alimentos, listadas na Bovespa (2005). Traçando objetivos mais específicos, procurou-se identificar o perfil geral do subsetor Alimentos e de seus segmentos: Café, Grãos e Derivados, Carnes e Derivados e Laticínios, de acordo com a categorização da Bovespa (2005); e também, justificar possíveis diferenças entre os segmentos, com base nos contextos específicos de cada um.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

A correta administração do capital de giro é uma necessidade vital para as organizações. Como afirmam Assaf Neto; Silva (1997, p.13) “Uma administração inadequada do capital de giro resulta normalmente em sérios problemas financeiros, contribuindo efetivamente para a formação de uma situação de insolvência”. De fato, na medida em que as empresas vêem um aumento considerável nas necessidades que elas possuem de capital de giro, de maneira a que se torne mais complexo o seu financiamento, as chances de uma descontinuação de suas atividades começam a se mostrar cada vez mais fortes.

Outra importância relacionada à eficaz administração do capital de giro, é a busca pela competitividade, em um cenário de concorrência global entre as empresas. Sem prejudicar as suas atividades operacionais, as empresas estão buscando uma redução nos níveis de capital de giro, de maneira a obterem algumas vantagens competitivas. Brigham, Gapenski, Ehrhardt (2001, p.769) destacam duas: (1) o financiamento do capital de giro tem um custo em dinheiro (custo de capital) e a sua redução automaticamente irá diminuir tal custo, melhorando a rentabilidade da empresa; (2) a redução, do capital de giro força as empresas a produzirem e efetuarem entregas mais rapidamente do que os concorrentes, permitindo-lhes a conquista de novos mercados e o aumento de sua competitividade.

Dentro desse contexto, é importante destacar o papel das políticas financeiras de curto prazo nas empresas. Elas englobam dois aspectos básicos (ROSS; WESTERDIEDL; JORDAN, 2002, p.418). O primeiro, é a magnitude do investimento em ativo circulante (caixa, títulos financeiros, estoques e contas a receber). Já o segundo, se refere à forma de financiamento do ativo circulante: (1) recursos operacionais, como a conta fornecedores; (2) recursos financeiros de curto prazo (crédito para capital de giro); e (3) recursos de longo prazo, próprios ou de terceiros, não utilizados no financiamento do ativo permanente da empresa)

Embora as duas decisões sejam essenciais para a obtenção de um bom desempenho de curto prazo pelas empresas, a segunda tem se mostrado de mais difícil equacionamento no Brasil, em virtude de dois aspectos principais: a escassez de recursos disponíveis para empréstimo e o alto custo da maioria dessas fontes.

Para um melhor entendimento das dificuldades inerentes ao processo de financiamento do capital de giro, é interessante repassar o conceito de Necessidade de Capital de Giro (NCG). Esta é definida, segundo Matarazzo (1998) como a diferença entre os ativos circulantes operacionais e os passivos circulantes operacionais, que são aqueles diretamente relacionados às atividades operacionais da empresa. Essencialmente, os primeiros englobam as contas a receber e os estoques, enquanto os últimos englobam os créditos concedidos pelos fornecedores. A NCG representará o volume de recursos que terão que ser financiados por fontes não-operacionais.

Como se pode notar, os conceitos de Ciclo Financeiro e NCG estão estritamente relacionados. Enquanto o primeiro é medido em termos de dias, o último, é medido em termos monetários. O valor da NCG é função tanto do ciclo financeiro como também do volume de vendas. Se ela é positiva (caso mais comum) deve ser coberta por uma das fontes de financiamento citadas anteriormente.

Considerando as várias formas de financiamento e, ainda, o fato de que a NCG pode ser tanto positiva quanto negativa, surgem várias possibilidades quanto à gestão do capital de giro de uma empresa. Tentando facilitar esta interpretação, Fleuriet, Kehdy, Blanc (1978) propuseram o chamado Modelo Dinâmico, no qual as empresas são classificadas quanto ao perfil financeiro que possuem, sendo a ênfase na gestão financeira de curto prazo. Para este modelo, as contas do Balanço Patrimonial são reclassificadas, conforme mostra a Tabela 1.

TABELA 1 - Reclassificação das Contas do Balanço Patrimonial, segundo o Modelo Dinâmico

	Ativo	Passivo
Operacional ou Cíclico	Contas operacionais do Ativo Circulante (estoques, contas a receber, entre outros)	Contas operacionais do Passivo Circulante (fornecedores, salários a pagar, entre outros)
Financeiro ou Errático	Contas não-operacionais do Ativo Circulante (caixa e títulos)	Contas não-operacionais do Passivo Circulante (empréstimos)
Permanente	Realizável a Longo Prazo e Permanente	Exigível a Longo Prazo e Patrimônio Líquido

Fonte: adaptado de Fleuriet, Kehdy, Blanc. (1978)

As contas operacionais são aquelas derivadas das operações centrais da empresa, tal como, produção, compras e vendas. As contas financeiras são as decorrentes de transações não-operacionais de curto prazo, sendo basicamente de responsabilidade do setor financeiro da empresa. Por fim, as contas permanentes são as derivadas de decisões estratégicas da empresa (de longo prazo) sobre os investimentos, em infraestrutura e suas formas de financiamento, sendo de responsabilidade conjunta de vários setores.

A partir desta reclassificação, são definidas as três variáveis básicas do modelo: a Necessidade de Capital de Giro (NCG), descrita acima; o Capital de Giro (CDG) e o Saldo de Tesouraria (T). As inter-relações entre elas determinarão o perfil financeiro da empresa.

O Capital de Giro (CDG) é dado pela diferença entre o Passivo Permanente e o Ativo Permanente, representando qual a sobra de recursos de longo prazo que a empresa possui, após o financiamento de sua

infra-estrutura. Se positivo, a empresa poderá utilizá-lo para financiar atividades de curto prazo. Se negativo, será necessário recorrer a recursos de curto prazo, para financiar ativos permanentes da empresa.

Por sua vez, o Saldo de Tesouraria (T) representa a diferença entre o Ativo Financeiro e o Passivo Financeiro. Se positivo, a empresa tem mais aplicações financeiras do que empréstimos de curto prazo, indicando sobra de fontes de financiamento. Se negativo, indicará que os empréstimos prevalecem sobre as aplicações financeiras, sendo utilizados para financiar as operações da empresa ou uma parte de seus ativos permanentes.

Em comparação com o Modelo Tradicional, verifica-se que o Modelo Dinâmico prioriza uma abordagem funcional e estratégica dos grupos de contas contábeis, quando correlaciona as funções primárias destas aos seus objetivos-fins, estabelecidos pela alta administração. O enfoque principal deixa de ser o de solvência e liquidez, que são valorizados na análise tradicional.

A grande contribuição do Modelo Dinâmico está, portanto, na proposição da idéia de que a gestão dos ativos e passivos, de curto prazo, dependerá muito do tipo de perfil financeiro que a empresa possui. Para cada um, as medidas a serem adotadas, visando à melhoria variarão bastante. Além disso, o modelo deixa de lado o foco na solvência (capacidade de pagamento se a empresa encerrasse suas atividades) para voltar-se à liquidez (sustentabilidade das operações no curto e no longo prazo).

Segundo Fleuriet, Kehdy, Blanc (1978) e Brasil, Fleuriet (1985) com base nos três elementos identificados — Necessidade de Capital de Giro (NCG), Capital de Giro (CDG) e Saldo de Tesouraria (T) — propõem-se quatro perfis financeiros para as empresas:

**Perfil 1:** é o caso no qual se vende, predominantemente, a vista e compra-se a prazo, possuindo ciclo financeiro e NCG negativos. Com isso, a NCG passa a se constituir em uma fonte de financiamento adicional. O CDG é positivo, indicando sobra de recursos de longo prazo. Todas estas fontes serão aplicadas em títulos financeiros, gerando, assim, um saldo de tesouraria positivo.

**Perfil 2:** aqui, a NCG passa a ser positiva, ou seja, os créditos concedidos pelos fornecedores não são mais suficientes para financiar os investimentos em estoques e contas a receber. Todavia, a sobra que a empresa possui, de recursos de longo prazo (CDG positivo) é suficiente para financiar sua NCG. Além disso, ainda sobram recursos para aplicação no mercado financeiro (saldo de tesouraria positivo).

**Perfil 3:** neste caso, a situação é semelhante à anterior, mas agora os recursos de longo prazo (CDG) não são mais suficientes para financiar a NCG. Logo, a empresa terá de recorrer a empréstimos de curto prazo para cobrir essa falta (T negativo). Pode se tornar um perfil arriscado em momentos de crise, em que o crédito de curto prazo nem sempre é renovável.

**Perfil 4:** aqui, não há mais sobra de recursos de longo prazo, mas, sim, falta (CDG negativo). Como a NCG continua sendo positiva, tanto esta quanto uma parte dos investimentos de longo prazo terão que ser financiados por empréstimos financeiros de curto prazo (T negativo). É um perfil bastante arriscado, indicando uma razoável probabilidade de insolvência, se não for revertido a longo prazo.

Marques e Braga (1995) demonstraram a existência de mais dois perfis. Nesses perfis, a NCG é sempre negativa, sendo uma fonte de financiamento. No perfil 5, os investimentos de longo prazo não cobertos pelas fontes de longo prazo (CDG negativo) são financiados em parte pela NCG e, no restante, por empréstimos de curto prazo. A diferença para o perfil 6 é que, neste, a NCG é suficiente para financiar todo o CDG negativo, restando ainda recursos que serão aplicados financeiramente (saldo de tesouraria positivo). Contudo, estes dois perfis representam situações atípicas, sendo, no Brasil, mais comum nas pequenas empresas.

Com a existência dos vários perfis, e ainda, com o fato da NCG variar ao longo do ano, em função da sazonalidade no volume de vendas, tem-se que inúmeras estratégias poderão ser utilizadas para financiar os ativos circulantes da empresa.

Dentro deste contexto, identifica-se a estratégia ortodoxa que, segundo Neves (1989, p.146) considera

“o princípio tradicional de que o ativo econômico de caráter permanente deve ser financiado pelos capitais permanentes, enquanto os ativos temporários devem ser financiados com capitais de curto prazo”. Trata-se de uma estratégia que prima pela adequação entre as modalidades de investimento e as alternativas de financiamento. É também, conhecida como estratégia do equilíbrio financeiro tradicional.

A segunda estratégia é a defensiva, que tem por objetivo a minimização do risco, mediante financiamento de parte das necessidades de capital de giro variáveis com capitais permanentes. Assim, no âmbito desta estratégia, os capitais permanentes superam o ativo econômico permanente (NCG permanente e investimentos de longo prazo) resultando, assim, em períodos de superávit ( $T > O$ ), bem como de deficit ( $T < O$ ) de tesouraria. Cabe ao gestor financeiro identificar oportunidades de aplicação para os excessos de tesouraria, bem como minimizar o custo do capital alheio, nos períodos de déficit, com vistas a maximizar a rentabilidade do empreendimento.

Já a estratégia agressiva “conduz a que parte dos ativos econômicos permanentes sejam financiados por endividamento líquido a curto prazo, garantindo-se no mínimo o financiamento do ativo fixo com capital permanente.” (NEVES, 1989, p.148). Nessa estratégia, o saldo de tesouraria será continuamente negativo ( $T < O$ ), mas os recursos de longo prazo apresentam-se suficientes para financiar o ativo permanente. Tal estratégia reflete uma posição não conservadora e altamente agressiva, estando a empresa sujeita a problemas potenciais de não renovação de empréstimos. Enfim, trata-se de uma estratégia que busca aumentar a rentabilidade, mediante maior utilização de passivos menos onerosos (curto prazo), sacrificando a capacidade de solvência (liquidez) da empresa.

Finalmente, tem-se a estratégia arriscada, na qual a empresa encontra-se em uma situação financeira delicada, uma vez que os capitais permanentes apresentam-se como insuficientes para financiar os ativos permanentes, implicando, assim, na utilização de recursos de curto prazo para o financiamento de investimentos de longo prazo. O saldo de tesouraria apresenta-se constantemente negativo. Trata-se de uma estratégia que prioriza a rentabilidade, em detrimento do risco, refletindo uma situação que tende a gerar enormes problemas financeiros, em decorrência de limitação na oferta de dinheiro no mercado financeiro, do poder de barganha da empresa, dentre outros.

A escolha de uma ou outra estratégia de financiamento, por parte de uma empresa, associa-se, dentre outras coisas, às características da conjuntura econômica e do seu setor de atuação, aos objetivos globais estabelecidos por sua Administração, ao seu poder de barganha junto ao mercado fornecedor de recursos, bem como do posicionamento de seus gestores frente a diferentes níveis de risco e retorno.

### **3. PANORAMA DO SETOR ALIMENTÍCIO**

O agronegócio é responsável por 33% do Produto Interno Bruto (PIB) do Brasil, 42% das exportações totais do país e 37% dos empregos brasileiros (ANBA, 2005). No ano passado, as vendas externas de produtos agropecuários renderam ao país US\$ 36 bilhões, o que gerou um perávit de US\$ 25,8 bilhões. Aproximadamente, 80% da produção brasileira de alimentos é consumida no mercado interno e o restante é exportado para mais de 209 países. Em 2003, o Brasil vendeu mais de 1,8 mil diferentes produtos para destinos, como Europa, Estados Unidos, países do Mercosul, Ásia, África e Oriente Médio. O Brasil possui fatores favoráveis para o aumento da produção, devido ao solo, clima, capital e mão-de-obra, além de alta tecnologia, estando, portanto, em vantagem para disputar mercados com categoria e com produtos de alta qualidade.

Algumas características do setor de alimentos fazem com que seu desempenho seja, por muitas vezes, diferente do comportamento da indústria como um todo. Em primeiro lugar, por ser um bem essencial, a taxa de aumento da quantidade vendida desses bens tem um piso que é dado pelo crescimento da população. Isso significa que é perfeitamente natural haver aumento do consumo, em um cenário de queda de atividade. Em segundo lugar, o seu desempenho é fortemente dependente da produção agrícola.

Nos últimos anos, a produção da indústria de alimentos permaneceu praticamente imune aos ciclos de crescimento, vividos pela economia brasileira. Em 2001 e 2002, por exemplo, enquanto os demais segmentos da indústria foram afetados pela desaceleração do crescimento da economia, a produção de alimentos, medida pelo IBGE (2005) encerrou o ano com crescimento taxas de crescimento próximas a 5% ao ano. Dentre os segmentos da indústria de alimentos, destacam-se o abate e preparação de carnes e aves, com crescimento médio de 14,3%, entre 2000 e 2003. Outra característica deste setor é a elevada importância das vendas externas. No caso das carnes, por exemplo, grande parte da taxa de crescimento recente foi explicada pelo aumento das exportações.

Ainda de acordo com o MAPA (2005) há evidências positivas que equilibram os ganhos do setor e conduzem a previsões em linha, com o desempenho em 2004. Os negócios no mercado interno ganham importância, apesar do crescimento do PIB ser menor que em 2004, com previsão para cerca de 3,5%. O padrão de renda do consumidor é um fator muito influenciável para os negócios domésticos deste setor. Acompanhando a tendência de crescimento brasileiro, o segmento de elaborados ou processados é o que mais deve lucrar. Hoje, o setor representa 80% das receitas domésticas do ramo de alimentos e 40% do total dos lucros das empresas de alimentos. Os ganhos devem superar o ano passado devido ao aumento dos preços dos produtos, programado até o final de 2005.

Para 2005, no entanto, a desvalorização do dólar frente ao real, o aumento do preço do petróleo, o alto índice da quebra da safra de soja (cuja estimativa no Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento – MAPA (2005) – é de mais de 20 milhões de toneladas, reduzindo as previsões de um total de 130 milhões de toneladas para menos de 115 milhões de toneladas) são aspectos que podem causar impacto negativo na receita da empresas do setor de alimentos, reduzindo essa melhoria de desempenho.

Destaca-se, também, que como não é esperada uma alteração significativa da distribuição de renda em curto prazo, no país, a disputa por ampliação da fatia de mercado, possivelmente continuará acirrada. E, por fim, este setor é fortemente caracterizado pelas mudanças nos hábitos dos consumidores, que abrem espaço para o lançamento de novos produtos.

## 4. METODOLOGIA DE ESTUDO

A pesquisa caracteriza-se por ser descritiva, já que pretende analisar características de empresas de segmentos alimentícios, por meio de coleta de dados. O estudo possui foco quantitativo, uma vez que utiliza cálculos na análise de seus resultados. É também uma pesquisa aplicada, direcionada para um setor específico.

O universo da pesquisa é o conjunto das empresas alimentícias do país. Devido à questão de disponibilidade de dados, foram consideradas, para análise apenas, as empresas que tinham suas ações listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Como o número de empresas nessa condição é pequeno, é difícil qualquer tentativa de caracterizá-las como representativas do universo de empresas alimentícias brasileiras. Sendo assim, a amostragem efetuada foi não-probabilística, o que não permite a realização de inferências estatísticas, restringindo-se o estudo a um caráter meramente descritivo da amostra considerada.

Para o trabalho, foi pré-selecionado o grupo de empresas listadas no setor Consumo Não Cíclico, subsetor Alimentos, nos segmentos Café, Grãos e Derivados, Carnes e Derivados e Laticínios, na Bovespa (2005). Vale ressaltar que o segmento Alimentos Diversos não foi utilizado, devido ao objetivo da pesquisa, de tentar identificar padrões para o subsetor Alimentos e seus segmentos, não justificando uma busca de padrões para o segmento Alimentos Diversos que, por definição, já engloba vários tipos distintos de empresas.

Os dados foram coletados no mês de julho de 2005, através do software Economática®, e foram extraídos das demonstrações não consolidadas das empresas, de maneira a se conseguir refletir melhor as informações

da empresa em si e não de uma corporação como um todo. Por conta deste fato, as empresas cujas controladoras são empresas holding, tiveram que ser excluídas, uma vez que a estrutura financeira dessas empresas é completamente diferente das demais, não sendo passível de comparações. Nesse momento, foram excluídas as empresas Chapecó, Minupar e Perdigão, do segmento Carnes e Derivados. Também foi excluída a empresa J.B. Duarte, pois a não se possuía dados em inúmeros dos períodos necessários.

Após as exclusões, a amostra da pesquisa foi constituída por quatro segmentos alimentícios, conforme demonstrado pela Tabela 2.

TABELA 2 – Segmentos e empresas analisadas na pesquisa

Café	Grãos e Derivados	Carnes e Derivados	Laticínios
Cacique	Granóleo	Avipal	Parmalat
Café Brasília	Leco	Excélsior	Vigor
Iguaçu Café		Sadia	
		Seara	

Fonte: Elaboração dos autores, a partir dos dados coletados da Bovespa (2005)

Foram coletados os dados necessários, a partir do Balanço Patrimonial, Demonstração de Resultados do Exercício (DRE) e Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos (DOAR). Para uma melhor análise, foram considerados os anos de 2002 a 2004, sendo utilizados dados trimestrais. No caso da DRE e da DOAR, cujas informações refletem valores acumulados ao longo de um período de tempo, foram utilizados os valores acumulados nos doze meses anteriores a cada trimestre. A utilização de uma base trimestral, em vez de anual, tem como objetivo a identificação de variações sazonais, especialmente na variável Necessidade de Capital de Giro (NCG). Seria de extrema valia, a utilização de dados de base mensal, mas a não-disponibilidade desse tipo de dado, inviabiliza qualquer tentativa nesse sentido, sendo esta uma das limitações da pesquisa.

Em uma segunda fase, as demonstrações coletadas foram reclassificadas de acordo com o Modelo Dinâmico (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 1978) identificando-se, assim, os perfis financeiros de cada empresa, em cada trimestre, e ainda, o nível de autofinanciamento utilizado pela empresa. A partir disso, foram identificadas então as maneiras como as empresas financiam tanto seus investimentos permanentes como suas necessidades de capital de giro (NCG).

Na etapa seguinte, tentou-se a definição e a análise dos tipos de estratégias de financiamento adotados pelas empresas: ortodoxa, defensiva, agressiva ou arriscada (NEVES, 2004). Para isso, foram levadas em conta as formas de financiamento das Necessidades de Capital de Giro Permanentes e Sazonais e dos Investimentos Permanentes, identificando-se como cada um deles foi financiado, em termos de recursos de curto e longo prazo.

Por fim, foi calculada a representatividade de cada fonte, no financiamento do capital de giro das empresas. Neste momento, buscou-se a identificação de um padrão no subsetor e nos segmentos específicos, de maneira a que possam ser identificadas algumas conclusões.

## 5. ANÁLISES DOS RESULTADOS OBTIDOS

Inicialmente, os dados coletados dos Balanços Patrimoniais foram padronizados, pela metodologia do Modelo Dinâmico (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 1978), sendo identificadas as três variáveis básicas do modelo: a Necessidade de Capital de Giro (NCG), o Saldo de Tesouraria (T) e o Capital de Giro (CDG). A combinação das três variáveis permitiu a identificação do perfil financeiro de cada empresa, em cada trimestre. A Tabela 3 resume a tipificação destes perfis, conforme Marques e Braga (1995):

TABELA 3 – Os 6 Perfis do Modelo Dinâmico

Nº	NCG	T	CDG	Caracterização
I	-	+	+	Excelente
II	+	+	+	Sólido
III	+	-	+	Insatisfatório
IV	+	-	-	Péssimo
V	-	-	-	Muito Ruim
VI	-	+	-	Alto Risco

Fonte: Marques e Braga (1995)

Esta seqüência não indica, necessariamente, uma ordem de prioridade, pelo menos no que tange aos dois últimos perfis, nem sequer previstos no modelo original proposto por Fleuriet, Kehdy, Blanc (1978). No caso da amostra considerada, foram encontrados quase todos os perfis, exceto o último, ao longo do período considerado. A Tabela 4 apresenta o número de ocorrências de cada perfil, ao longo do período considerado, o perfil dominante, e ainda, aquele que cada empresa apresentava ao final de 2004.

TABELA 4 – Perfis Financeiros das Empresas da Amostra entre os Trimestres 2002/1 e 2004/4

Setor	Empresa	Número de ocorrências do perfil							Perfil final 2004
		I	II	III	IV	V	VI	Total	
Carnes e Derivados	Avipal	-	-	9	3	-	-	12	III
	Excélsior	-	3	3	-	6	-	12	II
	Sadia	-	-	12	-	-	-	12	III
	Seara	-	-	12	-	-	-	12	III
Laticínios	Parmalat	-	-	-	9	3	-	12	V
	Vigor	-	-	4	8	-	-	12	IV
Café	Cacique	1	2	8	-	1	-	12	II
	Café Brasília	-	-	-	-	12	-	12	V
	Iguaçu Café	-	-	12	-	-	-	12	III
Grãos e Derivados	Granóleo	-	-	12	-	-	-	12	III
	Leco	-	5	7	-	-	-	12	III
	Total	1	10	79	20	22	-	132	-

Fonte: Elaboração própria dos autores a partir dos dados coletados da Economática\*.

Como se pode notar, há uma forte predominância do perfil 3, considerado Insatisfatório por Marques e Braga (1995). A tipologia básica desse perfil é a de uma empresa que não consegue financiar seus ativos operacionais (em especial, estoques e contas a receber) com fontes operacionais (fornecedores, impostos, salários, etc.), possuindo uma Necessidade de Capital de Giro positiva. Isso implica que ela precisará buscar recursos adicionais, para financiar essa falta. Estes virão, em parte, de sobras dos recursos de longo prazo que a empresa possui e não aplicou em investimentos permanentes e, no restante, de empréstimos para capital de giro.

Das onze empresas consideradas, sete apresentaram este perfil financeiro, como o predominante no período considerado. E destas, seis o mantiveram até o final de 2004, indicando não haver tendências de alteração no seu perfil. Apenas a empresa Cacique teve uma melhoria de desempenho, apresentando um perfil financeiro sólido nos dois últimos trimestres considerados, indicando que ela tem conseguido financiar sua NCG apenas com recursos de longo prazo, barateando o seu custo de capital.

Duas empresas apresentaram o perfil IV (péssimo) como o predominante e outras duas tiveram a predominância do perfil V (muito ruim). Ambos os perfis indicam situações em que as empresas não



conseguem financiar a totalidade dos seus investimentos permanentes, com recursos de longo prazo, tendo que recorrer a empréstimos de curto prazo para isso. Com isso, tem-se uma inadequação desfavorável entre os prazos de investimento e financiamento, que pode sinalizar uma tendência de não-sustentabilidade futura dos negócios. No caso da Excélsior, porém, pode ser constatada uma reversão desta tendência, já que, nos últimos seis trimestres analisados, a empresa apresentou perfis financeiros melhores, estando, inclusive, com um perfil sólido nos últimos três trimestres. Os casos da Parmalat, da Vigor e do Café Brasília, porém, mostram-se mais problemáticos, especialmente este último, que apresenta um Patrimônio Líquido negativo e alto, o que dificulta qualquer tentativa de reversão do quadro. Esta, sem dúvida, é uma empresa com forte tendência de insolvência.

A etapa seguinte foi a identificação das relações entre as variáveis NCG e Autofinanciamento com a variável Receita Líquida. As médias encontradas para cada empresa e as tendências apresentadas, nos últimos trimestres, são demonstradas na Tabela 5.

TABELA 5 – Relações NCG / Vendas e Autofinanciamento / Vendas – Média do Período

Setor	Empresa	NCG / Vendas	Tendência	Autof. / Vendas	Tendência
Carnes e Derivados	Avipal	0,29	Queda	0,05	Queda
	Excélsior	- 0,06	Estável	- 0,01	Estável
	Sadia	0,38	Queda	0,07	Queda
	Seara	0,32	Variável	0,05	Estável
Laticínios	Parmalat	0,03	Queda	- 0,15	Queda
	Vigor	0,16	Alta	- 0,01	Queda
Café	Cacique	0,09	Queda	0,08	Variável
	Café Brasília	- 1,13	Estável	- 8,57	Queda
	Iguaçu Café	0,52	Queda	0,33	Queda
Grãos e Derivados	Granóleo	3,20	Alta	0,57	Variável
	Leco	0,07	Queda	0,05	Queda

Fonte: Elaboração própria dos autores, a partir dos dados coletados da Economatica\*.

Esta tabela permite uma série de constatações interessantes. No caso da relação NCG / Vendas, seis das onze empresas apresentaram uma tendência de queda. Embora esta possa ter várias causas, ela inevitavelmente reflete uma queda no volume de contas a receber e/ou de estoques, ou uma elevação no volume de contas a pagar, o que pode ser indicativo de uma melhoria nos processos de gestão de capital de giro destas empresas. Por sua vez, a relação Autofinanciamento / Vendas apresentou tendência de queda para sete das onze empresas, indicando uma efetiva redução da capacidade do financiamento das operações com lucros retidos. A causa mais provável para essa redução advém do maior nível de competição, ao qual as empresas estão submetidas.

É interessante destacar o caso do Café Brasília, já citado anteriormente. A relação Autofinanciamento / Vendas atingiu o valor médio de -8,57, indicando um valor de autofinanciamento negativo e em módulo, 8,57 vezes superior ao do volume de vendas, refletindo grande prejuízo. A relação NCG / Vendas é negativa, o que poderia, em outra situação, indicar uma boa gestão de capital de giro. No entanto, ela parece ser indicativa do não-pagamento de obrigações de curto prazo, que acaba por aumentar o volume do Passivo Operacional, e gerar esta situação. Verifica-se, assim, a existência de claros indícios de falência próxima da empresa.

No caso da Excélsior, os valores obtidos poderiam indicar uma tendência semelhante, mas eles são muito influenciados pelo péssimo desempenho da empresa, no início do período considerado, como já fora constatado anteriormente. No caso da Parmalat, a situação só não é pior, porque a empresa conseguiu manter baixos os níveis de NCG. Outras duas empresas, a Vigor e a Granóleo, apresentam alguns indícios do chamado efeito-tesoura (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 1978). Ambas apresentam uma tendência de alta

no valor da NCG e de queda no volume relativo de autofinanciamento. Isso implica que estas empresas terão de se utilizar de empréstimos bancários, de curto prazo para tentar cobrir essa necessidade de financiamento, o que pode colocar em risco a sua sustentabilidade a longo prazo. Neste sentido, chama a atenção o volume relativo de NCG da Granóleo, em média 3,20 vezes superior ao volume de vendas, o que reflete uma situação completamente atípica. A causa principal para isso está no baixo volume de fontes de financiamento operacionais, em comparação com os investimentos operacionais. O que tem garantido a sustentabilidade dessa empresa é a manutenção de elevados volumes de autofinanciamento, em média de 57% das vendas da empresa, mostrando uma margem de lucro bastante alta.

A etapa seguinte foi a separação da NCG em duas partes: a permanente e a sazonal. Como estavam disponíveis quatro dados por ano, para cada empresa, o valor mais baixo de NCG foi considerado como a NCG Permanente, sendo quaisquer valores adicionais considerados como NCG Sazonais. A partir dessa separação, foram identificados os investimentos necessários a cada empresa em cada período: investimentos permanentes, NCG permanente, NCG sazonal e aplicações de excesso de recursos disponíveis (Saldo de Tesouraria Positivo) e, a seguir, as estratégias de financiamento de cada um desses itens, para que pudessem ser identificadas as estratégias gerais de financiamento das empresas (defensiva, ortodoxa, agressiva e arriscada, conforme explicado anteriormente).

Tal como feito anteriormente para os perfis financeiros, a Tabela 6 apresenta o número de vezes que cada estratégia foi adotada por cada empresa, qual foi a predominante e a última estratégia adotada. Na prática, porém, é improvável que sejam encontradas empresas baseadas na estratégia ortodoxa, já que dificilmente haverá uma coincidência perfeita entre estes investimentos e fontes de financiamento. Logo, na prática, só existirão as outras três estratégias.

TABELA 6 – Perfis de Estratégia Adotados pelas Empresas da Amostra entre os Trimestres 2002/1 e 2004/4

Setor	Empresa	Defensiva (I)	Ortodoxa (II)	Agressiva (III)	Arriscada (IV)	Estr. Final
Carnes e Derivados	Avipal	-	-	9	3	III
	Excélsior	6	-	-	6	I
	Sadia	2	-	10	-	III
	Seara	-	-	12	-	III
Laticínios	Parmalat	-	-	-	12	IV
	Vigor	-	-	4	8	IV
Café	Cacique	9	-	2	1	I
	Café Brasília	-	-	-	12	IV
	Iguaçu Café	9	-	3	-	I
Grãos e Derivados	Granóleo	4	-	8	-	III
	Leco	9	-	3	-	III

Fonte: Elaboração própria dos autores, a partir dos dados coletados da Economática\*.

Neste sentido, há um equilíbrio entre a utilização dos três tipos de estratégia na amostra. Todavia, podem ser identificados certos padrões setoriais. No caso do segmento de Carne e Derivados, predomina a estratégia agressiva, sendo parte da NCG Permanente financiada com recursos de curto prazo, em três das quatro empresas (Avipal, Sadia e Seara). A Excélsior é um caso especial. Seguindo a lógica apresentada anteriormente para o perfil financeiro, ela utilizava uma estratégia de alto risco, até a metade de 2003. A partir daí, no entanto, sua estratégia passou a ser mais conservadora que a dos concorrentes analisados (estratégia defensiva), com utilização de recursos de longo prazo, mesmo para o financiamento de parte das NCG sazonais. Apesar dessa semelhança na estratégia, não foram encontradas similaridades nos percentuais de utilização das fontes que financiam o ativo operacional. Na Avipal, há um equilíbrio entre as fontes operacionais e créditos financeiros de curto prazo. Na Excélsior, as primeiras têm predominado. Na Seara, predominam os empréstimos de curto prazo, enquanto a Sadia é caracterizada por um equilíbrio entre as fontes operacionais, financeiras e de longo prazo, com uma ligeira predominância destas.

No segmento de Laticínios, as duas empresas consideradas têm adotado estratégias arriscadas de financiamento, tendo que financiar, inclusive, uma parte dos seus investimentos permanentes com recursos de curto prazo, incorrendo numa incompatibilidade entre os prazos de investimentos e financiamentos, de maneira desfavorável para as empresas. Nota-se, assim, que ambas as empresas não se encontram em boa situação financeira. No caso dos investimentos operacionais, verifica-se a predominância do financiamento por fontes operacionais e uma utilização intensiva dos recursos financeiros de curto prazo.

No segmento de Café, duas das três empresas consideradas (Cacique e Iguazu) têm agido de maneira defensiva, financiando inclusive, parte, de sua NCG Sazonal, com recursos de longo prazo. A vantagem dessa política é a menor dependência das condições de crédito de curto prazo, em um país com a economia volátil, como o Brasil. Naturalmente, em determinados períodos do ano, haverá uma sobra de recursos, que deverá ser direcionada a aplicações financeiras, com vistas a maximizar a rentabilidade. No entanto, nota-se uma diferença entre a forma de financiamento do ativo operacional nas duas empresas. Enquanto na Cacique a predominância é das fontes operacionais, na Iguazu prevalece a utilização de recursos de longo prazo. A exceção do setor é a Café Brasília, que tem sempre utilizado uma estratégia de altíssimo risco, baseada em fontes operacionais, o que, neste caso, não implica em um bom desempenho, uma vez que, aparentemente, ela é baseada na inadimplência aos credores.

Por fim, no setor de Grãos e Derivados, não foram encontrados padrões, o que pode ser explicado pela inclusão de apenas duas empresas na amostra. A Granóleo adota uma estratégia mais agressiva, utilizando-se de recursos de curto prazo para financiar a sua NCG permanente. Já a Leco tem optado por uma estratégia mais defensiva, valendo-se de recursos de longo prazo para financiar, inclusive, a sua NCG sazonal.

## **6. CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Considerando-se a amostra utilizada das empresas, não foi possível encontrar um padrão geral de estratégia de financiamento de suas atividades e, notadamente, de seu capital de giro. Embora os resultados sejam bastante diversificados, puderam ser identificados alguns padrões dentro dos segmentos considerados.

No segmento Carnes e Derivados, três das quatro empresas têm adotado estratégias de financiamento mais agressivas, financiando parte de sua necessidade de capital de giro permanente e toda a NCG sazonal, com recursos de curto prazo, enquanto o restante é financiado com recursos de longo prazo. Esta estratégia envolve, em geral, um volume maior de risco, mas, conforme abordado ao longo do texto, este segmento tem apresentado um excelente desempenho, especialmente em termos de exportações. Com isso, as fontes de financiamento necessárias à manutenção desta estratégia acabam sendo mais facilmente obtidas. A única exceção foi a Excelsior, que conseguiu obter uma grande recuperação financeira, no período analisado, passando de uma empresa de alto risco para uma empresa mais sólida, com uma estratégia de financiamento mais conservadora do que suas concorrentes.

No segmento Laticínios, as duas empresas consideradas não têm apresentado um bom desempenho financeiro. Por conta disso, suas estratégias de financiamento podem ser caracterizadas como arriscadas, já que elas têm utilizado recursos financeiros de curto prazo para financiar seus investimentos permanentes. A adoção desta estratégia leva a uma incompatibilização dos prazos entre os investimentos e financiamentos, sendo que estes terão que ser restituídos antes que os investimentos gerem retorno para a empresa. Não se pode afirmar, contudo, se essa é ou não uma característica do segmento, uma vez que somente foram analisadas duas empresas. Estas, por sua vez, apresentam uma tendência à insolvência.

No segmento Café, duas das três empresas apresentaram estratégias defensivas, com elevada utilização de recursos de longo prazo para financiar seus investimentos, de longo prazo, em NCG permanente, e mesmo em parte de sua NCG sazonal. Com isso, ocorrem sobras de recursos em alguns períodos do tempo,

que são aplicados, de maneira a gerar rentabilidade para a empresa. Aparentemente, estas empresas têm percebido um razoável nível de oscilação nos seus resultados, o que tem levado à adoção desse tipo de estratégia.

Por fim, no segmento Grãos e Derivados, não foi possível a identificação de padrões, uma vez que foram avaliadas apenas duas empresas, com cada uma apresentando resultados distintos. A Granóleo tem adotado estratégias mais agressivas, enquanto a Leco prefere a utilização de uma estratégia mais defensiva.

A despeito da estratégia escolhida, observa-se um bom desempenho do subsetor em geral. Isso mostra que não existe um único padrão de estratégia de financiamento, que conduza a um melhor resultado financeiro, mas, sim, estratégias específicas, que busquem captar as particularidades de cada segmento e, mais especificamente, de cada empresa.

Sendo assim, torna-se essencial para qualquer empresa, independente do setor, uma adequada gestão de suas estratégias de financiamento, procurando conciliar os tipos de investimentos que realizam, com as fontes de recursos disponíveis, levando-se em conta os custos dessas fontes e o risco a elas associado. Assim, consegue-se obter melhores resultados, que permitem a sustentabilidade, no longo prazo, das atividades das empresas e de seus setores.

## 7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANBA Agência de Notícias Brasil-Árabe. Disponível em: <<http://www.anba.com.br/noticia.php?id=7921>>. Acesso em 19 jul 2005.

ASSAF NETO, A. e SILVA, C. A. T. **Administração do Capital de Giro**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

BOVESPA. Bolsa de Valores do Estado de São Paulo. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em 18 jul 2005.

BRASIL, H. V. e FLEURIET, M. **Planejamento Financeiro das Pequenas e Médias Empresas: Um Modelo Integrado**. 2. ed. Belo Horizonte: Fundação Dom Cabral, 1985.

BRIGHAM, E. F., GAPENSKI, L. C. e EHRHARDT, M. C. **Administração Financeira: Teoria e Prática**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

FLEURIET, M., KEHDY, R., BLANC, G. **A Dinâmica Financeira das Empresas Brasileiras: Um Método de Análise, Orçamento e Planejamento Financeiro**. Belo Horizonte: Fundação Dom Cabral, 1978.

IBGE. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br>>. Acesso em 19 Jul 2005.

MAPA. Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento. Disponível em: <<http://www.agricultura.gov.br>>. Acesso em 19 Jul 2005.

MARQUES, J. A. V. C. e BRAGA, R. Análise Dinâmica do Capital de Giro: O Modelo Fleuriet. **Revista de Administração de Empresas**, v.35, n.3, p.49-63, maio/jun. 1995.

MATARAZZO, D. C. Análise Financeira de Balanços: Abordagem Básica e Gerencial. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

NEVES, J. C. **Análise Financeira: Métodos e Técnicas**. Lisboa: Texto, 1989.

ROSS, S. A., WESTERFIELD, R. W. e JORDAN, B. D. **Princípios de Administração Financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

WESTON, J. F., BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da Administração Financeira**. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2000.