

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE OURO PRETO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS E GERENCIAIS
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO**

JÚLIA SANTOS GONÇALVES ARAÚJO

**MODELO FLEURIET: ANÁLISE ECONOMICO-FINANCEIRA DAS EMPRESAS DO
SETOR DE CONSUMO CÍCLIO E SUBSETOR DE COMÉRCIO**

MARIANA/MG
2016

JÚLIA SANTOS GONÇALVES ARAÚJO

**MODELO FLEURIET: ANÁLISE ECONOMICO-FINANCEIRA DAS EMPRESAS DO
SETOR DE CONSUMO CÍCLIO E SUBSETOR DE COMÉRCIO**

Monografia apresentada ao Curso de Administração da Universidade Federal de Ouro Preto, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Administração.

Orientadora: Prof.a MSc. Ana Cristina Miranda Rodrigues

MARIANA/MG
2016

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE OURO PRETO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS E GERENCIAIS
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO**

JÚLIA SANTOS GONÇALVES ARAÚJO

**MODELO FLEURIET: ANÁLISE ECONOMICO-FINANCEIRA DAS EMPRESAS DO
SETOR DE CONSUMO CÍCLIO E SUBSETOR DE COMÉRCIO**

BANCA EXAMINADORA

Prof.a MSc. Ana Cristina Miranda Rodrigues – orientadora

Prof. MSc. Raoni de Oliveira Inácio - membro

Prof.a DSc. Simone Aparecida Simões Rocha - membro

MARIANA/MG
2016

Catálogo na fonte: Bibliotecário: Essevalter de Sousa - CRB6a. - 1407 - essevalter@sisbin.ufop.br

A659m Araújo, Júlia Santos Gonçalves

Modelo Fleuriet análise econômico-financeira das empresas do setor de consumo
cíclico e subsetor de comércio

[CD-ROM]/ Júlia Santos Gonçalves Araújo.-Mariana, MG, 2016.

1 CD-ROM; 4 3/4 pol.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) - Universidade Federal de Ouro Preto,
Instituto de Ciências Econômicas

e Gerenciais DECEG/ICSA/UFOP

JÚLIA SANTOS GONÇALVES ARAÚJO

Monografia apresentada junto ao Curso de Administração da Universidade Federal de Ouro Preto – UFOP, como requisito à obtenção do Título de Bacharel.

COMISSÃO EXAMINADORA



Profa. MSc. Ana Cristina Miranda Rodrigues
Orientadora e Presidente da Banca



Profa. DSc. Simone Aparecida Simões Rocha de Azevedo
Membro Avaliador



Prof. MSc. Raoni de Oliveira Inácio
Membro Avaliador

Mariana, 11 de agosto de 2016.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, a Deus, pois sem ele nada disso seria possível.

Aos meus pais, Maria do Carmo e Gerson, pelo amor, exemplo, compreensão, apoio incondicional e por terem me ensinado a sempre acreditar e lutar pelos meus sonhos!

Ao meu irmão, Giovani, por estar sempre ao meu lado e por todo o ensinamento compartilhado.

À família Oliveira e Araújo, pelo carinho, conselhos e orações.

Ao meu namorado, José Estevão, pelo companheirismo, paciência e incentivo nesses quatro anos de graduação.

As minhas amigas, Joyce e Yasla, por estarem sempre comigo me incentivando. À Arila, Herica e Keliane, pela ajuda e amizade nesses anos de graduação. A turma ADM 12.1 por todos os momentos compartilhados.

A orientadora, Ana Cristina Miranda Rodrigues, pela paciência e pelo conhecimento compartilhado, não só na elaboração deste trabalho, mas durante os quatro anos de graduação.

A todos os docentes do curso de Administração pelos grandes ensinamentos e histórias compartilhadas.

Agradeço também todos aqueles que me apoiaram de alguma forma e fizeram parte dessa realização!

RESUMO

O objetivo do presente trabalho foi comparar a situação econômico-financeira das empresas do setor de consumo cíclico, subsetor de comércio, por meio da aplicação do Modelo Fleuriet. Utilizou-se como referências teóricas a administração do capital de giro e o modelo proposto por Fleuriet. Trata-se de um estudo quantitativo e descritivo, tendo como amostra 15 empresas de tal setor listadas na Bm&fBovespa, com as demonstrações contábeis publicadas no período de 2013 a 2015. Foram comparados os resultados encontrados para as empresas de acordo com os índices propostos no trabalho de Fleuriet, sendo estes a Necessidade de Capital de Giro, o Capital de Giro e o Saldo de Tesouraria, além dos ciclos operacionais e financeiros e o indicador de liquidez. Como resultados, foram evidenciados que as empresas do segmento de Eletrodomésticos apresentaram bons resultados e se mostraram com bons níveis de liquidez. Das empresas do segmento de Produtos Diversos, três mantiveram bons resultados ao longo dos três anos e apenas uma apresentou uma situação de liquidez pior. As empresas do segmento de Tecidos, Vestuário e Calçados, foram as que mostraram os piores resultados, sendo que quatro delas mantiveram os valores positivos, ainda que baixos, e três mantiveram valores negativos. A estrutura de liquidez predominante encontrada em tal subsetor foi a Sólida. Foi feito também uma análise de *Cluster*, onde foram criados grupos de acordo com os resultados encontrados anteriormente. Concluiu-se que o modelo permitiu uma ampla análise da situação econômico-financeira das empresas, podendo ser usado como instrumento permanente de controle.

Palavras-chave: Capital de Giro; Modelo Fleuriet; Liquidez; Análise econômico-financeira.

ABSTRACT

The objective of this study was to compare the financial position of companies in the sector Consumer Cyclical, subsector of Retail, by applying Fleuriet Model. For theoretical references was used the management of working capital and the model proposed by Fleuriet. This is a quantitative and descriptive study, with a sample 15 companies listed on the BM&FBovespa, with the financial statements published by such companies from 2013 to 2015. The results found for the companies were compared according to the model proposed by Fleuriet, which are the Working Capital Requirement, the Working Capital and the Money Balance, in addition to the operational and financial cycles and the liquidity indicator. The results showed that the Companies of Electronics and Household Appliance segment showed good results and showed with good liquidity levels. In the segment of Diversified Retailers, three maintained good results over the three years and only one had a worse liquidity situation. Companies in the segment of Apparel, Fabric and Footwear, showed the worst results, four of which showed positive values, albeit low, and three remained negative. The predominant structure of liquidity found in this subsector was the Solid. It was also made a Cluster analysis, where groups were created according to the results found previously. It may be concluded that that the model had a comprehensive analysis of the economic and financial situation of companies and can be used as a permanent instrument of control.

Keywords: Working Capital; Model Fleuriet; Liquidity; Economic and financial analysis.

LISTA DE FIGURAS

| | |
|---|----|
| Figura 1 – Ciclo econômico e ciclo financeiro..... | 14 |
| Figura 2 – Ciclo financeiro e econômico..... | 15 |
| Figura 3 – Efeito tesoura..... | 19 |
| Figura 4 – Porcentagem das empresas classificadas nas estruturas financeiras..... | 30 |

LISTA DE TABELAS

| | |
|--|----|
| Tabela 1 – Índices do segmento de Eletrodomésticos..... | 22 |
| Tabela 2 – Indicador de Liquidez do segmento de Eletrodomésticos..... | 24 |
| Tabela 3 – Índices do segmento de Produtos Diversos..... | 25 |
| Tabela 4 – Indicador de Liquidez do segmento de Produtos Diversos..... | 26 |
| Tabela 5 – Índices do segmento de Tecidos, Vestuário e Calçados..... | 28 |
| Tabela 6 – Indicador de liquidez do segmento de Tecidos, Vestuário e Calçados..... | 29 |
| Tabela 7 – Cluster, Média e Variância do ano de 2013(em porcentagem)..... | 31 |
| Tabela 8 – Cluster, Média e Variância do ano de 2014(em porcentagem)..... | 32 |
| Tabela 9 – Cluster, Média e Variância do ano de 2015(em porcentagem)..... | 33 |

LISTA DE QUADROS

| | |
|--|----|
| Quadro 1 – Tipos de estrutura e situação financeira..... | 18 |
| Quadro 2 – Tipos de estruturas..... | 18 |
| Quadro 3 – Classificação das empresas a partir das estruturas..... | 29 |

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ACC – Ativo Circulante Cíclico
ACE – Ativo Circulante Errático
ANC – Ativo Não Circulante
CDG – Capital de Giro
ICMS – Imposto Sobre Circulação de Mercadoria e Serviços
ICON – Índice Bm&fBovespa de Consumo
IPI – Imposto sobre Produtos Industrializados
NCG – Necessidade de Capital de Giro
PCC – Passivo Circulante Cíclico
PCE – Passivo Circulante Errático
PMC – Prazo Médio de Cobrança
PME (MP) – Prazo Médio de Estocagem de Matéria-Prima
PMF – Prazo Médio de Fabricação
PMP – Prazo Médio de Pagamento
PMPF – Prazo Médio de Pagamento a Fornecedores
PMV – Prazo Médio de Vendas
PNC – Passivo Não Circulante
T – Saldo de Tesouraria

SUMÁRIO

| | |
|---|----|
| 1 INTRODUÇÃO | 11 |
| 2 REFERENCIAL TEÓRICO | 13 |
| 2.1 ADMINISTRAÇÃO DO CAPITAL DE GIRO..... | 13 |
| 2.2 MODELO FLEURIET | 14 |
| 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS | 21 |
| 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS | 23 |
| 4.1 MODELO FLEURIET | 23 |
| 4.2 ANÁLISE DE CLUSTER..... | 32 |
| 5. CONSIDERAÇÃO FINAIS | 36 |
| REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 38 |

1 INTRODUÇÃO

A administração financeira vem evoluindo nas últimas décadas e, segundo Vieira (2008), vários novos conceitos, ferramentas e instrumentos vêm sendo desenvolvidos para que os executivos se tornem mais capacitados a tomar melhores decisões e implementar programas que criem riqueza para os proprietários, ou seja, implementar programas que tragam retornos pelo menos iguais ou, preferencialmente, superiores ao custo dos capitais utilizados no seu financiamento. Ainda segundo o autor, a administração de capital de giro é um dos temas que vêm recebendo crescente interesse, devido às suas implicações sobre o equilíbrio e a estabilidade financeira da organização.

O capital de giro tem um papel importante no desempenho operacional das empresas, pois, segundo os autores Neto e Silva (2011), tal capital geralmente cobre mais da metade dos ativos totais investidos das mesmas. Uma administração inadequada do capital de giro resulta normalmente em sérios problemas financeiros e contribui efetivamente para a formação de uma situação de insolvência. Ainda segundo os autores, a administração de capital de giro “diz respeito à administração das contas dos elementos de giro, ou seja, dos ativos e passivos correntes e a inter-relação existente entre eles” (2011, p. 15). Neto e Silva afirmam ainda que a definição do volume do capital de giro adotado por cada empresa é determinado por vários fatores, como o volume de vendas, sazonalidade, fatores cíclicos da economia, tecnologia e políticas comerciais, operacionais e financeiras adotadas pela empresa.

Desta forma, Michel Fleuriet desenvolveu em 1977 um trabalho, conhecido como Modelo Fleuriet, com o objetivo de desenvolver técnicas de gerenciamento financeiro para as empresas brasileiras (Jones e Jacinto, 2013). Tal trabalho permite analisar a gestão financeira das empresas através de indicadores. O modelo, segundo Padoveze (2005, p.202), retoma o tema da liquidez e sugere uma abordagem diferente da análise de balanço tradicional. Padoveze afirma ainda que, tal abordagem, tem como objetivo oferecer um modelo de decisão completo para a administração do capital de giro.

Neste contexto, o presente trabalho pretende elaborar uma análise econômico-financeira das empresas brasileiras do setor de consumo cíclico, subsetor comércio, a fim de responder a seguinte pergunta: a partir do Modelo Fleuriet, qual foi a situação financeira das empresas em questão, no período de 2013 a 2015?

O setor de consumo cíclico é composto por empresas que possuem números de demanda e oferta cíclicas, onde a demanda aumenta em determinado período do ano, mas a

oferta não acompanha este movimento, fazendo com que o produto ofertado fique mais caro (InfoMoney, 2012). A escolha de tal setor se deu pelo fato da relevância deste setor no mercado de capitais, motivando a Bm&fBovespa a elaborar o “Índice Bm&fBovespa de Consumo” (ICON) que mede o comportamento das ações das empresas representativas dos setores de consumo cíclico e não cíclico (Cunha e Politelo, 2013, p.213). O subsetor de comércio é composto pelos segmentos de Eletrodomésticos, Produtos diversos, e Tecidos, Caçados e Vestuário. Tal subsetor foi escolhido por, visto que o país está passando por uma crise econômica, tornou-se oportuno o estudo nas empresas de tais segmentos, a fim de evidenciar a situação financeira das mesmas e analisar a evolução de suas contas.

O objetivo principal deste presente trabalho é comparar a situação econômico-financeira das empresas, a partir do Modelo Fleuriet. Especificamente, pretende-se, a partir dos demonstrativos financeiros das empresas: (a) extrair dados referentes à situação econômico-financeira das empresas estudadas; (b) evidenciar a situação financeira das empresas; e (c) analisar e comparar os resultados obtidos.

O presente trabalho se justifica pela importância de se estudar tal assunto por ser um elemento de grande importância na gestão das organizações. Neto (2010) afirma que o capital de giro constitui-se no fundamento básico da avaliação do equilíbrio financeiro de uma empresa. Segundo Neto e Silva, “a definição do montante de capital de giro é uma tarefa com sensíveis repercussões sobre o sucesso dos negócios” (2011, p.13). Os autores afirmam ainda que a administração do capital de giro esteja inserida no contexto das decisões das finanças das empresas, permitindo melhor entendimento de como as organizações geram, aplicam e gerenciam seus recursos financeiros. Ainda segundo os autores, a administração de capital de giro constitui-se num conjunto de regras que tem por objetivo a preservação da saúde financeira da empresa.

Além desta introdução, a pesquisa está organizada em quatro partes subsequentes. A primeira aborda a fundamentação teórica, que trata sobre conceitos gerais de capital de giro e o modelo Fleuriet; a segunda explicita os procedimentos metodológicos; a terceira apresenta e discute os resultados da pesquisa; e a quarta e última parte apresenta as considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Administração do Capital de Giro

Neto e Silva (2011) definem giro como os recursos de curto prazo da empresa, geralmente identificados como aqueles que são convertidos em caixa no prazo de até um ano, e são identificados no ativo circulante e passivo circulante do balanço patrimonial. Já o capital de giro “representa os recursos demandados por uma empresa para financiar suas necessidades operacionais identificadas desde a aquisição de matérias-primas até o recebimento pela venda do produto acabado” (Neto e Silva, 2011, p. 15).

Os elementos que fazem parte do ativo circulante não apresentam sincronização temporal equilibrada em seus níveis de atividade e, desta forma, faz-se necessário o conhecimento integrado de suas evoluções para poder dimensionar adequadamente o investimento necessário em capital de giro (Neto e Silva, 2011, p.15).

O capital de giro pode ser segmentado em permanente ou sazonal. Segundo Neto e Silva, “capital de giro permanente refere-se ao volume mínimo de ativo circulante necessário para manter a empresa em condições normais de funcionamento”, e o capital sazonal “é definido pelas necessidades adicionais e temporais de recursos verificadas em determinados períodos” (2011, p.15).

Neto (2010) afirma que, pela análise dos elementos patrimoniais do capital de giro, são identificados os prazos operacionais, o volume de recursos permanentes que se encontram financiando o giro e as necessidades de investimento operacional.

A gestão do capital de giro pode ser definida como a gestão do conjunto de atividades do sistema da empresa necessárias para gerar produtos e serviços e entregá-los para seus clientes (Padoveze, 2005, p.191).

Braga (1991) afirma que a gestão do capital de giro é extremamente dinâmica e exige a atenção diária dos executivos financeiros, pois qualquer falha nesta área de atuação poderá comprometer a capacidade de solvência da empresa e/ou prejudicar a sua rentabilidade.

Viera (2008, p.40) fala que “a administração do capital de giro tem como objetivo principal a manutenção do equilíbrio financeiro da empresa como forma de garantir a continuidade da atividade operacional e propiciar condições adequadas que favoreçam a sua sobrevivência e o crescimento”.

2.2 Modelo Fleuriet

Braga e Marques (1995) afirmam que Fleuriet descreveu, em seus estudos sobre gestão financeira de empresas, um modelo de análise da dinâmica da situação financeira das organizações. Tal modelo propõe que as contas do ativo e passivo do balanço patrimonial sejam desmembradas. O ativo circulante se subdivide em Ativo Circulante Errático (ACE) e Ativo Circulante Cíclico (ACC). No primeiro segmento se encontram as contas essencialmente financeiras e que não estão relacionadas à atividade operacional da empresa, como caixa, bancos, aplicações financeiras de curto prazo, títulos e valores mobiliários, imposto de renda restituível e crédito contra empresas coligadas. Já no ACC, encontram-se as contas relacionadas à operação da empresa, como estoque de matéria primas, produtos em processos ou acabados, duplicatas e receber, provisão para crédito de liquidação duvidosa e impostos sobre valor agregado a compensar (ICMS e IPI).

Da mesma forma, o passivo circulante subdivide em Passivo Circulante Errático (PCE) e Passivo Circulante Cíclico (PCC). O primeiro segmento é composto por empréstimos e financiamentos bancários de curto prazo, parcela de curto prazo referente a empréstimos de longo prazo, dividendos a pagar e duplicatas descontadas. Já o PCC abrange contas das atividades operacionais espontâneas, como duplicatas a pagar, impostos, salários e encargos sociais.

As outras contas do ativo e do passivo foram agrupadas em Ativo Não Circulante (ANC), que representa a soma do Realizável a Longo Prazo ao Ativo Permanente, e Passivo Não Circulante (PNC), que engloba o Exigível a Longo Prazo e Patrimônio Líquido.

Segundo Vieira (2008, p.74), a lógica da reclassificação do balanço patrimonial “se fundamenta na dinâmica financeira da empresa e reflete o seu ciclo financeiro”. O autor afirma ainda que o ciclo econômico das empresas é caracterizado pelo prazo entre as entradas de matérias-primas (compras) e as saídas de produtos acabados (vendas) e o ciclo financeiro representa o prazo entre as saídas de caixa (pagamentos a fornecedores) e as entradas de caixa (recebimentos de clientes). Tal processo é sintetizado pela Figura 1:

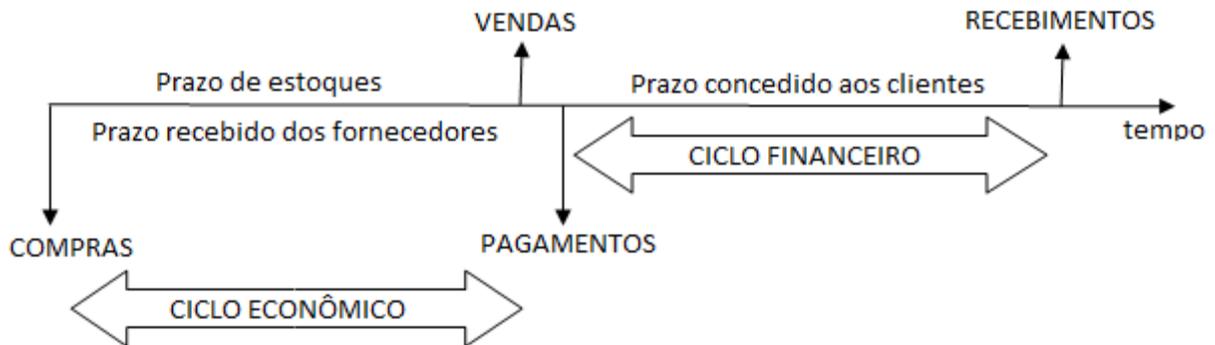


Figura 1 - Ciclo econômico e ciclo financeiro
 Fonte: Vieira (2008, p. 75)

Existe também o ciclo operacional, onde Neto e Silva (2011, p.19) afirmam que tal ciclo se inicia na aquisição da matéria prima para produção e se finaliza no recebimento pela venda do produto final, incorporando sequencialmente todas as fases operacionais presentes no processo empresarial de produção-venda-recebimento.

Os autores afirmam ainda que o ciclo operacional representa o intervalo de tempo em que não ocorrem ingressos de recursos financeiros na empresa, demandando capital para financiá-lo. Já o ciclo financeiro mede exclusivamente as movimentações de caixa, representando o intervalo de tempo que a empresa irá necessitar efetivamente de financiamento para suas atividades. Enquanto o ciclo econômico considera apenas as ocorrências de natureza econômica.

Os três ciclos, econômico, financeiro e operacional, podem ser sintetizados conforme Figura 2.

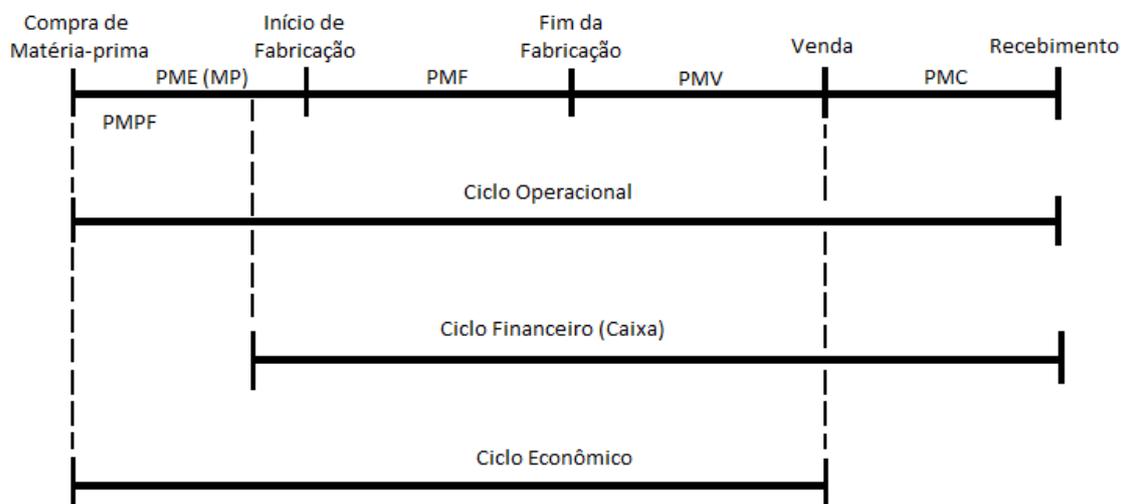


Figura 2 – Ciclo financeiro e econômico
 Fonte: Neto e Silva, 2011, p.21

Onde:

PME (MP) = Prazo Médio de Estocagem de Matéria-prima

PMF = Prazo Médio de Fabricação

PMV = Prazo Médio de Venda

PMC = Prazo Médio de Cobrança

PMPF = Prazo Médio de Pagamento a Fornecedores

Padoveze (2005, p.191) afirma que os ciclos são representados pelos momentos de realização dos eventos principais, em termos de transcorrer de tempo, e que o mais comum é a identificação da duração dos ciclos em dias. Quanto maior o ciclo, maior a necessidade de recursos econômicos necessários para a manutenção das atividades.

O autor afirma ainda que

Há uma necessidade constante de tentar abreviar o tempo de execução das tarefas e atividades, objetivando maior produtividade dos recursos, bem como sua otimização econômica, consumindo menor quantidade de recursos econômicos e, conseqüentemente, tendo menor necessidade de capital e dos custos financeiros envolvidos para obtenção desse capital. (PADOVEZE, 2005, p.192)

Para a mensuração de tais ciclos, são adotadas as seguintes formulas, segundo Braga e Marques (1995):

$$\text{CicloOperacional} = PME + PMC \quad \text{Equação 1}$$

$$\text{CicloFinanceiro} = PME + PMC - PMP \quad \text{Equação 2}$$

Onde:

PME = Estoques / Custo dos Produtos Vendidos

PMC = Duplicatas a Receber / Vendas Líquidas

PMP = Duplicatas a Pagar / Compras

Tais valores podem ser encontrados no Balanço Patrimonial ou na Demonstração de Resultados das empresas. Porém, segundo Borineli e Pimentel (2010), o valor das Compras não é evidenciado nas demonstrações contábeis das empresas. Desta forma, pode se calcular,

de forma arbitrária, com base no custo das mercadorias vendidas, nos estoques iniciais e finais. Assim, para a identificação do valor compras do período, a fórmula é:

$$\text{Compras} = \text{CMV} - \text{EstoqueInicial} + \text{Estoquefinal} \quad \text{Equação 3}$$

Vieira (2008, p.78) menciona que, com o desenvolvimento das operações, surge um “conjunto de aplicações e de fontes para a empresa representada pelas contas reclassificadas no ativo e passivo cíclicos”. Ainda segundo o autor, quando as aplicações são superiores às fontes surge uma aplicação líquida de recursos decorrentes das operações que assumem caráter de longo prazo e tal aplicação, de origem operacional, precisa ser financiada caracterizando uma demanda de recursos. Desta forma, surge a necessidade de capital de giro (NCG), quando as saídas de recursos ocorrem antes das entradas de caixa, ou seja, quando o ciclo financeiro é positivo. O NCG pode ser calculado pela diferença entre as aplicações operacionais (ACC) e as fontes operacionais (PCC), representado pela seguinte fórmula:

$$\text{NCG} = \text{PCC} - \text{ACC} \quad \text{Equação 4}$$

Quando as saídas de caixa ocorrem antes das entradas de caixa, o NCG será positivo, pois o valor do ativo cíclico será superior ao valor do passivo cíclico, representando uma aplicação operacional líquida de recursos. Por outro lado, quando as saídas ocorrem depois das entradas de caixa, o NCG será negativo representando uma fonte operacional líquida para a empresa.

Neto e Silva (2011) afirmam que o nível necessário de investimento em capital de giro é influenciado pelo ciclo financeiro da empresa. Quanto mais longos forem seus prazos, maior a demanda de recursos.

Segundo Viera (2008), as empresas precisam realizar investimentos no giro dos seus negócios para o desenvolvimento normal de suas atividades e tal investimento é representado pela necessidade de capital de giro e reflete o volume de vendas da organização e o perfil do seu ciclo financeiro. A NCG, ainda segundo Vieira, “deve ser financiada pelo saldo líquido das fontes e aplicações de longo prazo”. Tal saldo de longo prazo é denominado de Capital de Giro (CDG), que “representa uma fonte de longo prazo que pode ser utilizada para financiar a NCG de uma empresa”. Dessa forma, o CDG pode ser representado pela seguinte fórmula:

$$\text{CDG} = \text{PNC} - \text{ANC} \quad \text{Equação 5}$$

Caso positivo, ou seja, quando o PNC for maior que o ANC, o CDG representará uma fonte de recursos de longo prazo. Caso o CDG seja negativo, isso representará uma aplicação de longo prazo que precisa ser financiada.

Ainda segundo Vieira (2008, p.86)

Quando os recursos de longo prazo originários do capital de giro não são suficientes para satisfazer à demanda operacional de recursos representada pela NCG, a empresa precisa utilizar fontes de curto prazo, com o objetivo de complementar o financiamento das suas atividades.

Tal fonte de curto prazo é denominada de Saldo de Tesouraria (T), que pode ser representado pela seguinte fórmula:

$$T = ACE - PCE \quad \text{Equação 6}$$

Se o T for negativo, isso significa que o CDG não é suficiente para financiar a NCG, ou seja, que a empresa utiliza de recursos de curto prazo para o financiamento da NCG. Por outro lado, quando T for positivo, indica que a empresa financia toda a NCG com recursos de longo prazo e dispõem de excedente para aplicações de curto prazo.

Vieira (2008, p.87) afirma que, idealmente, a empresa deve sempre dispor de capital de giro para fazer frente às suas necessidades operacionais e que o saldo de tesouraria deve ser usado apenas de forma residual. Desta forma, pode-se dizer que o saldo de tesouraria pode ser também representado pela seguinte fórmula:

$$T = CDG - NCG \quad \text{Equação 7}$$

Vieira (2008, p.89) afirma que o saldo de tesouraria apresenta “uma importante indicação da situação financeira da empresa por ser o resultado das decisões operacionais que produzem a NCG e decisões estratégicas e operacionais que configuram o CDG”.

A partir das variáveis NCG, CDG e T, Braga e Marques (1995) identificou seis situações possíveis para analisar a situação de liquidez das empresas e qualificar a situação financeira da organização. Tais situações estão estruturadas de acordo com o quadro a seguir:

Quadro 1 – Tipos de estrutura e situação financeira

| Estrutura | T | CDG | NCG | Situação de Liquidez |
|------------------|----------|------------|------------|-----------------------------|
|------------------|----------|------------|------------|-----------------------------|

| | | | | |
|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| Tipo 1 | Aplicação (+) | Fonte (+) | Fonte (-) | Excelente |
| Tipo 2 | Aplicação (+) | Fonte (+) | Aplicação (+) | Sólida |
| Tipo 3 | Fonte (-) | Fonte (+) | Aplicação (+) | Insatisfatória |
| Tipo 4 | Fonte (-) | Aplicação (-) | Aplicação (+) | Péssima |
| Tipo 5 | Fonte (-) | Aplicação (-) | Fonte (-) | Muito Ruim |
| Tipo 6 | Aplicação (+) | Aplicação (-) | Fonte (-) | Alto Risco |

Fonte: Braga & Marques (1995).

As estruturas do Quadro 1 podem ser explicadas a partir do Quadro 2.

Quadro 2 – Tipos de estruturas

| | |
|--------------------------------|---|
| Tipo 1 – Excelente | NCG negativa representando fontes de recursos, somado aos recursos de longo prazo proporcionados pelo CDG, são aplicados no curto prazo no saldo de tesouraria ($T > 0$); apresentando excelente liquidez. |
| Tipo 2 – Sólida | NCG positiva apresentando uma aplicação de recursos no curto prazo; porém a CDG consegue financiar a NCG ($CDG > 0$) e o T também é positivo representando uma aplicação, tornando sólida a situação da empresa |
| Tipo 3 – Insatisfatória | NCG positiva, representando uma aplicação de recursos. CDG positiva representando uma fonte de recursos, tornando a situação insatisfatória por precisar de recursos de curto prazo para financiar a NCG. |
| Tipo 4 – Péssima | NCG positiva e CDG negativo, indicando aplicação de recursos, e T negativo indicando fonte de recursos para financiar o CDG e NCG. Nessa situação a empresa poderá ser classificada como insolvente. |
| Tipo 5 – Muito Ruim | NCG, CDG e T negativos. Situação muito ruim, pois a NCG é complementado pelo T para financiar o CDG. |
| Tipo 6 – Alto Risco | NCG e CDG negativa e T positiva. Situação financeira de alto risco, pois a NCG é uma fonte de recursos e CDG está aplicando recursos no curto prazo. |

Segundo Vieira (2008, p.119), “uma terceira informação relevante sobre a situação financeira da empresa é obtida com a determinação da proporção entre o saldo de tesouraria em relação à NCG”:

$$\text{Indicador de Liquidez} = T \div |NCG| \quad \text{Equação 8}$$

Segundo o autor, quanto mais negativo for o valor do indicador, mais recursos de curto prazo estão sendo utilizados pelas empresas e pior tenderá ser a situação financeira da empresa.

Ainda segundo Vieira (2008, p.121) “a avaliação da situação de liquidez da empresa deve ser acompanhada por uma análise da tendência”, que pode ser realizada a partir da verificação da evolução do T em relação à NCG e do cálculo do indicador de liquidez. Quando tal indicador piora significativamente, em decorrência do crescimento do saldo de tesouraria (T) como fonte de recursos, identifica-se a deterioração da situação financeira da empresa, num processo denominado efeito tesoura. Segundo o autor, tal processo acontece

quando há um descompasso entre a evolução das fontes disponíveis de longo prazo (CDG) e as aplicações que precisam ser financiadas (NCG).

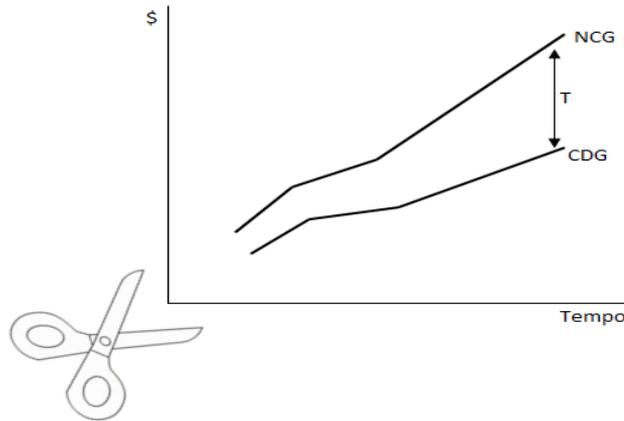


Figura 3 - Efeito tesoura
Fonte: Vieira (2008, p.122)

Vieira (2008) explica que a denominação efeito tesoura decorre do fato de que, visualmente em um gráfico, o processo provoca o afastamento das curvas de NCG e do CDG, produzindo o efeito visual semelhante ao obtido pelas duas partes da tesoura. O espaço entre a NCG e o CDG representa os recursos de curto prazo utilizados no financiamento da NCG.

Neto (2010) afirma que quando uma empresa apresenta, por vários exercícios seguidos, um crescimento da NCG superior ao do CDG, o saldo de disponível negativo se manterá crescente e a empresa estará convivendo com o efeito tesoura. Ainda segundo o autor, que à medida que as necessidades cíclicas de giro são financiadas por dívidas de curto prazo, há uma diferença entre a NCG e o CDG, agravando o efeito tesoura.

Neto (2010, p.191) afirma ainda que esse modelo supera a análise tradicional, revelando evidências do comportamento futuro do equilíbrio financeiro, permitindo ainda uma avaliação do investimento em giro mantido pela empresa em relação a suas necessidades determinadas pelo volume de atividades.

O desenvolvimento do efeito tesoura, de acordo com as fontes de distúrbios na situação financeira da empresa, pode ser decorrente, segundo Vieira (2008), dos seguintes fatores: crescimento muito elevado de vendas, investimentos elevados com retorno a longo prazo, crescimento explosivo do ciclo financeiro, baixa geração de lucros, investimentos com baixo retorno, inflação elevada, distribuição de resultados elevada e redução de vendas.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

De acordo com o objetivo desta pesquisa, pode ser classificada como quantitativa. Segundo Chizzotti (2009, p.52), as pesquisas quantitativas “provêm a mensuração de variáveis preestabelecidas, procurando verificar e explicar sua influência sobre outras variáveis, mediante a análise da frequência de incidências e de correlações estatísticas.”

Quanto ao seu fim, a presente pesquisa se classifica como descritiva. Segundo Gil (2009), as pesquisas descritivas têm como objetivo a descrição das características de determinada população. Vergara (2009) afirma que a pesquisa descritiva expõe características de determinada população, podendo também estabelecer correlações entre variáveis e definir sua natureza.

Quanto aos meios de investigação, é classificada como bibliográfica. Segundo Vergara (2009), a pesquisa bibliográfica é o estudo sistematizado desenvolvido com base em material publicado e acessível ao público em geral.

A amostra desta pesquisa compreendeu originalmente todas as empresas nacionais de capital aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, do setor de consumo cíclico e subsetor comércio, e com demonstrativos contábeis publicados no exercício de 2013 a 2015, totalizando 17 empresas. Dessas 17 companhias, 2 foram excluídas por não apresentarem todos os dados necessários para a realização da pesquisa. Deste modo, a amostra da pesquisa contou com 15 empresas. Os dados utilizados foram secundários e coletados no site da Bm&fBovespa.

Inicialmente, foram extraídos os dados necessários aos cálculos dos indicadores. As contas necessárias aos cálculos foram extraídas dos Balanços Patrimoniais Consolidados encerrados em 31 de dezembro de 2013 a 2015, e dos Demonstrativos de Resultado encerrados no mesmo período.

De posse dos demonstrativos, foram reclassificadas as contas do Ativo e Passivo do Balanço Patrimonial, segundo o modelo proposto por Fleuriet, para serem calculados os índices de Necessidade de Capital de Giro (NCG), Capital de Giro (CDG) e Saldo de Tesouraria (T), utilizando o software Excel 2007®. Foram analisados também os ciclos financeiros e operacionais das empresas, a fim de evidenciar as durações das fases operacionais e financeiras das empresas, e uma análise dos Indicadores de Liquidez sugerido por Vieira (2008), a fim de complementar as análises feitas anteriormente.

Após o cálculo de tais índices, foi feita a classificação das empresas nas estruturas propostas por Braga (1995) para analisar a situação de liquidez das empresas e qualificar a situação financeira da organização.

Por fim, foi feita uma análise de agrupamento (*Cluster*), a partir da variável Necessidade de Capital de Giro (NCG), utilizando o software IBM SPSS Statistics 19®. A análise de agrupamento “tem como objetivo dividir os elementos da amostra em grupos de forma que os elementos pertencentes ao mesmo grupo sejam similares entre si com respeito às variáveis que neles foram medidas” (Mingoti 2007, p.165). As empresas foram reunidas de acordo com a forma com que as mesmas distribuíram seus investimentos entre os índices propostos por Fleuriet. A técnica utilizada foi a hierárquica aglomerativa, o método *between-groups linkage*, a medida de distância euclidiana ao quadrado (*Squared Euclidian distance*) e foram divididos 6 Clusters.

Como o objetivo de tal análise foi agrupar as empresas de acordo com a distribuição de seus investimentos nos índices, foi feito também a transformação dos dados considerando o percentual investido por cada empresa em cada índice.

Após a classificação das empresas em grupos, foi feita uma análise estatística a respeito da porcentagem aplicada por cada empresa em cada índice, de acordo com os grupos criados. Fez-se a opção do cálculo da média e da variância das porcentagens dos índices.

De acordo com os resultados encontrados, procedeu-se a comparação da situação financeira das empresas da amostra.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Modelo Fleuriet

As tabelas a seguir mostram os resultados dos índices de NCG, CDG, T e os Ciclos Operacionais e Financeiros das empresas do setor de consumo cíclico, subsetor de comércio, nos anos de 2013, 2014 e 2015.

Tabela 1 – Índices do segmento de Eletrodomésticos

| Segmento de Eletrodomésticos | | | |
|-------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Magazine Luiza S.A. | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 |
| NCG | -259.743 | 133.693 | -36.146 |
| CDG | 485.733 | 564.474 | 394.399 |
| T | 868.242 | 576.945 | 580.405 |
| Ciclo Operacional | 93,57 | 97,57 | 100,95 |
| Ciclo Financeiro | -15,02 | 9,40 | 1,99 |
| Springer S.A. | | | |
| NCG | 6.571 | 19.834 | 16.745 |
| CDG | 26.482 | 54.410 | 47.062 |
| T | 19.911 | 34.576 | 30.317 |
| Ciclo Operacional | 108,23 | 116,09 | 82,96 |
| Ciclo Financeiro | 64,16 | 89,89 | 60,39 |
| Via Varejo S.A. | | | |
| NCG | -810.000 | 795.000 | 1.112.000 |
| CDG | 1.206.000 | 998.000 | 1.176.000 |
| T | 2.016.000 | 203.000 | 64.000 |
| Ciclo Operacional | 106,65 | 107,25 | 92,94 |
| Ciclo Financeiro | -30,61 | 14,08 | 15,77 |
| Whirlpool S.A. | | | |
| NCG | 200.923 | -244.827 | -412.771 |
| CDG | 568.670 | 773.321 | 1.160.759 |
| T | 1.176.202 | 2.068.423 | 2.973.491 |
| Ciclo Operacional | 109,28 | 100,67 | 100,24 |
| Ciclo Financeiro | 3,22 | -17,31 | -23,02 |

Fonte: Elaborada pela autora.

A partir da análise da Tabela 1, verificou-se que todas as empresas do segmento de eletrodomésticos mantiveram bons resultados financeiros ao longo dos três anos.

O CDG foi positivo nos três anos, o que significa que todas as empresas de tal segmento mantiveram fontes de recursos de longo prazo disponível para financiar a NCG.

O Saldo de tesouraria (T) também foi positivo em todos os anos para todas as empresas, indicando que as empresas dispunham de um excedente para realizar aplicações de curto prazo.

Já o valor da NCG variou de empresa para empresa. A empresa Magazine Luiza teve NCG positiva no ano de 2014, indicando que, no ano em questão, tal empresa precisou de recursos para financiar o giro de suas operações. Em 2013 e 2015 tal saldo foi negativo, evidenciando não haver demanda operacional a ser financiada.

A empresa Springer S.A. manteve o saldo de NCG positiva nos três anos, evidenciando a existência de aplicações operacionais que precisam ser financiadas. Porém a CDG de tal empresa também foi positiva e suficiente para financiar as aplicações operacionais nos três anos, deixando o saldo T para as aplicações de curto prazo.

A Via Varejo teve a NCG positiva em 2013 e 2014, tendo diminuído seu valor consideravelmente (1.112.000 em 2013 para 795.000 em 2014). Em 2015 a conta diminuiu mais e ficou negativa, chegando ao valor de -810.000, indicando que, em tal ano, as operações da empresa passaram a ser geradoras de recursos disponíveis para aplicação.

E por último, a Whirpool teve a NCG negativa em 2013 e 2014. Em 2015 o saldo foi positivo, indicando que a empresa passou a precisar de recursos para financiar o giro de suas operações no ano de 2015.

Analisando o ciclo financeiro das empresas deste segmento, observou-se que as empresas Magazine Luiza e a Via Varejo tiveram um ciclo positivo em 2013 e 2014, mas tal ciclo se tornou negativo em 2015 (-15,02 para a Magazine Luiza e -30,61 para a Via Varejo), evidenciando que, em 2015, tais empresas tiveram o recebimento das vendas dos produtos antes do pagamento de materiais a fornecedores, fornecendo, deste modo, recursos que poderão ser direcionados para outras aplicações.

A empresa Whirpool teve o ciclo financeiro negativo em 2013 e 2014, porém tal ciclo se tornou positivo em 2015, evidenciando que a partir de 2015 a empresa passou a fazer os pagamentos a fornecedores antes do recebimento das vendas.

A empresa Springer manteve o ciclo financeiro positivo nos três anos.

Observou-se também que todas as empresas deste segmento tiveram o ciclo operacional com prazo inferior a um ano, evidenciando que tal ciclo se repete várias vezes ao ano e que as empresas tiveram maior giro para os investimentos operacionais.

Para complementar as análises já feitas, foi calculado o Indicador de Liquidez, proposto por Vieira (2008), para as empresas em questão e foram obtidos os seguintes resultados:

Tabela 2– Indicador de liquidez do segmento de Eletrodoméstico

| Indicador de Liquidez | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 |
|------------------------------|------------|------------|------------|
| Magazine Luiza S.A. | 3,34 | 4,32 | 16,06 |
| Springer S.A. | 3,03 | 1,74 | 1,81 |
| Via Varejo S.A. | 2,49 | 0,26 | 0,06 |
| Whirlpool S.A. | 5,85 | 8,45 | 7,20 |

Fonte: Elaborada pela autora.

Todas as empresas apresentaram indicadores de liquidez positivo, evidenciando tais empresas mantiveram uma posição como aplicadoras líquidas de curto prazo.

A empresa Via Varejo foi a que apresentou, dentre as empresas deste segmento, o resultado mais próximo a zero nos anos de 2013 e 2014, evidenciando uma maior utilização de recursos de curto prazo nos anos em questão, porém teve uma melhora em seu indicador no ano de 2015.

As empresas Magazine Luiza e Whirlpool foram as que apresentaram os maiores valores para o Indicador de Liquidez. Observa-se que, tais empresas, apresentaram baixos valores de NCG, sendo tal índice negativo em alguns anos, o que colocou recursos operacionais aplicados em curto prazo e reforçando, assim, a liquidez de tais empresas.

Tabela 3 – Índices do segmento de Produtos Diversos

| Segmento de Produtos Diversos | | | |
|--------------------------------------|------------|------------|------------|
| B2W – Companhia Digital | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 |
| NCG | 13.395 | 52.791 | 95.640 |
| CDG | 1.995.554 | 920.561 | 1.586.170 |
| T | 1.982.159 | 867.770 | 1.490.530 |
| Ciclo Operacional | 105,32 | 122,07 | 140,68 |
| Ciclo Financeiro | -3,42 | -0,41 | 4,00 |
| Dufry A.G. | | | |
| NCG | 1.551.908 | 1.021.317 | 762.204 |
| CDG | 544.776 | 815.972 | 67.610 |
| T | -1.007.132 | -205.345 | -694.594 |
| Ciclo Operacional | 165,82 | 185,47 | 159,59 |
| Ciclo Financeiro | 92,79 | 104,99 | 91,65 |
| Hypermarcas S.A. | | | |
| NCG | 1.153.936 | 1.771.835 | 1.177.228 |
| CDG | 6.421.437 | 1.836.291 | 1.857.204 |
| T | 5.267.501 | 64.456 | 679.976 |
| Ciclo Operacional | 297,61 | 554,32 | 244,89 |
| Ciclo Financeiro | 242,81 | 415,89 | 136,61 |
| Lojas Americanas | | | |
| NCG | -399.795 | -241.383 | -114.464 |
| CDG | 4.663.077 | 3.545.555 | 3.511.256 |
| T | 5.062.872 | 3.786.938 | 3.625.720 |
| Ciclo Operacional | 139,88 | 136,36 | 143,17 |
| Ciclo Financeiro | -3,50 | -5,66 | -0,36 |

Fonte: Elaborada pela autora.

A partir da análise da Tabela 3, verificou-se que todas as empresas do segmento de produtos diversos também mantiveram o CDG positivo nos três anos, indicando uma fonte de recursos de longo prazo disponível para financiar o NCG.

Já a NCG foi positiva nos três anos para as empresas B2W, Dufry e Hypermarcas, evidenciando a existência de aplicações operacionais que precisam ser financiadas e indicando que as saídas de caixa de tais empresas ocorreram antes das entradas de caixa nos anos em questão.

Já na empresa Lojas Americanas, a NCG foi negativa nos três anos, indicando que as operações de tal empresa são geradoras de recursos disponíveis para aplicações.

O saldo T foi positivo nos três anos para as empresas B2W, Hypermarcas e Lojas Americanas, indicando que as empresas dispõem de um excedente para realizar aplicações de curto prazo.

Já a empresa Dufry teve o saldo T negativo nos três anos. Observou-se também que tal empresa apresentou um valor de CDG inferior ao do NCG, indicando que o CDG não foi suficiente para financiar a NCG e a empresa utilizou recursos de curto prazo para financiar a mesma.

A partir da análise dos ciclos financeiros das empresas, observou-se que a empresa B2W teve um ciclo positivo em 2013, mas tal ciclo se tornou negativo em 2014 e 2015, evidenciando que a partir de 2014 a empresa passou a receber das vendas antes do pagamento a fornecedores.

A empresa Lojas Americanas manteve tal ciclo negativo nos três anos e as empresas Dufry e Hypermarchas mantiveram o ciclo positivo nos três anos.

Observou-se também que as empresas B2W, Dufry e Lojas Americanas mantiveram o ciclo operacional em um período menor que um ano. Já a empresa Hypermarchas apresentou um maior período para o ciclo operacional (244,89 dias em 2013, 554,32 dias em 2014 e 297,61 dias em 2015), sendo que em 2014 tal ciclo foi superior que um ano, evidenciando que tal empresa exige um volume maior de financiamento de capital de giro.

O cálculo dos Indicadores de Liquidez de tais empresas apresentaram os seguintes resultados:

Tabela 4 – Indicador de liquidez do segmento de Produtos Diversos

| Indicador de Liquidez | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 |
|------------------------------|------------|------------|------------|
| B2W | 147,98 | 16,44 | 15,58 |
| Dufry | -0,65 | -0,20 | -0,91 |
| Hypermarchas | 4,56 | 0,04 | 0,58 |
| Lojas Americanas | 12,66 | 15,69 | 31,68 |

Fonte: Elaborada pela autora.

As empresas B2W e Lojas Americanas foram as que apresentaram os maiores valores para o Indicador, evidenciando uma situação de liquidez.

A empresa Dufry apresentou valores negativos para o indicador, evidenciando uma maior utilização de recursos de curto prazo e indicando uma deterioração da situação financeira da empresa. Tal processo aconteceu, pois, o CDG da empresa não foi suficiente para financiar a NCG, utilizando assim de recursos de curto prazo para financiar a NCG.

A partir da análise da Tabela 5, verificou-se que todas as empresas deste segmento apresentaram a NCG e o CDG positivos nos três anos, evidenciando que a NCG de tais empresas são aplicações e recursos e necessitam de recursos para financiar o giro de suas operações, e o CDG é uma fonte de recursos de longo prazo disponível para financiar a NCG.

As empresas Arezzo, Grazziotin, Lojas Hering e Marisa Lojas mantiveram o saldo T positivo nos três anos, evidenciando recursos de curto prazo disponíveis para aplicações.

A empresa Restoque teve o saldo positivo em 2013, mas em 2014 e 2015 o saldo ficou negativo. E as empresas Guararapes e Lojas Renner mantiveram o saldo T negativo nos três anos, evidenciando que a CDG não foi suficiente para financiar a NCG, necessitando, desta forma, de recursos de curto prazo.

Analisando o ciclo financeiro de tais empresas, observou-se que todas as empresas mantiveram tal ciclo positivo, evidenciando que tais empresas demandam recursos que precisam ser financiadas.

A empresa Guararapes foi a que apresentou o maior ciclo financeiro (203,83 em 2013, 267,56 em 2014 e 202,21 em 2015), evidenciando uma demanda maior de recursos que precisam ser financiados.

O ciclo operacional de tais empresas apresentou um período menor do que um ano, exceto no ano de 2014 em que a empresa Restoque apresentou um ciclo de 483,81 dias, evidenciando um maior volume de financiamento do capital de giro.

Tabela 5–Índices do segmento de Tecidos, Vestuário e Calçados

| Segmento de Tecidos, calçados e vestuários | | | |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|
| Arezzo Indústria e Comércio S.A. | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 |
| NCG | 305.930 | 285.599 | 280.855 |
| CDG | 467.431 | 439.850 | 409.233 |
| T | 185.241 | 168.733 | 143.986 |
| Ciclo Operacional | 149,85 | 153,55 | 149,56 |
| Ciclo Financeiro | 114,11 | 112,50 | 126,58 |
| Grazziotin S.A. | | | |
| NCG | 151.083.410 | 173.394.579 | 125.149.199 |
| CDG | 219.286.694 | 200.117.706 | 175.874.140 |
| T | 68.203.284 | 26.723.127 | 50.724.941 |
| Ciclo Operacional | 261,93 | 290,74 | 280,44 |
| Ciclo Financeiro | 179,91 | 187,61 | 139,84 |
| Guararapes Confeções S.A. | | | |
| NCD | 2.528.851 | 2.394.149 | 1.656.459 |
| CDG | 1.416.233 | 1.920.305 | 1.378.415 |
| T | -1.112.618 | -473.844 | -278.044 |
| Ciclo Operacional | 286,27 | 312,88 | 256,43 |
| Ciclo Financeiro | 202,21 | 267,56 | 203,83 |
| Lojas Hering S.A. | | | |
| NCG | 562 | 444 | 504 |
| CDG | 1.556 | 1.208 | 1.254 |
| T | 994 | 764 | 750 |
| Ciclo Operacional | 102,56 | 90,19 | 101,93 |
| Ciclo Financeiro | 86,46 | 74,26 | 87,97 |
| Lojas Renner S.A. | | | |
| NCG | 2.132.695 | 1.863.133 | 1.537.299 |
| CDG | 1.402.084 | 1.461.783 | 1.068.673 |
| T | -730.611 | -401.350 | -468.626 |
| Ciclo Operacional | 239,04 | 255,18 | 246,81 |
| Ciclo Financeiro | 160,03 | 166,18 | 158,48 |
| Marisa Lojas S.A. | | | |
| NCG | 887.549 | 1.048.163 | 1.010.345 |
| CDG | 1.031.984 | 1.052.075 | 1.003.249 |
| T | 212.963 | 76.056 | 52.414 |
| Ciclo Operacional | 160,91 | 180,95 | 188,05 |
| Ciclo Financeiro | 118,53 | 132,13 | 131,88 |
| Restoque Comércio e Confeções de Roupas | | | |
| NCG | 219.676 | 253.159 | 83.645 |
| CDG | 74.877 | 228.120 | 239.914 |
| T | -144.799 | -25.039 | 156.269 |
| Ciclo Operacional | 235,73 | 483,81 | 266,90 |
| Ciclo Financeiro | 125,39 | 353,51 | 137,28 |

Fonte: Elaborada pela autora.

O cálculo dos Indicadores de Liquidez de tais empresas apresentaram os seguintes resultados (Tabela 6).

Tabela 6 – Indicador de Liquidez do segmento de Tecidos, Vestuário e Calçados

| Indicador de Liquidez | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|
| Arezzo Indústria e Comércio S.A. | 0,61 | 0,59 | 0,51 |
| Grazziotin S.A. | 0,45 | 0,15 | 0,41 |
| Guararapes Confecções S.A. | -0,44 | -0,20 | -0,17 |
| Lojas Hering S.A. | 1,77 | 1,72 | 1,49 |
| Lojas Renner S.A. | -0,34 | -0,22 | -0,30 |
| Marisa Lojas S.A. | 0,24 | 0,07 | 0,05 |
| Restoque Comércio e Confecções de Roupas | -0,66 | -0,10 | 1,87 |

Fonte: Elaborado pela autora

As empresas de tal segmento foram as que apresentaram, em geral, um menor valor para o Indicador de Liquidez.

As empresas Guararapes e Lojas Renner foram as que apresentaram um valor negativo nos três anos, indicando que tais empresas tem um índice de liquidez baixo. A empresa Restoque tinha um valor para o índice em 2013, mas a partir de 2014 passou a apresentar um valor negativo, indicando uma piora na situação financeira da empresa.

A empresa Lojas Hering foi a que apresentou o maior valor para o índice.

O Quadro 3 apresenta as estruturas em que cada empresa se enquadra, de acordo com o Quadro 1 proposto por Braga e Marque (1995) e apresentado anteriormente:

Quadro3 – Classificação das empresas a partir das estruturas

| Estruturas | 31/12/2015 | 31/12/2014 | 31/12/2013 |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|
| Magazine Luiza S.A. | Excelente | Sólida | Excelente |
| Springer S.A. | Sólida | Sólida | Sólida |
| Via Varejo S.A. | Excelente | Sólida | Sólida |
| Whirlpool S.A. | Sólida | Excelente | Excelente |
| B2W – Companhia Digital | Sólida | Sólida | Sólida |
| Dufry A.G. | Insatisfatória | Insatisfatória | Insatisfatória |
| Hypermarcas S.A. | Sólida | Sólida | Sólida |
| Lojas Americanas | Excelente | Excelente | Excelente |
| Arezzo Indústria e Comércio S.A. | Sólida | Sólida | Sólida |
| Grazziotin S.A. | Sólida | Sólida | Sólida |
| Guararapes Confecções S.A. | Insatisfatória | Insatisfatória | Insatisfatória |
| Lojas Hering S.A. | Sólida | Sólida | Sólida |
| Lojas Renner S.A. | Insatisfatória | Insatisfatória | Insatisfatória |
| Marisa Lojas S.A. | Sólida | Sólida | Sólida |
| Restoque Comércio e Confecções de Roupas | Insatisfatória | Insatisfatória | Sólida |

Fonte: Elaborado pela autora

Apenas três estruturas foram evidenciadas neste trabalho: Excelente (Tipo 1), Sólida (Tipo 2) e Insatisfatória (Tipo 3).

As empresas Dufry S.A., Guararapes Confecções S.A e Lojas Renner S.A. apresentaram a estrutura Insatisfatória nos três anos. A NCG positiva indica que as empresas precisaram de recursos para financiar o giro de suas operações, porém o CDG não foi suficiente para financiar a mesma evidenciando, assim, o T negativo, onde mostra que as empresas tiveram uma estrutura que depende de empréstimos de curto prazo para financiar suas operações. Tal situação indica uma situação de solvência mais frágil.

As empresas Springer, B2W, Hypermarchas, Arezzo, Grazziotin, Lojas Hering e Marisa lojas apresentaram a estrutura Sólida nos três anos, evidenciando que tais empresas dispunham de recursos de longo prazo suficientes para financiar a NCG e ainda dispõe de um recurso de curto prazo. Tal estrutura evidencia uma situação confortável para tais empresas.

A empresa Lojas Americanas apresentou a estrutura Excelente os três anos, evidenciando que tal empresa apresentou um alto nível de liquidez. A NCG negativa indica que a empresa não havia recursos para serem financiados e, juntamente com o CDG positivo, aplicam recursos no saldo T, indicando aplicação de recursos.

A empresa Restoque apresentou a estrutura Sólida em 2013, mas nos anos de 2014 e 2015 passou para Insatisfatória, por passar a apresentar o T negativo em tais anos, demandando recursos de curto prazo para financiar a NCG.

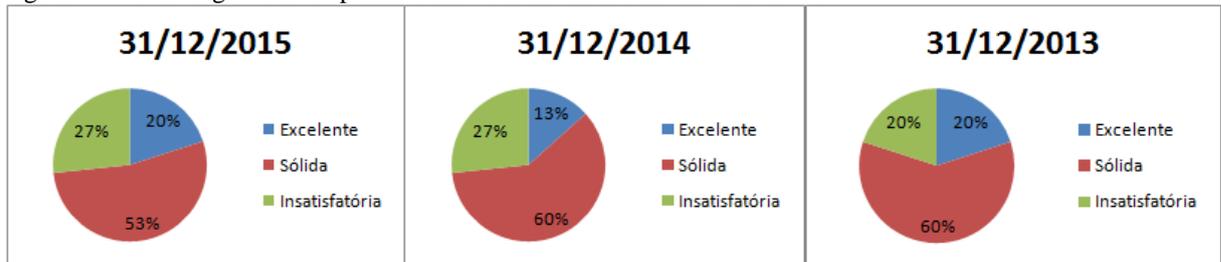
A empresa Magazine Luiza apresentou a estrutura Excelente em 2013, passou para Sólida em 2014 e em 2015 voltou para Excelente.

A empresa Via Varejo apresentou a estrutura Sólida em 2013 e 2014 e passou para Excelente em 2015, por apresentar a NCG negativa em tal ano, evidenciando uma sobra de recursos para o giro.

A empresa Whirpool apresentou a estrutura Excelente em 2013 e 2014, passando para Sólida em 2015.

A partir da Tabela 4, foi possível apresentara Figura 4.

Figura 4 – Porcentagem das empresas classificadas nas estruturas financeiras



Fonte: De autoria do autor

A partir da Figura 4, foi possível observar que estrutura predominante no subsetor de comércio é a sólida, tendo 60% das empresas em 2013 e 2014, com redução para 53%, em 2015. A estrutura insatisfatória cresceu de 2013 para 2014 (20% para 27%), mantendo o percentual em 2015 (27%). A estrutura Excelente diminuiu de 20% para 13% de 2013 para 2014, respectivamente, retornando para 20%, em 2015.

No geral, pode-se observar que a maioria das empresas não alterou as estruturas no decorrer dos três anos, sendo que 9 das 15 empresas mantiveram a mesma estrutura durante os três anos.

4.2 Análise de Cluster

A Tabela 7 mostra os resultados encontrados na análise de *Cluster* para o ano de 2013:

Tabela 7 – Cluster, Média e Variância do ano de 2013 (em porcentagem)

| Cluster | Membros | Média NCG | Média CDG | Média T | Variância NCG | Variância CDG | Variância T |
|---------|---|-----------|-----------|---------|---------------|---------------|-------------|
| 1 | Magazine Luiza, Lojas Americanas, B2W | -0,82 | 47,34 | 53,48 | 3,50 | 4,61 | 7,59 |
| 2 | Springer, Lojas Hering, Restoque | 18,44 | 50,00 | 31,56 | 1,44 | 0,00 | 1,44 |
| 3 | Via Varejo, Hypermarcas, Arezzo, Grazziotini, Marisa Loja | 39,43 | 49,52 | 11,05 | 8,05 | 0,67 | 7,82 |
| 4 | Whirlpool | -11,09 | 31,19 | 79,90 | - | - | - |
| 5 | Dufry | 563,68 | 50,00 | -513,68 | - | - | - |
| 6 | Guararapes, Lojas Renner | 66,00 | 50,00 | -16,00 | 8,37 | 0,00 | 8,37 |

Fonte: Elaborado pela autora

Observou-se que o *Cluster1* foi formado por empresas que apresentaram valores próximos a zero e até mesmo negativos para a NCG, apresentando uma média negativa para tal índice, e indicando uma fonte operacional líquida para tais empresas.

Já as empresas que formaram o *Cluster2* apresentaram uma média de 18,44% de investimentos na NCG e 31,56% de saldo de tesouraria.

As empresas que formaram o *Cluster3* apresentaram uma média maior de investimento em NCG (39,43%) e uma média menor no saldo T (11,05%).

O *Cluster4* foi formado pela empresa Whirlpool, que apresentou o menor valor para a NCG (-11,09%), indicando que foi a empresa que apresentou mais fonte operacional disponível para a empresa.

O *Cluster5* foi formado pela empresa Dufry que apresentou o maior valor para a NCG (média de 563,68%), uma baixa média para a CDG (50%) e um saldo T negativo (-513,68%), indicando uma situação financeira ruim.

O *Cluster6* foi formado por empresas que apresentaram uma média de 66% de investimentos em NCG, uma média menor para a CDG (50%), o que tornou o saldo T negativo (-16%).

Para o ano de 2014, foram encontrados os seguintes valores:

Tabela 8 – Cluster, Média e Variância do ano de 2014 (em porcentagem)

| Cluster | Membros | Média NCG | Média CDG | Média T | Variância NCG | Variância CDG | Variância T |
|---------|---|-----------|-----------|---------|---------------|---------------|-------------|
| 1 | Magazine Luiza, Lojas Americanas, B2W | 3,32 | 48,08 | 48,59 | 6,95 | 3,31 | 4,27 |
| 2 | Springer, Lojas Hering | 18,30 | 50,00 | 31,70 | 0,11 | 0,00 | 0,11 |
| 3 | Via Varejo, Hypermarcas, Grazziotini, Marisa Loja | 44,89 | 49,58 | 5,52 | 4,08 | 0,83 | 3,71 |
| 4 | Whirlpool | -9,43 | 29,78 | 79,64 | - | - | - |
| 5 | Dufry, Guararapes, Lojas Renner, Restoque | 61,03 | 50,00 | -11,03 | 3,75 | 0,00 | 3,75 |
| 6 | Arezzo | 31,94 | 49,19 | 18,87 | - | - | - |

Fonte: Elaborado pela autora

Os *Clusters* formados em 2014 mantiveram o mesmo padrão dos *Clusters* de 2013.

O *Cluster 1* foi formado por empresas com baixos valores para a NCG (média de 3,32%). Os *Clusters 2, 3 e 6* foram formados por empresas que apresentaram valores médios para o NCG (18,30%, 44,89% e 31,94% respectivamente) e valores de CDG que conseguiram cobrir a NCG (50%, 49,58% e 49,19% respectivamente). O *Cluster 5* foi formado por empresas que apresentaram um valor de CDG (média de 50%) menor que o valor da NCG (média de 61,03%), o que tornou o saldo T negativo (-11,03%), indicando uma situação financeira insatisfatória. E o *Cluster 4* foi formado pela empresa que apresentou o menor valor para a NCG (-9,43%).

A empresa Restoque teve um aumento significativo na NCG, o que fez tal empresa mudar do *Cluster 2* para o *Cluster 5* em 2014. As empresas Guararapes e Lojas Renner tiveram uma queda na NCG, o que fizeram tais empresas passarem também para o *Cluster 5*. A empresa Arezzo também teve uma queda na NCG e por apresentar uma média menor que as empresas do *Cluster 5* (que apresentou uma média de 61,03% para a NCG), tal empresa ficou isolada no *Cluster 6*, apresentando uma média de 31,94% para a NCG.

Para 2015 foram encontrados os seguintes valores:

Tabela 9 – Cluster, Média e Variância do ano de 2015 (em porcentagem)

| Cluster | Membros | Média NCG | Média CDG | Média T | Variância NCG | Variância CDG | Variância T |
|---------|---|-----------|-----------|---------|---------------|---------------|-------------|
| 1 | Magazine Luiza, Via Varejo | -28,66 | 47,19 | 81,46 | 6,96 | 3,97 | 2,99 |
| 2 | Springer, Lojas Americanas, B2W, Hypermarchas, Lojas Hering | 6,91 | 50,12 | 42,97 | 8,76 | 0,26 | 8,93 |
| 3 | Whirlpool | 10,33 | 29,22 | 60,45 | - | - | - |
| 4 | Dufry, Restoque | 144,56 | 50,00 | -94,56 | 3,01 | 0,00 | 3,01 |
| 5 | Arezzo, Grazziotini, Marisa Lojas | 35,99 | 49,05 | 14,95 | 5,03 | 0,84 | 4,70 |
| 6 | Lojas Renner, Guararapes | 82,67 | 50,00 | -32,67 | 9,35 | 0,00 | 9,35 |

Fonte: Elaborado pela autora

Os padrões dos *Clusters* mudaram totalmente de 2014 para 2015.

O *Cluster 1* passou a ser formado pelas empresas que apresentaram os menores valores para a NCG, apresentando uma média de -28,66%.

O *Cluster 2* foi formado por empresas que apresentaram valores um pouco maiores para a NCG (média de 6,91%). Os *Clusters 3* e *5* apresentaram valores médios para a NCG (10,33% e 35,99% respectivamente).

O *Cluster 4* foi formado por empresas que apresentaram a maior média para a NCG (144,56%), sendo que a CDG não foi suficiente para cobrir tal valor, sendo necessário a utilização do saldo T (média de -94,56%).

O *Cluster 6* foi formado por empresas que apresentaram um valor negativo para o saldo T (média de -32,67%), por o CDG não ser suficiente para cobrir a NCG.

A empresa Via Varejo teve uma grande queda no valor do NCG tornando seu valor negativo e passou do *Cluster 3* para o *Cluster 1* em 2015.

As empresas Dufry e Restoque tiveram um aumento no valor do NCG e no saldo T, aumentando a média da NCG de 61,03% para 144,56% e o saldo T de -11,03% para -94,56%, passando do *Cluster 5* para o *Cluster 4* em 2015.

De acordo com os valores encontrados para a variância nos três anos em questão, pode-se observar que os *Clusters* foram formados de forma consistentes, pois ao olhar em relação à porcentagem, os dados referentes a cada índice não obtiveram grandes valores de variância.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como objetivo analisar e comparar a situação econômico-financeira de empresas nacionais do setor de consumo cíclico e subsetor de comércio e com demonstrativos contábeis publicados no exercício de 2013 a 2015. A questão que norteou o presente trabalho foi: a partir do Modelo Fleuriet, qual foi a situação financeira das empresas em questão, no período de 2013 a 2015?

A partir da aplicação do Modelo Fleuriet, evidenciou que a grande maioria das empresas analisadas apresentou bons resultados financeiros, sendo que onze das quinze empresas da amostra apresentaram o CDG maior que o NCG ao longo dos três anos, evidenciando que os recursos de longo prazo foram suficientes para financiar a necessidade de capital de giro. Já as outras quatro empresas apresentaram o CDG insuficiente para financiar a NCG, necessitando, dessa forma, de recursos de curto prazo para financiar suas atividades.

Comparando os indicadores de liquidez encontrados, as empresas Dufry, Guararapes e Lojas Renner foram as que apresentaram os piores indicadores de liquidez, apresentando um valor negativo, o que evidencia uma deterioração da situação financeira de tais empresas. Enquanto que as empresas Magazine Luiza, Whirlpool e B2W foram as que apresentaram os melhores valores para o indicador de liquidez, evidenciando que tais empresas não utilização de recursos de curto prazo para financiar suas atividades.

De acordo com os ciclos apresentados, as empresas Magazine Luiza, Via Varejo, Whirlpool, B2W Confecções e Lojas Americanas foram as que apresentaram os melhores resultados para o ciclo financeiro. Tais empresas apresentaram valores pequenos ou menores que zero para tal ciclo, o que indica que tais empresas recebem os valores das mercadorias vendidas antes de pagar aos fornecedores, no caso das empresas que apresentaram valores negativos, ou demoram poucos dias para receber o valor das vendas após pagar aos fornecedores. As empresas Hypermarchas, Guararapes e Retoque foram as que apresentaram os maiores valores para o ciclo financeiro.

Na análise das estruturas de liquidez, foram encontradas as estruturas Excelente, Sólida e Insatisfatória no presente trabalho. A estrutura que predominou para tal subsetor foi a Sólida, apresentando 60% das empresas em 2013 e 2014 e 53% em 2015. Tal fato revela que a maioria das empresas mantém uma boa situação de liquidez, mantendo o CDG suficiente para financiar a NCG e o saldo T como aplicações de curto prazo.

Na análise dos Clusters, foram encontrados agrupamentos de acordo com a distribuição dos investimentos das empresas nos índices analisados anteriormente, considerando o percentual investido por cada empresa em cada índice. Pode-se confirmar, por meio da análise dos *Clusters* formados, as análises feitas anteriormente, onde as empresas com melhores resultados e melhores índices ficaram no mesmo grupo e as empresas com resultados piores ficaram em outro grupo. Não houve grande variação entre as variáveis dos Clusters, o que valida os agrupamentos formados.

Portanto, respondendo ao questionamento desta pesquisa, no período de 2013 a 2015, onze das quinze empresas estudadas apresentaram bons resultados financeiros e apenas quatro empresas apresentaram resultados insatisfatórios. A partir das análises apresentadas, evidenciou-se também que o modelo permitiu uma ampla análise da situação econômico-financeira das empresas, avaliando a liquidez e solvência das mesmas e podendo ser usado como instrumento permanente de controle.

Quanto às limitações deste trabalho, pode-se citar a carência de dados e informações para uma análise mais completa e precisa da situação financeira das empresas, e as limitações teóricas que dão base ao estudo, evidenciando uma carência na base teórica utilizada.

Como sugestão de trabalhos futuros, propõe-se uma análise mais ampla, com um horizonte de tempo maior e com empresas de mais segmentos deste setor, para que se possa evidenciar uma possível tendência para as empresas de tal setor.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BORINELI, M. L.; PIMENTEL, R. C. **Curso de contabilidade para gestores, analistas e outros profissionais**. São Paulo: Atlas, 2010.
- BRAGA, R. **Análise avançada do capital de giro**. Caderno de Estudos. São Paulo, Fipecafi, v.3, p. 1-34, 1991.
- BRAGA, R.; MARQUES, J. A. V. C. Análise dinâmica do capital de giro: o modelo Fleuriet. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, v.35, n.3, 49-63, maio/jun, 1995.
- CHIZZOTTI, A. **Pesquisa em ciências humanas e sociais**. 10. ed. São Paulo: Cortez, 2009.
- CUNHA, P. R.; POLITELO, L. Determinantes do nível de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto do setor de consumo cíclico Bm&fBovespa. *Advances in Scientific and Applied Accounting*. São Paulo, v.6, n.2, p. 211-235. 2013.
- GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- INFOMONEY. **Ações de consumo, cíclicas, de valor: conheça suas características**. 2012. Disponível em <http://www.infomoney.com.br/onde-investir/acoes/noticia/2506841/acoes-consumo-ciclicas-valor-conheca-suas-caracteristicas>. Acesso em 4 de jun. 2016.
- JONES, G. D. C.; JACINTO, A. C. O. Análise da gestão dos investimentos em capital de giro por meio do modelo Fleuriet em uma empresa do Agronegócio: um estudo de caso. **Revista em Agronegócios e Meio Ambiente**, 6(1), 9-30, jan/abr. 2013.
- MIGINGOTI, S. A. **Análise de dados através de métodos de estatística multivariada: Uma abordagem aplicada**. Belo Horizonte: Editora UFMG, 2007.
- NETO, A. A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 9a ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- NETO, A. A.; SILVA, C. A. T. **Administração do capital de giro**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2011.
- PADOVEZE, C. L. **Introdução à administração financeira**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2005.
- VERGARA, S. C. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- VIEIRA, M. V. **Administração estratégica do capital de giro**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008.