CENTRO UNIVERSITÁRIO PARA O DESENVOLVIMENTO DO ALTO VALE DO ITAJAÍ – UNIDAVI

PAULA MÜLLER BALDEGA

ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS NA GESTÃO DO CAPITAL DE GIRO UTILIZANDO O MÉTODO DE FLEURIET

RIO DO SUL
2020

CENTRO UNIVERSITÁRIO PARA O DESENVOLVIMENTO DO ALTO VALE DO ITAJAÍ - UNIDAVI

PAULA MÜLLER BALDEGA

ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS NA GESTÃO DO CAPITAL DE GIRO UTILIZANDO O MÉTODO DE FLEURIET

Trabalho de Conclusão de Curso a ser apresentado ao curso de Ciências Contábeis, da Área das Ciências Socialmente Aplicáveis, do Centro Universitário para o Desenvolvimento do Alto Vale do Itajaí, como condição parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Prof. Orientador: Mª. Cátia Heinzen

RIO DO SUL
2020

CENTRO UNIVERSITÁRIO PARA O DESENVOLVIMENTO DO ALTO VALE DO ITAJAÍ - UNIDAVI

PAULA MÜLLER BALDEGA

ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS NA GESTÃO DO CAPITAL DE GIRO UTILIZANDO O MÉTODO DE FLEURIET

Trabalho de Conclusão de Curso a ser apresentado ao curso de Ciências Contábeis, da Área das Ciências Socialmente Aplicáveis, do Centro Universitário para o Desenvolvimento do Alto Vale do Itajaí - UNIDAVI, a ser apreciado pela Banca Examinadora, formada por:

_____

Professor Orientador: Mª. Cátia Heinzen

Banca Examinadora:

_____

Prof.

_____

Prof.

Rio do Sul, 12 de dezembro de 2020.

Os que se encantam com a prática sem a ciência são como os timoneiros que entram no navio sem timão nem bússola, nunca tendo certeza do seu destino (Leonardo da Vinci).

Para meu anjo da guarda, pela proteção e bênçãos que recebo todos os dias.
Para meu amado Rodinei, por todo carinho e dedicação, inclusive nos momentos mais difíceis;
E, para meus amigos, que sempre procuraram me lembrar que no fim tudo daria certo.

AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha orientadora, pela paciência e apoio na orientação deste trabalho.
A todos os professores, pelo conhecimento proporcionado durante o curso.
E, aos demais envolvidos, que de algum modo tornaram isso possível.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo analisar a influência que a distribuição de dividendos tem na gestão do capital de giro das vinte maiores empresas brasileiras de capital aberto, conforme a 17ª edição do ranking anual da Forbes Global 2000, publicada em 2019. A importância do capital de giro origina-se do fato de que, independentemente do tamanho da empresa, é necessário que estas sempre tenham recursos disponíveis, pois podem ocorrer desencontros entre os prazos de recebimentos e pagamentos. Estes recursos são investidos na atividade desenvolvida pela empresa, podendo ser influenciados por diversos fatores internos e externos. A estrutura de financiamento, recursos próprios ou de terceiros, pode variar muito entre empresas, e a má administração destes recursos pode ser prejudicial. Os resultados de uma Sociedade Anônima são distribuídos entre instituições financeiras, governo e acionistas, sendo que este último tem direito a receber dividendos obrigatórios, conforme a lei 6.404/76. Para compreender esta influência, foi utilizado o método de Fleuriet, que surgiu com a necessidade de aprimorar a análise tradicional. O modelo dinâmico propõe que seja feita a reclassificação das contas circulantes do balanço patrimonial, segregando-as de acordo com a natureza financeira ou operacional. Partindo-se disto, foram identificadas as demonstrações contábeis de cada empresa de 2015 a 2019, reclassificados os balanços e calculado o capital de giro efetivamente realizado no ano e a provisão do capital de giro com base na variação do ativo não circulante, do resultado da empresa e do valor de dividendos aprovado em assembleia e pago no ano posterior, entre outros indicadores complementares para a análise. No entanto, para obter resultados mais assertivos foi necessário excluir oito empresas, sendo utilizadas na análise apenas as demais. Com base nisso, foi possível observar que as empresas que sofreram maior influência no período analisado foram a Sabesp S.A., o GPA S.A., a Cielo S.A., a Braskem S.A. e a Petrobras Distribuidora S.A.. Além disso, não houve impacto nulo em nenhum dos anos e em algumas empresas foi visto uma maior desigualdade entre o valor dos dividendos distribuídos e o valor da diferença da disponibilidade de capital de giro efetiva e provisionada. Por meio dos resultados dessa pesquisa não foi possível afirmar que o pagamento de dividendos é inteiramente responsável por influenciar negativamente a disponibilidade de capital de giro, o que poderia ter ocorrido também em razão de outras variáveis.

Palavras-Chave: Capital de giro. Método de Fleuriet. Distribuição de dividendos.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Balanço classificado de acordo com o Método de Fleuriet 23

Quadro 2 – Estrutura financeira 38

Quadro 3 – Situação financeira 39

Quadro 4 – Resumo da influência da distribuição de dividendos no capital de giro 71

Quadro 5 – Resumo da situação financeira das empresas 72

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Resumo do modelo dinâmico: Cia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo / Sabesp S.A. 47

Tabela 2 – Capital de giro antes e depois da distribuição de dividendos: Sabesp S.A. 47

Tabela 3 – Outros indicadores: Sabesp S.A. 48

Tabela 4 – Resumo do modelo dinâmico: Cia Energética de Minas Gerais / Cemig Distribuição S.A. 49

Tabela 5 – Capital de giro antes e depois da distribuição de dividendos: Cemig Distribuição S.A. 50

Tabela 6 – Outros indicadores: Cemig Distribuição S.A. 50

Tabela 7 – Resumo do modelo dinâmico: Suzano S.A. 51

Tabela 8 – Capital de giro antes e depois da distribuição de dividendos: Suzano S.A. 52

Tabela 9 – Outros indicadores: Suzano S.A. 52

Tabela 10 – Resumo do modelo dinâmico: Cia Brasileira de Distribuição / GPA S.A. 53

Tabela 11 – Capital de giro antes e depois da distribuição de dividendos: GPA S.A. 54

Tabela 12 – Outros indicadores: GPA S.A. 54

Tabela 13 – Resumo do modelo dinâmico: Ultrapar Participações S.A. 55

Tabela 14 – Capital de giro antes e depois da distribuição de dividendos: Ultrapar Participações S.A. 56

Tabela 15 – Outros indicadores: Ultrapar Participações S.A. 56

Tabela 16 – Resumo do modelo dinâmico: Cia Paulista de Força e Luz / CPFL Energia S.A. 57

Tabela 17 – Capital de giro antes e depois da distribuição de dividendos: CPFL Energia S.A. 58

Tabela 18 – Outros indicadores: CPFL Energia S.A. 58

Tabela 19 – Resumo do modelo dinâmico: Cielo S.A. 59

Tabela 20 – Capital de giro antes e depois da distribuição de dividendos: Cielo S.A. 60
Tabela 21 – Outros indicadores: Cielo S.A. 60
Tabela 22 – Resumo do modelo dinâmico: Braskem S.A. 61
Tabela 23 – Capital de giro antes e depois da distribuição de dividendos: Braskem S.A. 62
Tabela 24 – Outros indicadores: Braskem S.A. 62
Tabela 25 – Resumo do modelo dinâmico: JBS S.A. 63
Tabela 26 – Capital de giro antes e depois da distribuição de dividendos: JBS S.A. 64
Tabela 27 – Outros indicadores: JBS S.A. 64
Tabela 28 – Resumo do modelo dinâmico: Centrais Elétricas Brasileiras / Eletrobras S.A. 65
Tabela 29 – Capital de giro antes e depois da distribuição de dividendos: Eletrobras S.A. . 66
Tabela 30 – Outros indicadores: Eletrobras S.A. 66
Tabela 31 – Resumo do modelo dinâmico: Vale S.A. 67
Tabela 32 – Capital de giro antes e depois da distribuição de dividendos: Vale S.A. 68
Tabela 33 – Outros indicadores: Vale S.A. 68
Tabela 34 – Resumo do modelo dinâmico: Petrobras Distribuidora S.A. 69
Tabela 35 – Capital de giro antes e depois da distribuição de dividendos: Petrobras Distribuidora S.A. 70
Tabela 36 – Outros indicadores: Petrobras Distribuidora S.A. 71

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ACF	Ativo Circulante Financeiro
ACO	Ativo Circulante Operacional
AP	Ativo Permanente
AUT	Autofinanciamento
BP	Balanço Patrimonial
CAUT	Capacidade de Autofinanciamento
CCL	Capital Circulante Líquido
CDG	Capital de Giro
CE	Ciclo Econômico
CF	Ciclo Financeiro
CO	Ciclo Operacional
DEPR	Depreciação
DIV	Dividendos
DRE	Demonstração de Resultado de Exercício
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes (Lucro Antes dos Juros e Impostos)
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização)
IOG	Investimento Operacional em Giro
LL	Lucro Líquido do Exercício
NCG	Necessidade de Capital de Giro
ORDO	Outras Receitas e Despesas Operacionais
T	Saldo de Tesouraria
PCF	Passivo Circulante Financeiro
PCO	Passivo Circulante Operacional
PP	Passivo Permanente
PMC	Prazo Médio de Compra
PME	Prazo Médio de Estocagem
PMP	Prazo Médio de Pagamento
PMR	Prazo Médio de Recebimento
REP	Resultado de Equivalência Patrimonial
ROD	Resultado de Operações Descontinuadas
ΔANC	Variação do Ativo Não Circulante

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO 13

1.1 QUAL A INFLUÊNCIA DA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS NO CAPITAL DE GIRO DAS VINTE MAIORES EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO NO PERÍODO DE 2016 A 2019? 14

1.2 OBJETIVOS 14

1.2.1 Geral 14

1.2.2 Específicos 14

1.3 JUSTIFICATIVA 14

2. REFERENCIAL TEÓRICO 16

2.1 CAPITAL DE GIRO 16

2.2 PRAZOS E CICLOS 18

2.3 MÉTODO DE FLEURIET 21

2.3.1 Necessidade de capital de giro 24

2.3.2 Capital de giro financeiro 26

2.3.3 Capital de giro operacional 28

2.3.4 Capital de giro permanente 30

2.3.5 Autofinanciamento e capacidade de autofinanciamento 32

2.3.6 Saldo em tesouraria e efeito tesoura 34

2.3.7 Tipos de estrutura e situação financeira 38

2.4 DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS 40

3. METODOLOGIA DA PESQUISA 44

4. ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS NA GESTÃO DO CAPITAL DE GIRO UTILIZANDO O MÉTODO DE FLEURIET 46

4.1 CIA DE SANEAMENTO BÁSICO DO ESTADO DE SÃO PAULO – SABESP S.A. 48

4.2 CIA ENÉRGÉTICA DE MINAS GERAIS – CEMIG DISTRIBUIÇÃO S.A. 49

4.3 SUZANO S.A. 51

4.4 CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO / GRUPO PÃO DE AÇÚCAR - GPA S.A. . 53
4.5 ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES S.A. 55
4.6 CIA PAULISTA DE FORÇA E LUZ – CPFL ENERGIA S.A. 57
4.7 CIELO S.A. 59
4.8 BRASKEM S.A. 61
4.9 JBS S.A. 63
4.10 CENTRAIS ELÉTRICAS BRASILEIRAS – ELETROBRAS S.A. 65
4.11 VALE S.A. 67
4.12 PETROBRAS DISTRIBUIDORA S.A. 69
4.13 SÍNTESE DOS RESULTADOS 71
5. CONCLUSÃO 73
REFERÊNCIAS 75
ANEXOS 77

1. INTRODUÇÃO

O termo capital de giro nada mais é do que o montante dos recursos que a organização precisa ter para efetuar seus pagamentos e continuar funcionando sem interrupções enquanto não recebe de seus clientes. Assim, a gestão do capital de giro é muito importante, pois demonstra a capacidade da organização de pagar suas obrigações em dia e de gerar retorno aos seus acionistas. (BROM, 2007).

A organização deverá definir como será a estrutura do capital de giro, considerando as fontes de seus recursos e as políticas adotadas para controle dos direitos e obrigações. Ou seja, é fundamental que ela analise se irá utilizar capital próprio ou de terceiros e quais serão as políticas de compra e venda, principalmente com relação aos prazos de pagamento e recebimento. (ALVES, 2018).

No entanto, pode acontecer de a organização não dispor de capital de giro suficiente e atrasar seus compromissos, sendo necessário avaliar os fatores que levaram a esta condição. Estes fatores podem ter relação com a perda de eficiência produtiva, com os prazos de pagamentos concedidos aos clientes, ou mesmo com os prazos de pagamento concedidos pelos fornecedores que pode ter consequências nos preços de venda, nas despesas financeiras e, ainda, no retorno aos acionistas. (BROM, 2007).

O capital de giro é importante tanto a curto prazo, para a saúde financeira da organização, quanto a longo prazo, para continuidade desta. Deste modo, existe a necessidade de capital de giro pois somente assim a organização poderá executar suas atividades com tranquilidade, sem preocupações com as contas a pagar ou com a disponibilidade de produtos, matérias-primas ou quaisquer outros recursos essenciais. (ALVES, 2018).

Nesse sentido, o presente trabalho tem como objetivo analisar a influência que a distribuição de parte dos lucros de uma organização tem na necessidade de capital de giro, considerando-se as demonstrações contábeis das vinte maiores empresas brasileiras de capital aberto de 2019, de acordo com a 17ª edição do ranking anual da Forbes Global 2000, e utilizando a análise dinâmica com o Método de Fleuriet, de modo a proporcionar maior conhecimento sobre um fator tão influente e imprescindível para um negócio que é o capital de giro.

1.1 QUAL A INFLUÊNCIA DA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS NO CAPITAL DE GIRO DAS VINTE MAIORES EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO NO PERÍODO DE 2016 A 2019?

Assim, o problema desta pesquisa é qual é a influência da distribuição de dividendos no capital de giro das vinte maiores empresas brasileiras de capital aberto no período de 2016 a 2019? Para compreender isto, foram utilizadas as empresas listadas pela Forbes, em 2019, na 17ª edição do ranking anual da Forbes Global 2000, independentemente dos mercados em que atuam, e foi utilizado a análise dinâmica com o Método de Fleuriet.

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Geral

- Analisar a influência que a distribuição de parte dos lucros tem na gestão do capital de giro das vinte maiores empresas brasileiras de capital aberto de 2019, utilizando a análise dinâmica com o Método de Fleuriet.

1.2.2 Específicos

- Identificar o balanço patrimonial destas empresas, o valor de distribuição dos dividendos nas notas explicativas e outros dados para as fórmulas nas demonstrações de resultados no período de 2015 a 2019;
- Reorganizar o balanço patrimonial para análise dinâmica de capital de giro de acordo com o Método de Fleuriet;
- Calcular o capital de giro, a capacidade de autofinanciamento, o autofinanciamento, a provisão do capital de giro, a necessidade de capital de giro e o saldo tesouraria destas empresas;
- Verificar o capital de giro antes e depois do valor da distribuição de dividendos.

1.3 JUSTIFICATIVA

Existem no Brasil cerca de 19.228.025 milhões de empresas no início de dezembro de 2020, procurando fortalecer e expandir o seu negócio para obter uma melhor colocação no mercado, a fim de gerar sempre mais lucros. E, embora estas organizações sejam de diferentes portes, atuem em setores distintos e desenvolvam inúmeras atividades, todas elas têm algo muito importante em comum: o capital de giro. (SEBRAE, 2020).

O capital de giro é um fator extremamente relevante, tanto em pequenas empresas como em grandes multinacionais, e a necessidade de ter recursos financeiros disponíveis constantemente existe pois podem ocorrer desencontros entre os prazos de recebimentos e pagamentos. Ou seja, é decorrente do fato de que, para estas instituições se manterem e darem continuidade às suas atividades, precisam receber recursos de seus clientes e investidores e cumprir com suas obrigações, pagando seus fornecedores, empregados, entre outras despesas. (SAGE BLOG, 2018).

Assim, considerando apenas as vinte maiores sociedades de capital aberto brasileiras em 2019 e, uma característica inerentemente alheia a estas, a distribuição de dividendos, a justificativa deste trabalho se dá em razão da influência que o capital de giro tem para sustentar as empresas, principalmente um negócio de tal porte. Com isto, procura-se avaliar qual a influência que a distribuição de dividendos tem nestas organizações e o quão significativo pode ser, visto que o capital de giro é um fator tão imprescindível para preservar um negócio saudável e que a falta deste pode prejudicá-lo.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Para que seja possível analisar a influência que a distribuição de dividendos tem na gestão do capital de giro destas empresas, bem como alcançar os objetivos específicos deste trabalho, é necessário compreender alguns conceitos e particularidades acerca do assunto.

2.1 CAPITAL DE GIRO

O capital de giro tem grande importância na continuidade de uma organização, pois geralmente metade dos recursos estão investidos na atividade desenvolvida por ela. Este recurso tem tamanha relevância que, se houver uma má administração deste, é possível que a empresa se encontre em uma situação financeira que dificilmente poderá reverter. (ASSAF NETO; SILVA, 2012).

Uma empresa sem dinheiro não irá conseguir sobreviver por muito tempo, sendo necessário "fazer um levantamento de todos os custos necessários para a operação do negócio e também a previsão de receita, para assim definir como calcular o capital de giro necessário". (CREPALDI, 2017, p. 549).

As empresas "quebram" justamente por terem problemas de liquidez e é necessário identificar a causa disto. Este problema "decorre de ganhar pouco ou de gastar muito, ou ainda da combinação desses dois fatores. [...] a situação de liquidez de uma empresa é efeito da combinação de diversos fatores de caráter operacional e de decisões estratégicas tomadas pela sua direção.". (SILVA, 2018, p. 345).

Uma empresa, independente do porte ou do segmento em que atua, pode se tornar "insolvente quando não consegue cumprir com todos os seus compromissos financeiros.". Dentre estes motivos pode-se observar o erro na formação de preço; o endividamento excessivo; as estratégias mercadológicas equivocadas; e, ainda, fatores externos, como as crises econômicas, o aumento na concorrência, mudanças no ambiente regulatório e no grau tecnológico da indústria. (GUIMARÃES; OZORIO, 2018, p. 13).

> “O termo “capital de giro” tem origem nos antigos mascates ianques, que carregavam suas carroças com mercadorias e percorriam rotas vendendo seus artigos. A carroça e o cavalo eram financiados com capital próprio, compondo os ativos fixos dos mascates. As mercadorias adquiridas eram pagas à vista ao fornecedor e passaram a ser conhecidas como o capital de giro [...], pois eram o que os mascates vendiam (giravam) para obter lucro. O capital para a compra das mercadorias era financiado por bancos e chamado de empréstimo para capital de giro, que deveria ser saldado ao final de cada viagem, mantendo assim a continuidade do crédito. Percebe-se, já naquela época, que o capital de giro representava um elemento importante para a economia por ser o recurso necessário ao financiamento das atividades operacionais, dando continuidade aos negócios.”. (GUIMARÃES; OZORIO, 2018, p. 17-18).

A “expressão capital de giro pode ter vários significados e, mesmo sendo utilizada por profissionais atuantes na área financeira, poderá, em cada momento, assumir um significado diferente.”. (SILVA, 2018, p. 345).

Com isso, a “definição do montante de capital de giro é uma tarefa com sensíveis percussões sobre o sucesso dos negócios, exercendo evidentes influências sobre a liquidez e rentabilidade das empresas.”. (ASSAF NETO; SILVA, 2012, p. 1).

> A importância e o volume do capital de giro para uma empresa são determinados principalmente pelo volume de vendas, o qual é lastreado pelos estoques, valores a receber e caixa; sazonalidades dos negócios, que determina variações nas necessidades de recursos ao longo do tempo; fatores cíclicos da economia, como recessão, comportamento do mercado etc.; tecnologia, principalmente aplicada aos custos e tempo de produção; e políticas de negócios, centradas em alterações nas condições de venda, de crédito, produção etc. (NETO; SILVA, 2012, p. 2).

Ou seja, “pode ser definido como o valor que a empresa tem para custear/manter suas despesas operacionais, sejam elas fixas ou os gastos necessários para produção, comercialização ou prestação do serviço. A empresa precisa de caixa para efetuar suas atividades.”. (CREPALDI, 2017, p. 550).

O capital de giro é “a soma de recursos financeiros aplicados no caixa, banco, estoques e valores a receber dos clientes. Ou seja, tudo aquilo que tem liquidez, que pode virar dinheiro com certa rapidez e que financia as atividades operacionais.”. (CREPALDI, 2017, p. 549).

> “[...] é um valor monetário que a empresa deve manter em seu caixa para poder “girar” no mercado que atua durante determinado período, que normalmente é de um mês. Esse valor financeiro a empresa deve manter disponível para financiar seu ciclo operacional, que é a aquisição de matéria-prima, garantindo assim seu fluxo produtivo, que, junto aos outros elementos, mantêm a empresa competitiva no mercado.”. (CREPALDI, 2017, p. 549).

O capital de giro são as contas de rápida transformação ou conversão em outros ativos ou receita. Ou seja, a gestão do capital de giro envolve as decisões tomadas diariamente em uma organização. (DI AGUSTINI, 1999).

> "Os componentes do ativo corrente, ou capital de giro, são caixa e títulos negociáveis, contas a receber e estoques. Esses ativos são de curta duração: tipicamente sua existência não supera o prazo de um ano. Na prática, porém alguns ativos que violam esse critério ainda são classificados como ativos correntes. (MEHTA, 1978, p. 11).

Além disso, outra característica destas contas é que elas podem ser convertidas em outras formas de ativo rapidamente e a existência destas. (MEHTA, 1978).

Ou, ainda, pelo modelo de Fleuriet, define-se capital de giro (CDG) como "a diferença entre o passivo permanente e o ativo permanente.". Podendo, também, ser provisionado, conforme a Fórmula 1. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003, p. 11).

$$CDG = PP - AP \; ou \; CDG = CDG \; ano \; anterior + AUT - DIV \quad (1)$$

É possível encontrar na análise do capital de giro inúmeras variáveis e decisões que possuem reflexos nessa gestão, dentre as quais estão três atividades básicas que precisam de sincronização, que são a produção, a distribuição (vendas) e a cobrança. Ou seja, os prazos precisam ser coerentes para que não ocorra a defasagem de caixa na empresa. (MEHTA, 1978).

2.2 PRAZOS E CICLOS

A dificuldade em analisar os dados financeiros de uma empresa ocorre por não ser feita a associação destes com o que é visto no chão de fábrica, desde a decisão de compras até a produção de bens ou serviços e a venda destes. (FLEURIET; ZEIDAN, 2015).

> "[...] o ciclo de produção compreende três fases principais: armazenagem de matérias-primas, transformação de matérias-primas em produtos acabados e armazenagem dos produtos acabados. Os custos de produção incorridos em uma fábrica são aplicados à produção, à medida que esta flui por meio das suas seções, departamentos ou centros de custo. O fluxo dos custos de produção acompanha o movimento físico das matérias-primas, à medida que estas são recebidas, armazenadas, retiradas dos estoques e transformadas em produtos acabados. O resultado do ciclo de produção na demonstração de resultados é o balanço de lucros operacionais e custos operacionais incorridos para obter estas entradas.". (FLEURIET; ZEIDAN, 2015, p. 24).

Com isso, para compreender o processo de liquidez de uma empresa é necessário analisar também os registros dos fatos e valores do fluxo de caixa desta, identificando as

atividades que estão liberando ou retirando recursos, tais como: “a rentabilidade maior ou menor da empresa, o aumento ou a redução da inadimplência dos clientes, o giro mais rápido ou mais lento dos estoques, a compra ou a venda de itens do imobilizado, prazos de pagamento maiores ou menores dados pelos fornecedores etc.”. (SÁ, 2008, p. 5).

O termo fluxo de caixa, é um “método de captura e registro dos fatos e valores que provoquem alterações no saldo do Disponível [...] a conta do ativo onde são contabilizados os recursos dos quais a empresa pode dispor (daí o seu nome) a qualquer momento.”. Ou seja, o fluxo de caixa acompanha o saldo do disponível, que é nada mais do que o dinheiro à disposição da empresa ou o que possa ser prontamente convertido em dinheiro. (SÁ, 2008, p. 19).

O prazo médio de estocagem (PME), considerado o ciclo econômico (CE), é definido pelo prazo médio de produção dos bens e serviços de uma empresa e, é necessário saber, para “medir o tempo entre a entrada de insumos e saída dos produtos nos estoques de bens finalizados, [...] o valor do estoque de bens finalizados no fim do período, e o custo dos bens vendidos durante o período.”. Deste modo, é possível saber o número de dias em que estes insumos e produtos são mantidos em estoque antes que ocorra a venda. (FLEURIET; ZEIDAN, 2015, p. 196-197).

Ao passo que, o prazo médio de recebimento (PMR) é a diferença entre a operação de venda e o recebimento destas vendas. Ou seja, é possível saber a média do número de dias que leva para receber as vendas a prazo, independente dos prazos que foram oferecidos para as contas a receber. Sendo assim, “é medido pela divisão das vendas anuais líquidas por 360, para encontrar a “receita líquida diária” – e dividindo as contas a receber pelo valor da receita diária.”. (FLEURIET; ZEIDAN, 2015, p. 198).

Já o prazo médio de pagamento (PMP) é definido pela diferença entre a data de pagamento e compra de um insumo, visto que pode não ocorrer num mesmo momento. Sendo, então, “encontrado pela divisão das compras anuais por 360, para encontrar o custo de vendas por dia, e dividindo as contas a pagar por esse valor.”. (FLEURIET; ZEIDAN, 2015, p. 199).

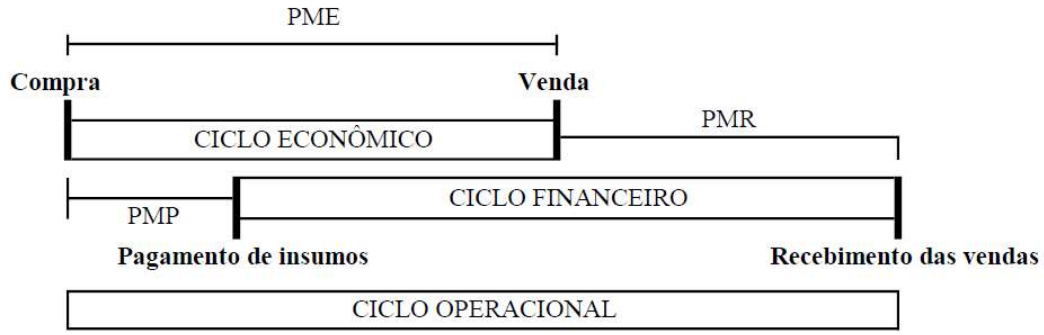
Ou seja, o prazo médio de estocagem indica o período em que os estoques são renovados; o prazo médio de recebimento indica o período necessário para que as vendas sejam efetivamente transformadas em dinheiro; e, o prazo médio para pagamento indica o período recebido para que seja efetuado o pagamento dos fornecedores. (GUIMARÃES; OZORIO, 2018).

O ciclo operacional (CO) “indica o tempo decorrido entre o momento em que a empresa adquire as matérias-primas/mercadorias e o momento em que efetivamente recebe o dinheiro dos clientes pelas vendas.”. Com isso, somando o prazo médio de estocagem ao prazo médio

de recebimento, é possível saber o prazo, em média, para a empresa transformar seus insumos em caixa. (GUIMARÃES; OZORIO, 2018, p. 56).

Assim, a relação entre o ciclo econômico e o ciclo financeiro (CF) é que o ciclo financeiro será igual ao ciclo econômico (ou prazo médio de rotação dos estoques) somado o prazo médio de recebimento das contas a receber e deduzido o prazo médio de pagamento das contas a pagar, conforme Figura 1. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

Figura 1 – Esquema dos prazos e ciclos



Fonte: Elaborada a partir de Fleuriet e Zeidan (2015).

Ou seja, "os recursos investidos em estoques e contas a receber, bem como os financiamentos de fornecedores, salários e impostos são determinados pelo volume de vendas e pelos prazos médios de rotação dessas contas, isto é, quantos dias em média estas levam para girar.". (GUIMARÃES; OZORIO, 2018, p. 48).

> O ciclo produtivo ou econômico é caracterizado pelo tempo entre entrada de matéria-prima (compras) e saída de produtos finais (vendas), enquanto o ciclo financeiro é caracterizado pelo período entre saídas de caixa (pagamento a fornecedores) e entrada em caixa (recebimento de clientes). Considerando que o fluxo de produção é um processo contínuo, níveis de estoque de matérias-primas, produção, produtos finais, fornecedores e contas a receber flutuam com as vendas, programa de produção e políticas de administração de estoque. A fim de assegurar um fluxo contínuo de produção, a fábrica deve manter em estoque uma certa quantidade permanente de matérias-primas. (FLEURIET; ZEIDAN, 2015, p. 24-25).

O caixa e a conta corrente bancária é onde, de fato, encontra-se os recursos financeiros disponíveis da empresa, sobre os quais ela irá recorrer primeiro para cumprir suas obrigações. Já os estoques precisam passar por inúmeras modificações, a fim de atender as necessidades do mercado consumidor e, com isso, demanda muitos recursos financeiros para que sejam feitas estas mudanças. E, os valores a receber, quanto mais prazo for oferecido aos clientes, mais

recursos a empresa irá necessitar para bancar estes valores enquanto não receber. (CREPALDI, 2017).

Os valores em caixa e equivalentes são mantidos especificamente para atender as necessidades de pagamento relacionadas a sua atividade, bem como para negociar condições melhores e descontos, para imprevistos e aplicações financeiras de curto prazo quando há sobras de recursos. Quanto aos estoques, deve ser mantido o mínimo para atender aos pedidos dos clientes com agilidade e o suficiente para produzir continuamente, contribuindo, assim, para a redução dos custos de estocagem. E, quanto as contas a receber de clientes, deve-se ter uma gestão coerente com as políticas de crédito e cobranças da empresa de modo a possibilitar a concessão de descontos e a negociação de prazos, pois, quanto maior for o valor da venda e o prazo de recebimento, maior será o investimento da empresa e o risco. (SILVA, 2018).

É necessário administrar bem o capital de giro, avaliando as faltas, as sobras e o impacto causado mediante as decisões tomadas na empresa. Sejam elas de compras, vendas ou mesmo de administração do caixa. (CREPALDI, 2017).

> "a falta de sincronia entre as entradas de caixa (recebimentos) e as saídas de caixa (pagamentos) resultantes das atividades de compras, transformação, vendas, recebimentos e pagamentos da empresa leva à necessidade de investimento para manter a liquidez. Assim, a análise dos prazos médios e ciclos (operacional e financeiro) revela a influência das políticas operacionais de permanência de estoques, prazos a clientes e prazos com fornecedores nos investimentos em NCG. [...] no PME e no PMR, bem como reduções no PMC (ou PMP) conduzem ao aumento do ciclo financeiro (CF) e dos investimentos em NCG. Em síntese, existe uma relação positiva entre os investimentos em NCG e ciclo financeiro (CF).". (GUIMARÃES; OZORIO, 2018, p. 60).

Portanto, a administração do capital de giro e as "decisões de investimento, financiamento e distribuição de dividendos são tidas [...] como as funções básicas de finanças, de modo que a combinação ótima desse tripé de funções leva à maximização do valor da empresa.". (SILVA, 2018, p. 345).

2.3 MÉTODO DE FLEURIET

A história do Modelo Fleuriet no Brasil remonta a 1975, com a Fundação Dom Cabral em Belo Horizonte, antigo Centro de Extensão da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais. O jornalista Emerson de Almeida havia ido a Paris em 1960 para estudar no Institut de Presse e quando voltou tinha o desejo de tornar o Centro de Extensão da PUC de Minas em uma escola de negócios para executivos. (FLEURIET; ZEIDAN, 2015).

Assim, Emerson convidou o professor Michel Fleuriet para dar aulas neste centro de extensão por cinco semanas, que passou a ensinar um método que estava sendo adotado na França. Algumas reuniões antes, Fleuriet percebeu que as empresas brasileiras tinham uma visão equivocada sobre o seu capital de giro e que este método poderia ser um útil instrumento para gerenciamento financeiro dessas companhias. (FLEURIET; ZEIDAN, 2015).

Até então eram utilizados apenas métodos norte-americanos e acreditava-se que a necessidade de capital de giro poderia ser financiada com dívidas de curto prazo, em razão destas também variar a curto prazo. No entanto, ele observou que isso poderia funcionar muito bem apenas em países em que é fácil renovar o financiamento de curto prazo, em que a empresa tem maior acesso a crédito e onde os indicadores de liquidez não são tão relevantes como no Brasil. (FLEURIET; ZEIDAN, 2015).

Após um acordo entre as autoridades francesas e brasileiras, iniciaram-se estudos no Brasil sobre este tema. Com estes estudos procurou-se fazer um levantamento junto às empresas e instituições financeiras sobre as carências destas na área financeira, de modo que as finanças fossem vistas não sob o aspecto puramente contábil, mas como um instrumento de gestão empresarial condizente com a realidade vivenciada no país. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

Deste modo, observa-se a necessidade de reestruturar o enfoque da análise contábil tradicional, onde a visão da empresa é estática, por uma visão mais dinâmica das operações. Ou seja, esta visão estática era refletida nos próprios conceitos de liquidez, que traduziam uma falsa imagem de estabilidade, onde a incorporação de ativos só iria se materializar no seu fechamento ou falência. Com base nisso, denotou-se uma visão empresarial individualista que sobrepunha a função social da empresa, a qual não foi feita para fechar a critério do dono, mas para subsistir e crescer com o país, gerando empregos. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

A classificação das contas em circulante e não circulante “não reconhece que, enquanto alguns ativos circulantes são de natureza financeira e podem ser convertidos em dinheiro de imediato [...], outros estão ligados à dinâmica do ciclo de negócios.”. (FLEURIET; ZEIDAN, 2015, p. 19).

E, isto ocorre, pois algumas destas contas “apresentam movimentação mais lenta, podendo ser consideradas permanentes ou não cíclicas. O movimento de outras contas, no entanto, com movimento relacionado ao ciclo operacional do negócio, pode ser denominado contínuo ou cíclico.” (FLEURIET; ZEIDAN, 2015, p. 19).

Assim, “o modelo propõe uma nova classificação para as contas circulantes, de acordo com sua natureza financeira ou operacional, com esta segregação sendo essencial para processo

de avaliação da necessidade de capital de giro pela empresa.", conforme Quadro 1. (FLEURIET; ZEIDAN, 2015, p. 19).

Quadro 1 – Balanço classificado de acordo com o Método de Fleuriet

<table>
<tr><th>ATIVO</th><th>PASSIVO</th></tr>
<tr><td>Ativo Circulante Financeiro</td><td rowspan="2">Passivo Circulante Financeiro</td></tr>
<tr><td rowspan="2">Ativo Circulante Operacional</td></tr>
<tr><td>Passivo Circulante Operacional</td></tr>
<tr><td>Ativo Permanente</td><td>Passivo Permanente</td></tr>
</table>

Fonte: Elaborada a partir de Fleuriet e Zeidan (2015).

Ou seja, este método proporciona que a posição financeira da empresa seja avaliada de forma mais analítica, permitindo, "ainda, de maneira relativamente simples e dinâmica, que se identifiquem as efetivas necessidades de capital de giro da empresa, ou [...] o volume de investimento operacional em giro adequado ao seu equilíbrio financeiro.". (ASSAF NETO; SILVA, 2012, p. 65).

> O Modelo Dinâmico invertia a lógica do conceito de capital de giro (CDG), que passa a ser uma fonte de financiamento de longo prazo para a necessidade de capital de giro (NCG). Ela evidencia a necessidade de capital de giro como uma obrigação de financiamento permanente ligado às operações da firma. Então, o saldo de tesouraria (T) é utilizado como um tipo de termômetro para medir o risco de liquidez da companhia. Esse formato baseado em CDG, NCG e T se mostrou extremamente útil para monitorar a liquidez de uma empresa, a saúde de suas operações e o gerenciamento dos ciclos financeiros, ao mesmo tempo permitindo decisões estratégicas ligadas à estrutura de capital. O demonstrativo de resultado (DRE) foi remodelado para mostrar o fluxo de caixa operacional. O novo DRE, que chamamos de DRE gerencial, começa com o volume de vendas a margem de lucro, e passa pelo EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization), que mede a capacidade da companhia de autofinanciar sua NCG, o mais legítimo recurso de crescimento. O modelo também mostra como o fluxo de caixa resulta do EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) e da variação da NCG. O lucro operacional é particularmente importante, porque é o lucro antes dos impactos do imposto de renda e juros, o que significa que é um indicador importante da capacidade da geração de caixa de um negócio, enquanto o conceito de NCG é relevante nos cálculos de avaliação de investimentos, visto que é adicionado ao capital investido, afetando assim, significativamente, a taxa de retorno. (FLEURIET; ZEIDAN, 2015, p. XV).

Há dois conceitos básicos que estruturam o Modelo de Fleuriet. Estes conceitos são a necessidade de capital de giro e o efeito tesoura, que são vistos como poderosos instrumentos

de gestão financeira para realizar o planejamento financeiro a curto e a longo prazo com bastante rapidez e flexibilidade. Além disso, também ajudam a definir a política de distribuição de dividendos e qual será o valor de autofinanciamento e de recursos de longo prazo que deverão ser alocados para financiar o saldo das contas cíclicas, que dizem respeito às operações da empresa. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

2.3.1 Necessidade de capital de giro

O termo necessidade de capital de giro é um conceito econômico-financeiro e refere-se ao saldo das contas cíclicas ligadas às operações da empresa. A necessidade de capital de giro "pode variar de acordo com as informações de que os analistas financeiros dispõem sobre os ciclos econômico e financeiro das empresas, [...] é muito sensível as modificações que ocorrem no ambiente econômico em que a empresa opera.". (FLEURIET; ZEIDAN, 2015, p. 43).

Ainda, a "necessidade de capital de giro (NCG) muda de acordo com a variação de receitas e os prazos de pagamento, de estocagem e de recebimento.". (FLEURIET; ZEIDAN, 2015, p. 193).

A necessidade de capital de giro de uma empresa é o montante mínimo do qual ela precisa para alcançar seus objetivos e suprir os investimentos em capital de giro, o que garante o fluxo de compra, transformação, vendas, recebimentos e pagamentos. E, para calcular o valor desta necessidade, é preciso reclassificar as contas de ativos e passivos circulante de acordo com a sua natureza financeira e operacional; e, posteriormente, calcular o saldo entre as contas do ativo circulante operacional e do passivo circulante operacional. (GUIMARÃES; OZORIO, 2018).

Ou seja, a necessidade de capital de giro ou investimento operacional em giro é a diferença entre o ativo circulante operacional e o passivo circulante operacional, conforme a Fórmula 2. (FERRARI, 2014).

$$NCG = ACO - PCO \quad (2)$$

Além disso, o ciclo financeiro também é determinado pela "natureza dos negócios da empresa [...], enquanto o nível de atividade é função das vendas. O nível de atividade afeta mais acentuadamente a NCG das empresas de ciclo financeiro de longa duração do que a das de ciclo financeiro de curta duração.". (FLEURIET; ZEIDAN, 2015, p. 43).

Deste modo, o montante de recursos investidos em necessidade de capital de giro, independentemente do tamanho da empresa, do ramo de atuação ou mesmo das estratégias adotadas, será influenciado por duas variáveis: a primeira é o nível de atividade, que tem relação com o volume de vendas e receitas, assim como seus respectivos desembolsos com impostos, custos e despesas operacionais; e, a segunda são as políticas operacionais de estoques, recebimentos e compras, que são aquelas que afetam os investimentos com estoques e recebíveis, assim como o financiamento de fornecedores, colaboradores e governo. (GUIMARÃES; OZORIO, 2018).

A expressão necessidade de capital de giro é utilizada pois

> "Quanto mais rapidamente as matérias-primas se transformarem em produtos acabados e esses serem vendidos, menor serão os estoques, menor será o Ativo Circulante Operacional (ou Cíclico) e, consequentemente, MENOR será a NCG [...]; quanto mais "rapidamente" ocorrerem o recebimento de vendas e quanto mais "demorado" o prazo de pagamento de fornecedores, menores serão os ciclos econômicos e financeiros da empresa, "menor" será o seu Ativo Circulante Operacional, "maior" será o Passivo Circulante Operacional e, consequentemente, MENOR a Necessidade de Capital de Giro, ou seja, não há "necessidade" de um grande investimento operacional em giro para que se concretizem os ciclos econômicos e financeiros da empresa.". (FERRARI, 2014, p. 297).

Além disso, a necessidade de capital de giro também pode variar: em razão de sazonalidade, que é quando as compras, produção e vendas não ocorrem de forma regular durante o ano todo, aumentando em alguns meses e contraindo-se em outros; em razão do crescimento da empresa, que é quando haverá uma necessidade adicional; em razão de recessão, que é quando aumenta o prazo médio de estocagem, pois há uma demanda decrescente dos produtos e a empresa não ajusta o nível de produção imediatamente; em razão da inflação, que é quando os preços aumentam, bem como os custos de produção e recebíveis, aumentando a NCG também; em razão de mudanças nos prazos de pagamentos; e, de mudanças no processo de produção etc. (FLEURIET; ZEIDAN, 2015).

A necessidade de capital de giro, "quando positiva, reflete uma aplicação permanente de fundos que, normalmente, deve ser financiada com os fundos permanentes utilizados pela empresa. Quando [...] é financiada com recursos de curto prazo, geralmente empréstimos bancários, o risco de insolvência aumenta.". (FLEURIET; ZEIDAN, 2015, p. 63).

Ainda, a necessidade de capital de giro também pode ser negativa se as empresas recebem o valor das vendas antes de efetuar o pagamento aos fornecedores. E, isto ocorre em razão do modelo de negócios da empresa; da força da empresa para negociar com seus clientes

e fornecedores; ou até, porque a empresa recebe pagamentos adiantados por bens que ainda estão em produção. (FLEURIET; ZEIDAN, 2015).

Ou seja, a necessidade de capital de giro será negativa quando, no ciclo financeiro, as saídas de caixa acontecem apenas depois das entradas de caixa, fazendo com que o passivo cíclico seja maior do que o ativo cíclico e servindo de fonte de fundos para a empresa. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

A necessidade de capital de giro, nos casos em que a empresa suspende parte de suas operações ou declara estado de falência ou concordata, também "passará a constituir uma fonte de fundos que poderá, por exemplo, ser utilizada pela empresa para pagamento a credores e acionistas.". (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003, p. 11).

Assim, será utilizado no cálculo da necessidade de capital de giro apenas os elementos operacionais, envolvendo o ciclo de compra, transformação, venda, recebimento e pagamento e, assim, revelando "o mínimo necessário de capital investido para financiar as atividades operacionais de curto prazo.". (GUIMARÃES; OZORIO, 2018, p. 29).

2.3.2 Capital de giro financeiro

Também chamado como ativos erráticos, o capital de giro financeiro "são ativos disponíveis para uso imediato e aqueles que são sensatamente esperados a serem convertidos em dinheiro ou consumidos no próximo ano ou dentro do ciclo normal do negócio (se este é maior que um ano).". Deste modo, incluem as contas do disponível (dinheiro e equivalentes), dos investimentos de curto prazo, dos impostos não ligados à produção diferidos e de outros ativos circulantes que não sejam ligados à produção. O conceito é o mesmo para os passivos erráticos, que incluem as contas de empréstimos e financiamentos de curto prazo e outros passivos circulantes que não sejam ligados à produção. (FLEURIET; ZEIDAN, 2015, p. 27).

O capital de giro financeiro ou ativo circulante financeiro é composto pelas contas de disponibilidades, que são o caixa, os bancos e aplicações financeiras de liquidez imediata; e, pelas contas de aplicações financeiras, que são todas as outras aplicações que podem ser resgatadas até o final do próximo exercício social. Os empréstimos concedidos a curto prazo também podem ser classificados neste grupo, como passivo circulante financeiro, mas se a empresa for uma instituição financeira, por exemplo, a situação muda e estes empréstimos passam a ser considerados capital de giro operacional. (FERRARI, 2014).

Ou seja, o ativo circulante financeiro (ACF) são as disponibilidades e aplicações financeiras, ou os investimentos de maior liquidez; enquanto, o passivo circulante financeiro

são os empréstimos e financiamentos cuja liquidação será efetuada em até um ano, a contar da data do balanço patrimonial. (GUIMARÃES; OZORIO, 2018).

Com isso, observa-se que o ativo circulante financeiro não "denota, por conseguinte, qualquer comportamento preestabelecido, variando mais estreitamente em função da conjuntura e do risco de maior ou menor liquidez que a empresa deseja assumir.". (ASSAF NETO; SILVA, 2012, p. 67).

E, quanto ao passivo circulante financeiro (PCF), observa-se que as alterações "que venham a ocorrer no volume de atividade ou de fases operacionais não repercutem diretamente sobre o passivo financeiro, refletindo, estas variações basicamente sobre os elementos cíclicos". (ASSAF NETO; SILVA, 2012, p. 67).

Assim, as contas erráticas do ativo são "as contas de curto prazo não necessariamente renováveis ou ligadas à atividade operacional da empresa.", sendo elas: o disponível, os títulos negociáveis e, outros ativos de curto prazo. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003, p. 27).

O disponível são os valores que podem ser utilizados livremente na movimentação dos negócios e os valores de conversão imediata que estão relacionados às contas do caixa, bancos com movimento, cheques em trânsito, cheques a receber, vales postais, numerários em trânsito, depósitos bancários à vista etc. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

Os títulos negociáveis são os valores que referem-se às aplicações em valores mobiliários que sejam negociáveis a curto prazo a fim de absorver o excesso de caixa e obter lucro que estão relacionados às contas de letras de câmbio, letras imobiliárias, certificados de depósitos, títulos e valores mobiliários, títulos de livre circulação (open market) etc. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

E, os outros ativos de curto prazo são os valores que referem-se aos demais itens de curto prazo não classificados nos dois grupos anteriores como créditos concedidos a terceiros, em transações não ligadas ao objeto social da empresa, desembolsos necessários, valores vinculados etc., que estão relacionados às contas de letras a receber, títulos a receber, valores a receber, dívidas em liquidação, bancos com vinculada, contas correntes, devedores diversos, empresas coligadas etc. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

As contas erráticas do passivo são também "contas de curto prazo não necessariamente renováveis ou ligadas à atividade operacional da empresa.", sendo elas: as duplicatas descontadas e, as obrigações de curto prazo. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003, p. 33).

As duplicatas descontadas são os valores que referem-se aos títulos de crédito da empresa em que a posse e propriedade é transferida a instituições através de endosso em troca do valor dos títulos e após deduzidas as despesas da operação que estão relacionados às contas

de duplicatas descontadas, valores descontados, títulos descontados etc. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

E, as obrigações de curto prazo da parte errática são os valores que referem-se aos empréstimos bancários, emissão de títulos, distribuição de lucros etc. que estão relacionados às contas de dividendos a pagar, credores diversos, títulos a pagar, letras de câmbio, credores no exterior, financiamentos, bancos com garantia, imposto de renda a pagar etc. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

2.3.3 Capital de giro operacional

Também chamado como ativos cíclicos, o capital de giro operacional "são ativos mantidos por menos de 12 meses em princípio e necessários para produção, venda ou ambos.". Deste modo, incluem as contas de clientes ou contas a receber, de estoques, de adiantamento de fornecedores e de despesas de produção antecipadas. O conceito é o mesmo para os passivos cíclicos, que incluem as contas de fornecedores, de salários e encargos a pagar e de impostos a pagar que sejam ligados às operações. (FLEURIET; ZEIDAN, 2015, p. 27).

O capital de giro operacional ou ativo circulante operacional, é composto pelas contas ligadas ao ciclo operacional das empresas, que são os estoques, as duplicatas a receber, os impostos a recuperar etc. Ou então, o valor total do ativo circulante deduzido o valor do capital de giro financeiro mencionado anteriormente. (FERRARI, 2014).

E, o passivo circulante operacional, são todas as dívidas habituais da empresa, "[...] as quais, na maioria dos casos, não geram encargos financeiros e não estão relacionadas à remuneração dos sócios ou de terceiros investidores em títulos de entidade, tais como, impostos a recolher, salários a pagar, fornecedores, encargos sociais a recolher etc.". (FERRARI, 2014, p. 295).

Ou seja, o ativo circulante operacional (ACO) são as contas que tem relação direta com a atividade de compra, transformação e vendas relacionadas a operação da empresa; enquanto, o passivo circulante operacional (PCO) são os financiamentos decorrentes da aquisição de insumos e produtos, obrigações com colaboradores e com o governo. (GUIMARÃES; OZORIO, 2018).

Com isso, observa-se que o ativo circulante operacional "são diretamente influenciados pelo volume de negócios (produção e vendas) e características das fases do ciclo operacional (condições de recebimentos das vendas e dos pagamentos a fornecedores, prazos de estocagem etc.).". (ASSAF NETO; SILVA, 2012, p. 67).

E, quanto ao passivo circulante operacional, observa-se que as “características de formação dessas contas são similares as do ativo circulante operacional definido anteriormente, representando as dívidas de funcionamento (operacionais) da empresa.”. (ASSAF NETO; SILVA, 2012, p. 67).

Assim, as contas cíclicas do ativo são “as contas de curto prazo, renováveis e ligadas à atividade operacional da empresa.”, sendo elas: os clientes, os estoques e, as despesas pagas antecipadamente. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003, p. 28).

Os clientes são os valores que referem-se aos créditos a receber de clientes pela venda de mercadorias, produtos ou serviços que estão relacionados às contas de duplicatas a receber, contas a receber de clientes, clientes, fregueses, contas a receber, títulos a receber, contas correntes de clientes etc. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

Os estoques são os valores que referem-se às mercadorias, aos produtos em elaboração e acabados e os materiais adquiridos para transformação, agregação, uso, consumo e reposição que estão relacionados às contas de mercadorias, existências, inventários, produtos acabados, produtos em elaboração, matérias-primas, materiais de fabricação, embalagens, combustível, estoques, materiais diversos, material de expediente, almoxarifado, ferramentas, material de limpeza, adiantamentos a fornecedores, importações em andamento, mercadorias em trânsito etc. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

E, as despesas pagas antecipadamente são os valores que referem-se a bens e serviços adquiridos pela empresa e ainda não utilizados na data do balanço patrimonial que estão relacionados às contas de depósitos restituíveis (ligados às importações), aluguéis a vencer, comissões pagas a vencer, prêmios de seguro a vencer, selos postais, materiais de expediente, impressos, materiais de limpeza etc. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

As contas cíclicas do passivo são as obrigações também “de curto prazo renováveis e ligadas à atividade operacional da empresa.”, sendo elas: os fornecedores e, as outras obrigações de curto prazo. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003, p. 33).

Os fornecedores são os valores que referem-se às obrigações de curto prazo da empresa provenientes das compras de mercadorias, matérias-primas, materiais etc. utilizados na atividade operacional que estão relacionados às contas de fornecedores, contas a pagar ligadas à produção, credores por financiamento, contas correntes, vendedores, duplicadas a pagar, fornecimentos a pagar etc. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

E, as outras obrigações de curto prazo são os valores que relacionam-se com a parte cíclica que estão relacionados às contas de impostos a pagar sobre operações, ordenados a pagar, contribuições sociais a recolher etc. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

2.3.4 Capital de giro permanente

O capital de giro permanente, é a parte do capital de giro fixa, “dado que seu montante é definido pelo nível mínimo de recursos demandados pelo ciclo operacional da empresa em suas atividades ordinárias.”. (FERRARI, 2014, p. 292).

Também chamado como ativo não circulante, o capital de giro permanente “são ativos que a empresa usará por mais de um ano a fim de gerar lucros.”. Deste modo, incluem as contas do realizável a longo prazo, investimentos, imobilizado líquido e intangível. O conceito é o mesmo para os recursos de longo prazo, que incluem as contas do passivo não circulante e o patrimônio líquido. (FLEURIET; ZEIDAN, 2015, p. 27).

Deste modo, os fundos permanentes utilizados pelas empresas, correspondentes às contas não cíclicas do passivo, “englobam as contas do patrimônio líquido e certas contas do exigível a longo prazo, como os empréstimos a longo prazo que, em geral, renovam-se na data de seu vencimento.”. Além disso, boa parte desses fundos é utilizada para financiar aplicações permanentes, como terrenos, edifícios, máquinas, imobilizações financeiras e certos itens do realizável a longo prazo. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003, p. 11).

Observa-se que o ativo permanente (AP) ou investimento fixo “inclui os direitos a receber da empresa a longo prazo e o ativo permanente propriamente dito. São valores inscritos tipicamente como de longo prazo (não circulantes).”. (ASSAF NETO; SILVA, 2012, p. 67).

E, quanto ao passivo permanente (PP), observa-se que este “compõe-se das fontes de financiamento a longo prazo próprias (patrimônio líquido) e de terceiro (exigibilidades), cuja importância no equilíbrio financeiro de uma empresa é financiar necessidades permanentes de recursos.”. (ASSAF NETO; SILVA, 2012, p. 67).

Assim, as contas não cíclicas do ativo são “as contas que representam aplicações por prazo superior a um ano.”, sendo elas: o realizável a longo prazo, os investimentos, o ativo imobilizado e, o ativo diferido. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003, p. 30).

O realizável a longo prazo são os valores que estão relacionados às contas de letras a receber, créditos com empresas subsidiárias ou coligadas, títulos e valores, estoques vinculados, devedores diversos, créditos com diretores, créditos com acionistas etc. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

Os investimentos são os valores que referem-se às aplicações permanentes em outras sociedades e os créditos de qualquer natureza não oriundos da atividade operacional que estão relacionados às contas de ações, aplicações por incentivos fiscais, investimentos em outras empresas, participações em empresas coligadas, participações em empresas controladas,

terrenos (não destinados a fins operacionais), valores a receber a longo prazo (relativos a operações não ligadas ao objeto social), apólices e títulos de renda etc. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

O ativo imobilizado são os valores que referem-se às aplicações permanentes em bens destinados à manutenção das atividades da empresa podendo ser tangíveis ou intangíveis, que estão relacionados às contas de instalações, máquinas, equipamentos, móveis e utensílios, terrenos, construções em andamento, marcas de fábrica, patentes, nome comercial e aviamento, adiantamentos a fornecedores, importações em andamento etc. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

E, o ativo diferido são os valores que referem-se às despesas relativas a bens e serviços adquiridos pela empresa e cujos benefícios estendem-se a vários exercícios futuros que estão relacionados às contas de salários e honorários antecipados, juros pagos antecipadamente, despesas pré-operacionais, gastos de promoção e organização da sociedade, gastos de reorganização e reestruturação etc. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

As contas não cíclicas do passivo são “as contas que compõem o passivo permanente da empresa.”, sendo elas: as obrigações a longo prazo, o resultado de exercícios futuros, o capital realizado, as reservas de lucro, as reservas de capital e, as reservas de reavaliação. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003, p. 34).

As obrigações a longo prazo são os valores que referem-se às obrigações excedentes ao prazo de um ano que estão relacionados às contas de letras de câmbio, credores no exterior, títulos a pagar, financiamentos, empréstimos, acionistas com empréstimos, FGTS (não optantes), debêntures a pagar, hipotecas etc. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

O resultado de exercícios futuros é o valor que refere-se às receitas de exercícios futuros diminuídos dos custos e despesas a elas correspondentes. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

O capital realizado é o valor que refere-se ao capital social da empresa constante dos estatutos registrados na Junta Comercial e totalmente integralizado. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

As reservas de lucros são os valores que referem-se às reservas constituídas a partir do lucro líquido dos exercícios que estão relacionados às contas de reserva legal, reserva estatutária, reserva livre, reserva para investimento, reserva para proteção do ativo imobilizado etc. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

As reservas de capital são os valores que estão relacionados às contas de ágio (oriundo de subscrições), renda de partes beneficiárias e bônus de subscrição, prêmio recebido na

emissão de debêntures, doações e subvenções para investimento, correção monetária do capital realizado etc. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

E, as reservas de reavaliação são os valores que estão relacionados aqueles provenientes de novas avaliações de bens do ativo baseado em laudo aprovados pela assembleia geral que estão relacionados às contas de reservas de reavaliação do imobilizado, reservas de reavaliação de estoques etc. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

2.3.5 Autofinanciamento e capacidade de autofinanciamento

O autofinanciamento "é a capacidade da empresa de auferir lucros, provenientes da sua atividade operacional, suficientes para financiar o capital de giro e os investimentos necessários para a empresa.". Está relacionado ao poder de geração e retenção de lucro, que é determinado pelo volume de investimentos efetuados em períodos anteriores. (GOZER, 2003, p. 97).

São os recursos que a empresa consegue obter sem a necessidade de efetuar um empréstimo com um banco, sendo que existem várias fontes de autofinanciamento: o lucro, por meio do reinvestimento dos resultados positivos do próprio negócio; os fornecedores, por meio da obtenção de melhores condições de compra de estoque; o adiantamento de clientes, por meio do recebimento antecipado e à vista; os novos investimentos dos sócios, por meio da aplicação de novos valores no negócio; e, o crédito informal, por meio de pessoas próximas do empresário. (SEBRAE, 2020).

Tem por objetivo avaliar o potencial da empresa de dispor "de recursos gerados internamente que possam ser direcionados para o reinvestimento na manutenção e no crescimento dos seus negócios.". E, é determinado por meio da diminuição da geração de caixa do valor dos dividendos distribuídos, conforme Fórmula 3. (VIEIRA, 2008, p. 186).

$$AUT = LL - (ORDO + ROD + REP) + DEPR - (DIV + JSCP) \quad (3)$$

O lucro gerado por uma empresa tem duas finalidades básicas que são a distribuição de dividendos, que é prioridade para a empresa, e retenção para autofinanciamento dos seus projetos de investimento, que é uma consequência dessa distribuição. Ou seja, "um comportamento conservador na política de distribuição de dividendos pode levar a empresa a ter uma capacidade maior de autofinanciar-se, que será estabelecida após a determinação do montante de dividendos.". (GOZER, 2003, p. 92).

A capacidade de autofinanciamento ou geração de caixa representa a avaliação da parcela que coube aos proprietários e "pode ser entendida como a capacidade de gerar recursos para o reinvestimento, o que, em última análise, irá depender também da política de dividendos praticada pela empresa.". E, é determinado através da soma das depreciações ao lucro líquido, conforme a Fórmula 4. (VIEIRA, 2008, p. 186).

$$CAUT = LL - (ORDO + ROD + REP) + DEPR \quad (4)$$

A estrutura de financiamento, recursos próprios e recursos de terceiros, varia muito de empresa para empresa. Empresas que tem o poder de decidir o preço do seu produto conseguem aumentar o lucro e, consequentemente, a capacidade de autofinanciamento. Enquanto outras empresas que não têm esse poder atuam em um mercado altamente competitivo onde o preço lhe é dado e, consequentemente, tem um lucro menor, menor capacidade de autofinanciamento e maior dependência de capitais de terceiros. (GOZER, 2003).

Se o autofinanciamento de uma empresa não for suficiente para financiar o aumento da necessidade de capital de giro, será necessário "recorrer a fundos externos, que podem ser empréstimos de curto ou longo prazos e/ou aumento de capital social em dinheiro. Caso esses fundos não possam ser obtidos, essa empresa terá sua própria sobrevivência ameaçada.". (CREPALDI, 2017, p. 575).

> "O Autofinanciamento é fundamental para o financiamento das atividades da empresa, principalmente se ela tem planos de crescer. Uma situação deficiente neste aspecto irá sempre representar um grave impedimento, uma ameaça ao futuro da organização, que irá sempre depender dos recursos fornecidos pelos acionistas e órgãos financiadores. É o Autofinanciamento que alavanca o crescimento do CDG, que é um fator essencial para se alcançar uma posição de liquidez satisfatória." (VIEIRA, 2008, p. 187).

Quanto maior o grau de autofinanciamento, maior é a capacidade de expansão de uma empresa, pois ela pode "financiar seus investimentos com capital próprio e também [...] recorrer de forma mais intensa ao mercado de capital e financeiro, ou seja, tem maiores possibilidades de obtenção de recursos de terceiros, sem configurar riscos crescentes por elevados níveis de endividamento.". (GOZER, 2003, p. 97-98).

2.3.6 Saldo em tesouraria e efeito tesoura

O saldo em tesouraria é a "diferença entre o ativo errático e o passivo errático [...] é o resultado da estrutura do balanço gerencial: o saldo em tesouraria (T) é obtido pela diferença entre capital de giro (CDG) e necessidade de capital de giro (NCG).". (FLEURIET; ZEIDAN, 2015, p. 77).

As contas do ativo circulante financeiro (ACF) e do passivo circulante financeiro (PCF) também são chamadas de contas de tesouraria e, são assim definidas pois, o saldo em tesouraria pode ser encontrado pela diferença entre os dois grupos, conforme Fórmula 5. (GUIMARÃES; OZORIO, 2018).

$$T = ACF - PCF \quad (5)$$

Caso seja insuficiente os "investimentos operacionais (ACO) em relação às fontes de financiamentos operacionais (PCO), ocorrerá excesso das disponibilidades e aplicações de recursos de curto prazo sobre os empréstimos e financiamentos.", podendo ser aplicado no mercado financeiro ou na aquisição de bens fixos. (FERRARI, 2014, p. 299).

Quando é positivo, este significa que a empresa tem dinheiro e recursos suficientes para lidar com as "obrigações financeiras de curto prazo sem reduzir os recursos alocados no ciclo operacional. Uma empresa pode financiar o aumento de suas dívidas de curto prazo (a diferença entre o ativo errático e o passivo errático) avaliando os diferentes tipos de credores, mas isto é perigoso.". (FLEURIET; ZEIDAN, 2015, p. 77).

"O saldo de tesouraria positivo indica que a empresa tem uma folga financeira, o que reduz seu risco de insolvência se comparado com a situação de saldo de tesouraria negativo". (GUIMARÃES; OZORIO, 2018, p. 33).

E, quando é negativo, este significa que "o autofinanciamento não é suficiente para financiar o aumento da NCG, obrigando as empresas, para esse fim, a recorrer a fundos externos: empréstimos a curto e/ou longo prazo e aumentos de capital social (em dinheiro).". Caso este valor negativo do saldo em tesouraria seja crescente, então significa que a estrutura financeira da empresa é inadequada e que esta depende excessivamente de empréstimos a curto prazo, o que poderá levá-las a um estado de insolvência. (FLEURIET; ZEIDAN, 2015, p. 78).

As empresas com saldo em tesouraria negativo tornam-se vulneráveis financeiramente, "em particular quando estão em condições de crescimentos expressivos da necessidade de

capital de giro (NCG), com restrição a recursos de longo prazo.”. (GUIMARÃES; OZORIO, 2018, p. 33).

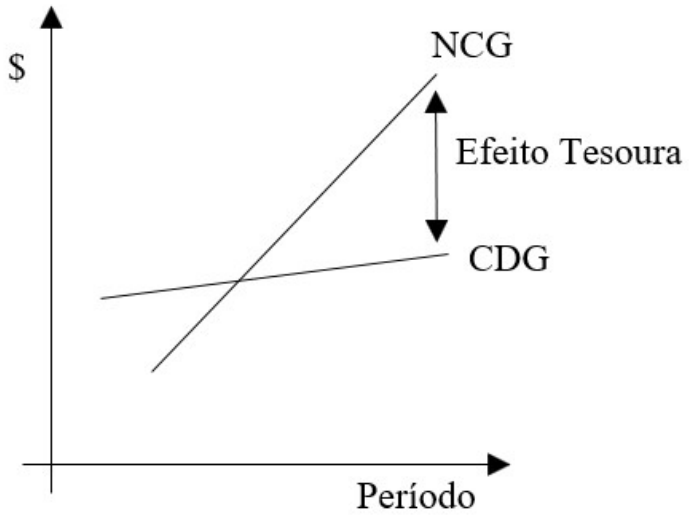
> O saldo de tesouraria (T) depende da maneira que a empresa cobre a necessidade de capital de giro (NCG). Se a NCG é financiada somente por capital de giro (CDG) (que é definido como sendo fundos próprios, dívidas financeiras de longo prazo e disposições menos ativos fixos), o T é positivo e, consequentemente, os ativos financeiros e monetários circulantes excedem dívidas financeiras de curto prazo. Se o CDG não cobre os requerimentos totais, a diferença é financiada por endividamento financeiro de curto prazo e o saldo de tesouraria é negativo. Quando passivo errático excede muito os ativos erráticos e a diferença é crescente e a firma pode entrar no “efeito tesoura”. (FLEURIET; ZEIDAN, 2015, p. 83).

São vários os motivos que levam uma empresa ao efeito tesoura, mas estes podem ser divididos em dois grupos: os motivos que afetam o crescimento da necessidade de capital de giro, decorrentes das decisões que a empresa toma para gerenciar estoques e recebíveis (ACO), bem como para financiar suas operações por meio de créditos dos fornecedores, salários e impostos a pagar (ACO); e, os motivos que reduzem o capital circulante líquido (CCL), decorrentes das políticas que a empresa adota sobre manter ou não atividades financiadas com recursos de longo prazo, dos esforços continuados para captação de recursos de longo prazo, bem como de políticas de distribuição de dividendos coerentes com a geração de caixa da empresa. (GUIMARÃES; OZORIO, 2018).

“O conceito de efeito tesoura é caracterizado pelo desequilíbrio financeiro provocado pelo descasamento entre os crescimentos da NCG e do CCL.”. (GUIMARÃES; OZORIO, 2018, p. 34).

Ou seja, o efeito tesoura acontece quando ocorre um aumento cada vez maior do saldo em tesouraria negativo “com o crescimento rápido das vendas, se a necessidade de capital de giro aumentar proporcionalmente mais do que o autofinanciamento e a empresa não conseguir aumentar seu capital de giro por meio de fontes externas.”, conforme Figura 2. (FLEURIET; ZEIDAN, 2015, p. 78-79).

Figura 2 – Efeito tesoura



Fonte: Elaborada a partir de Fleuriet e Zeidan (2015).

Assim, o efeito tesoura ou overtrading ocorre quando uma empresa aumenta muito suas vendas e o capital de giro presente não acompanha este crescimento proporcionalmente. Ou seja, esta "terá mais Passivo Circulante Financeiro a curto prazo (empréstimos e financiamentos a curto prazo) do que disponibilidades (caixa, bancos e aplicações financeiras de curtíssimo prazo), fazendo com que aumente o risco do negócio, que se traduz em risco de insolvência.". (FERRARI, 2014, p. 299).

O termo overtrading relaciona-se com "uma forte expansão no volume de atividade de uma empresa sem o devido lastro de recursos disponíveis para financiar as necessidades adicionais de giro.". Pode ser visto quando o capital de giro existente não é suficiente para cobrir financeiramente investimentos adicionais. (ASSAF NETO; SILVA, 2012, p. 87).

Ou seja, o overtrading ocorre quando o crescimento da necessidade de capital de giro é maior que o crescimento do capital circulante líquido, o que faz com que a empresa busque mais recursos de curto prazo, não renováveis, e que aumentam cada vez mais o saldo em tesouraria negativo. (GUIMARÃES; OZORIO, 2018).

> "o saldo de tesouraria (T) tem seu comportamento definido pelo resultado do confronto entre as fontes de longo prazo disponíveis do capital de giro (CDG) e a necessidade operacional de recursos da necessidade de capital de giro (NCG). O efeito tesoura acontece quando a empresa não consegue aumentar o CDG no mesmo ritmo de aumento da NCG. Quando ocorre um descompasso entre a evolução das fontes disponíveis de longo prazo (CDG) e as aplicações que precisam ser financiadas (NCG), o saldo de tesouraria (T) se torna crescentemente negativo, evidenciando uma dependência cada vez mais acentuada dos recursos de longo prazo para o financiamento das atividades da empresa. Este processo persistente eleva o risco financeiro e se materializa quando ocorre um crescimento significativo e continuado do saldo negativo de tesouraria. Evidentemente que, a curto prazo, T poderá surgir como uma alternativa para o financiamento da NCG, desde que limitado a certo montante, tenha perspectivas concretas de ser substituído pelos recursos do CDG ou venha suprir uma necessidade que se prevê extinta proximamente.". (FLEURIET; ZEIDAN, 2015, p. 84).

Com isso, o saldo em tesouraria "é o termômetro dos riscos resultantes do descompasso entre ativos e passivos.", sendo estes: o risco de liquidez, em que o tomador do empréstimo pode não conseguir acessar os fundos que são necessários, pois o banco pode reduzir o limite de crédito ou pode ocorrer eventos de mercado que reduzem o interesse dos investidores; o risco de mercado, em que há mudanças nos preços que afetam o custo real de financiamento como nos casos de empréstimos de curto prazo onde as empresas estão mais vulneráveis à taxa de juros e risco cambial; o risco de contraparte, em que as decisões de um credor podem resultar no aumento dos custos de financiamento ou da completa remoção do financiamento pois um banco pode exercer uma cláusula material de mudança adversa ou encerrar linhas de crédito especiais e automáticas; e, o risco de garantia, em que acontece de a empresa violar as cláusulas dos contratos de empréstimos, podendo resultar em multas significativas ou mesmo o início de processo de falência por negligência. (FLEURIET; ZEIDAN, 2015, p. 79).

> "O autofinanciamento da empresa deve ser suficiente para financiar, pelo menos, os aumentos de sua necessidade de capital de giro [...] Se a empresa financia o aumento da necessidade de capital de giro através de endividamento ou aporte de capital, ela diminui suas chances de financiar as necessidades futuras mediante autofinanciamento. O aumento de capital leva, posteriormente, à distribuição de dividendos e, portanto, à diminuição da reserva de lucros. Já o aumento do endividamento leva a despesas financeiras suplementares que irão diminuir os resultados futuros, logo, o autofinanciamento.". (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003, p. 42-43).

Para evitar o efeito tesoura as empresas devem planejar a evolução do saldo em tesouraria de acordo com as variáveis que afetam o autofinanciamento e a necessidade de capital de giro, determinados pelo nível de atividades dela, e de acordo com as decisões estratégicas que modificam o capital de giro, como novos investimentos em bens do ativo permanente, empréstimos a longo prazo etc. (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

2.3.7 Tipos de estrutura e situação financeira

Para que a empresa possa "financiar a necessidade de capital de giro (NCG) decorrente das operações, [...] utiliza os recursos de longo prazo do capital de giro (CDG) que, caso sejam insuficientes, são complementados por recursos de curto prazo originários do saldo de tesouraria (T).". (VIEIRA, 2008, p. 107).

> "[...] as aplicações operacionais são financiadas, a cada momento, por uma composição de fontes de longo prazo do capital de giro (CDG) e de fontes de curto prazo do saldo de tesouraria (T). Este conceito é muito interessante para nos ajudar a visualizar a estrutura de capital utilizada pela empresa, através da caracterização de um conjunto de variáveis-chaves calculadas com base nas informações do balanço patrimonial e definidas em função do tipo de relacionamento com a sua dinâmica operacional.". (VIEIRA, 2008, p. 108).

"São três as formas principais de financiamento do capital de giro: emissão de dívidas de longo prazo, de ações ou autofinanciamento.". E, para isto, a empresa seguiria uma ordem, usando primeiro os lucros retidos, em seguida partindo para a emissão de dívidas e, por fim, recorrendo a emissão de novas ações. (FLEURIET; ZEIDAN, 2015, p. 68).

"A combinação dos três elementos que compõem a posição de curto prazo da organização (CCL, IOG e T) determina sua estrutura financeira em dado período [...], assim como a situação de liquidez e solvência da entidade em igual momento.", conforme Quadro 2. (MARQUES; BRAGA, 1995, p. 56).

Quadro 2 – Estrutura financeira

APLICAÇÕES	FONTES
NCG Aplicação Operacional de Recursos	**T** Fontes de Curto Prazo
	CDG Fontes de Longo Prazo

Fonte: Elaborada a partir de Vieira (2008).

Existem seis situações possíveis pelo confronto destes elementos: o CDG ou capital circulante líquido (CCL), a NCG ou investimento operacional em giro (IOG) e, o saldo tesouraria (T), conforme Quadro 3. (MARQUES; BRAGA, 1995).

Quadro 3 – Situação financeira

TIPO	SITUAÇÃO	ESTRUTURA		
		CDG	NCG	T
I	Excelente	+	-	+
II	Sólida	+	+	+
III	Insatisfatória	+	+	-
IV	Péssima	-	+	-
V	Ruim	-	-	-
VI	Arriscada	-	-	+

Fonte: Elaborada a partir de Barbosa, Alves e Barbosa (2020).

O tipo I caracteriza a situação financeira excelente, pois possui um alto nível de liquidez praticado. O NCG negativo significa que as contas do passivo circulante operacional são maiores que o ativo circulante operacional, que apresentam grau de rotação mais elevado e, consequentemente, um ciclo financeiro reduzido. Enquanto o CDG superior ao NCG e inferior ao T indica que as contas do ativo circulante financeiro são mais expressivas do que do passivo financeiro. (MARQUES; BRAGA, 1995).

O tipo II caracteriza a situação financeira sólida, em que os três elementos positivos, geralmente, fazem com que o T se iguale a NCG, mas seja sempre inferior ao NCG. Isso mostra que, desde que seja mantido o nível de atividade, os recursos de longo prazo investidos no CDG vão garantir a continuidade de um T favorável. (MARQUES; BRAGA, 1995).

O tipo III caracteriza a situação financeira insatisfatória. O T negativo indica que o CDG é insuficiente para garantir a manutenção do nível de atividade naquele momento, sendo necessário recorrer a fontes de financiamento de curto prazo que aumentam o passivo circulante operacional. (MARQUES; BRAGA, 1995).

O tipo IV caracteriza a situação financeira péssima, em que o CDG negativo significa que os investimentos de longo prazo estão sendo financiados por fontes de curto prazo. Há a carência de NCG, mas não há CDG para isto, então é necessário buscar recursos onerosos para cobrir essa insuficiência. (MARQUES; BRAGA, 1995).

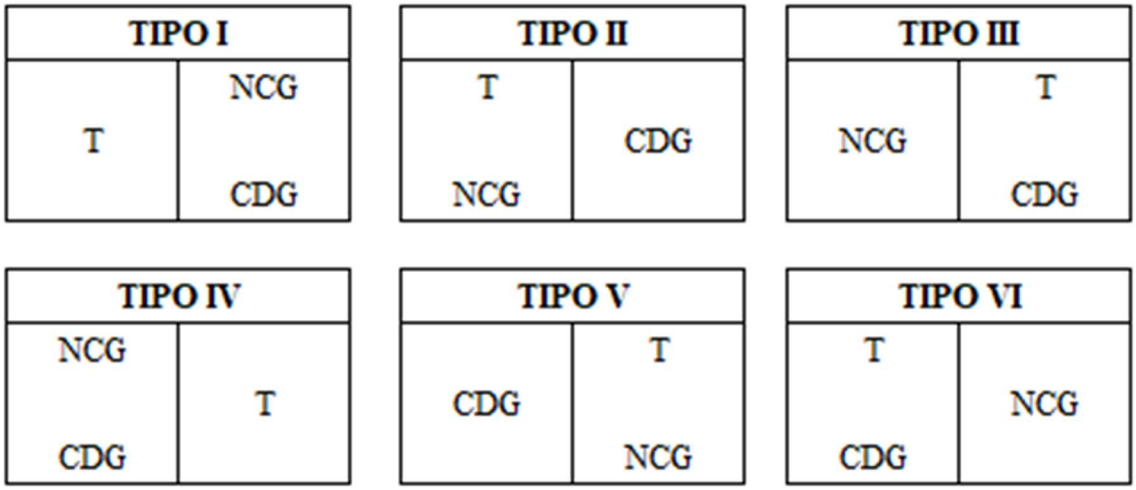
O tipo V caracteriza a situação financeira ruim. Nesta circunstância, o CDG é negativo, o que aponta o uso de fontes de curto prazo financiando os ativos de longo prazo, e o NCG também é negativo, cujo valor é ainda maior. (MARQUES; BRAGA, 1995).

O tipo VI, por fim, caracteriza a situação financeira arriscada, na qual o NCG é negativo, porém com valor inferior ao do CDG, também negativo. O T, nesta situação, fica positivo e pode indicar que mesmo aplicando os recursos de curto prazo com eficiência no mercado

financeiro, a empresa também pode não estar desempenhando suas operações de forma adequada. (MARQUES; BRAGA, 1995).

Estas situações financeiras podem ser observadas de acordo com a estrutura da empresa na Figura 3.

Figura 3 – Situação financeira de acordo com a estrutura financeira



Fonte: Elaborada a partir de Vieira (2008).

A necessidade de capital de giro pode sofrer alterações em razão das mudanças no ciclo financeiro, desde o emprego de políticas próprias até as condições existentes no ambiente, e por conta de variações no volume de vendas da empresa. Ou seja, pode-se observar com isto que existe um grau de relacionamento direto com estas variáveis. (MARQUES; BRAGA, 1995).

2.4 DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS

Os resultados de uma empresa são distribuídos entre "instituições financeiras, o governo que cobra impostos sobre o lucro e os acionistas. Quanto maior a carga de juros decorrentes do tamanho e da taxa de juros incidentes sobre a dívida, menor a proporção dos resultados que será colocada à disposição dos proprietários.". (VIEIRA, 2008, p. 184-185).

As demonstrações contábeis utilizadas neste trabalho se referem a Sociedades Anônimas e, observa-se que de acordo com o artigo 1º da lei 6.404/1976 que dispõe sobre as sociedades por ações, são definidas desta forma ou como companhia as organizações que tenham o capital dividido em ações e cuja responsabilidade dos sócios ou acionistas é limitada ao preço das ações subscritas ou adquiridas. (BRASIL, 1976).

Além disso, de acordo com o artigo 4º e parágrafo 1º, alterado e complementado pela lei 10.303/2001, as companhias podem ser abertas ou fechadas no que se refere aos valores

mobiliários de sua emissão que podem, respectivamente, ser admitidos ou não para negociação no mercado de valores mobiliários, desde que estas possuam registro mediante a Comissão de Valores Mobiliários. (BRASIL, 2001).

No entanto, tratando-se de sociedades anônimas, conforme o artigo 176 e parágrafos 1º e 4º, as companhias devem elaborar e publicar algumas demonstrações contábeis ao final de cada exercício social. São elas: o balanço social; a demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados; a demonstração do resultado do exercício; a demonstração dos fluxos de caixa; e, se companhia aberta, a demonstração do valor adicionado. Além disso, devem ser complementadas por notas explicativas e outros quadros analíticos ou demonstrações contábeis necessárias para esclarecimento da situação patrimonial e dos resultados do exercício. (BRASIL, 1976).

De acordo com os artigos 11 a 13, será por meio do estatuto que a companhia fixará o número de ações em que o capital social é dividido. Bem como, irá estabelecer se as ações terão ou não valor nominal, desde que não inferior a este, o qual só será alterado quando houver a modificação do valor do capital social ou de sua expressão monetária, ou ainda se houver desdobramentos, grupamentos ou cancelamento de ações. Deste modo, conforme o artigo 15 e parágrafos 1º e 2º, as ações serão classificadas de acordo com espécies diferentes e de acordo com a natureza dos direitos ou vantagens proporcionados aos seus titulares, sendo denominadas como ordinárias, preferenciais ou de fruição. (BRASIL, 1976).

Além disso, as ações ordinárias da companhia fechada e as ações preferenciais da companhia aberta ou fechada podem ser de uma ou mais classes, e o número de ações preferenciais sem direito a voto não poderá ultrapassar 50% do total das ações emitidas conforme alteração dada pela lei 10.303/2001. (BRASIL, 2001).

As ações ordinárias, de acordo com o artigo 16 e incisos de I a III, alterado pela lei 9.457/1997, serão classificadas em função da conversibilidade em ações preferenciais, da exigência de nacionalidade brasileira do acionista, ou direito a voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgão administrativos. (BRASIL, 1997).

E, as vantagens das ações preferenciais, de acordo com o artigo 17 e incisos de I a III, alterado pela lei 10.303/2001, podem consistir em prioridade na distribuição de dividendo fixo ou mínimo, em prioridade no reembolso do capital com prêmio ou sem ele, ou na acumulação destas preferências e vantagens. (BRASIL, 2001).

Ainda, de acordo com o artigo 17 e parágrafo 1º deste, alterado e complementado pela lei 10.303/2001, as ações preferenciais sem direito a voto ou com restrição ao exercício deste

direito podem ser negociadas no mercado de valores mobiliários somente se a elas for atribuída pelo menos uma preferência ou vantagem. (BRASIL, 2001).

Estas vantagens, conforme os incisos I a III do artigo 17, podem ser: o direito de participar da distribuição de dividendos correspondentes a pelo menos 25% do lucro líquido do exercício, usando como critério a prioridade no recebimento dos dividendos de no mínimo 3% do valor do patrimônio líquido da ação e o direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias depois de assegurado o valor mínimo mencionado anteriormente; o direito ao recebimento de dividendos por ação preferencial pelo menos 10% maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou, o direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias. (BRASIL, 2001).

Além destas, outras preferências ou vantagens atribuídas aos acionistas sem direito a voto ou com voto restrito, de acordo com o parágrafo 2º do artigo 17, deverão constar no estatuto. No entanto, conforme o parágrafo 3º do artigo 17, os dividendos não poderão ser distribuídos em prejuízo do capital social, exceto quando expressamente assegurada esta vantagem em caso de liquidação da companhia. (BRASIL, 2001).

De acordo com o artigo 121, é por meio da assembleia geral, convocada nos termos da lei e do estatuto, que se decide todos os negócios relativos ao objeto da companhia e define-se resoluções para sua defesa e desenvolvimento. (BRASIL, 1976).

Independente de estatuto ou de assembleia geral, conforme o artigo 109 e incisos de I a V, os acionistas sempre terão alguns direitos essenciais garantidos por esta lei, tais quais como: a participação nos lucros sociais; a participação do acervo da companhia em caso de liquidação; o direito de fiscalizar a gestão dos negócios; preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição; e, de retirar-se da sociedade. (BRASIL, 1976).

Deste modo, conforme o artigo 42, os titulares das ações recebidas são representados por uma instituição financeira responsável por receber dividendos e ações bonificadas, além de exercer o direito destes de preferência para subscrição de ações mediante a companhia. E, conforme o artigo 27, esta instituição financeira contratada pela companhia para efetuar a escrituração, guarda dos livros de registro, transferência de ações e a emissão dos certificados destas, deve ser autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários. (BRASIL, 1976).

A companhia, de acordo com o artigo 201, somente pode pagar dividendos à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros. E, à conta de reserva de capital, no caso das ações preferenciais. (BRASIL, 1976).

Conforme o artigo 202 e incisos de I a III, os acionistas têm direito a receber dividendos obrigatórios. E, caso a parcela dos lucros a ser distribuída não tenha sido estabelecida no estatuto, este valor será equivalente à metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido da importância destinada à constituição de reserva legal e destinada à formação da reserva para contingências e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores; podendo este pagamento ser limitado ao montante do lucro líquido do exercício que tiver sido realizado, desde que a diferença seja registrada como reserva de lucros a realizar; ou, ainda, quando realizados os lucros registrados na reserva de lucros a realizar e não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, estes devem ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização. (BRASIL, 2001).

Assim, de acordo com o parágrafo 2º do artigo 202, caso não tenha sido definido nenhum percentual, o dividendo a ser distribuído não pode ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado. Além disso, de acordo com o parágrafo 6º do mesmo artigo, os lucros não destinados à reserva legal, às reservas estatutárias, às reservas para contingências, à reserva de incentivos fiscais, à retenção de lucros ou a reserva de lucros a realizar devem ser distribuídos como dividendos. (BRASIL, 2001).

Além disso, conforme os parágrafos 4º e 5º do artigo 202, a companhia não é obrigada a distribuir dividendos caso não esteja em uma situação financeira favorável ao final daquele exercício social. No entanto, os lucros não distribuídos devem ser registrados como reserva especial que, caso não seja absorvida por prejuízos em exercícios subsequentes, devem ser pagos assim que permitir a situação financeira da companhia. (BRASIL, 1976).

Com isso, de acordo com o artigo 205, parágrafos 1º a 3º, a companhia deve pagar os dividendos de ações nominativas ao proprietário ou usufrutuário desta ação, podendo ser por meio de cheque nominativo remetido por via postal ou mediante crédito em conta corrente bancária em nome do acionista. Já no caso de ações em custódia bancária, o pagamento dos dividendos deve ser feito pela companhia à instituição financeira depositária que, posteriormente, fará a transferência deste valor aos titulares das ações. Em ambos, o pagamento deve ser feito no prazo de sessenta dias da data em que for declarado, exceto em caso de decisão contrária em assembleia, e dentro do exercício social. (BRASIL, 1976).

A decisão de distribuir ou reter os lucros obtidos trata do retorno do capital aos investidores após a geração de lucros e criação de valor e, é a partir disso que é determinada a parcela de lucro que fica retido na empresa, devendo ser analisada em relação ao custo de oportunidade de autofinanciamento. (PADOVEZE, 2016).

3. METODOLOGIA DA PESQUISA

O presente trabalho de conclusão de curso caracteriza-se como uma pesquisa descritiva, pois seu objetivo é analisar a influência que a distribuição de dividendos tem na gestão do capital de giro das vinte maiores empresas brasileiras de capital aberto de 2019, utilizando a análise dinâmica com o Método de Fleuriet.

Quanto aos procedimentos adotados, utilizou-se o levantamento documental com a análise de conteúdo, visto que foram analisadas as demonstrações contábeis destas empresas, em específico o balanço patrimonial e a demonstração de resultados, além das notas explicativas.

A pesquisa foi operacionalizada da seguinte maneira: a listagem das empresas a serem analisadas foi determinada por meio de uma pesquisa publicada em 2019 no site da Forbes, a 17ª edição do ranking anual da Forbes Global 2000, cuja classificação é definida por meio de métricas como vendas, lucros, ativos e valor de mercado. Partindo-se disto, foram identificadas as demonstrações contábeis consolidadas destas empresas através de consulta no site da BM&FBovespa (com exceção da Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo – Sabesp, que foram consideradas as demonstrações contábeis individuais) e coletados os dados de um período de cinco anos (2015-2019) a fim de efetuar uma análise mais completa.

Além das demonstrações, foi verificado nas notas explicativas o valor da distribuição de dividendos em cada ano e reclassificado o balanço patrimonial de acordo com o Método de Fleuriet. Após a reclassificação (conforme anexos) foi calculado o capital de giro, a capacidade de autofinanciamento, o autofinanciamento, a provisão do capital de giro, a necessidade de capital de giro e o saldo tesouraria destas empresas com o objetivo de verificar a gestão do capital de giro antes e depois do valor da distribuição de dividendos.

No entanto, a fim de alcançar resultados mais precisos neste trabalho, foi efetuada a conversão do valor dos dividendos de algumas empresas, de milhões para milhares, em razão dos demais dados terem sido disponibilizados em milhares, sendo elas: a Cia Brasileira de Distribuição / Grupo Pão de Açúcar – GPA S.A., a Vale S.A., e a Petrobras Distribuidora S.A. Também foi necessário efetuar a exclusão de oito empresas desta lista, sendo elas: a Metalúrgica Gerdau S.A., a Oi S.A. e a Cia Siderúrgica Nacional / CSN S.A., em razão destas empresas não terem efetuado o pagamento de dividendos e apresentarem prejuízo na maior parte dos anos analisados, estando a Oi S.A. em recuperação judicial; e, o Banco do Brasil S.A., o Banco Bradesco S.A., o Itaú Unibanco Holding S.A., a Itaúsa S.A. e a Brasil, Bolsa, Balcão ou B3 S.A., em razão destas empresas tratarem-se de instituições financeiras, cuja estrutura é

diferenciada, contendo inúmeras particularidades que dificultam a classificação do balanço patrimonial de acordo com o método de Fleuriet como as demais empresas e podendo prejudicar os resultados desta pesquisa.

4. ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS NA GESTÃO DO CAPITAL DE GIRO UTILIZANDO O MÉTODO DE FLEURIET

Compreendidos os conceitos e particularidades acerca do assunto, bem como definida e esclarecida a metodologia desta pesquisa, estão demonstrados neste capítulo os resultados obtidos e a análise destes, conforme os objetivos estabelecidos inicialmente neste trabalho.

As empresas a seguir estão apresentadas conforme a listagem do site da Forbes, da menor para a maior das vinte empresas brasileiras de capital aberto em 2019, sendo demonstrado: um breve histórico para conhecimento do ramo, tempo de atuação e algumas particularidades das mesmas; um resumo dos grupos do balanço classificado de acordo com o método de Fleuriet; e, os dados resultantes e análise da influência da distribuição de dividendos na gestão do capital de giro, incluindo a estrutura e situação financeira de cada empresa no período analisado.

Foi realizado em todas as empresas dois cálculos para a gestão do capital de giro. Um deles para verificar o CDG efetivamente realizado no ano e o outro para verificar a provisão do CDG, sendo considerado neste último a variação do ativo não circulante, o resultado da empresa e o valor da distribuição aprovado em assembleia.

Como o pagamento dos dividendos ocorre sempre no ano posterior ao fechamento do balanço, é possível identificar com a provisão se o valor distribuído prejudicará a disponibilidade de capital de giro. Em resumo, é analisado com a projeção o CDG do ano anterior somado ao lucro do ano anterior, desconsiderando o valor de dividendos, e diminuído a variação do ativo não circulante, sobre a qual constam maiores informações sobre os cálculos nos anexos.

4.1 CIA DE SANEAMENTO BÁSICO DO ESTADO DE SÃO PAULO – SABESP S.A.

A Cia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo, ou Sabesp S.A., atua no fornecimento de água, coleta e tratamento de esgotos em 375 municípios do Estado de São Paulo. É considerada uma das maiores empresas de saneamento do mundo em população atendida, sendo 28,1 milhões de pessoas abastecidas com água e 24,5 milhões de pessoas com coleta de esgotos.

Esta empresa foi fundada em 1973 e é responsável por cerca de 30% do investimento em saneamento básico feito no Brasil e planeja investir no período 2020-2024 cerca de R$ 20,2 bilhões na ampliação da disponibilidade e segurança hídrica. Além disso, encontra-se em 20º lugar no ranking da Forbes.

É apresentado, na Tabela 1, o resumo do balanço classificado segundo o modelo de Fleuriet.

Tabela 1 – Resumo do modelo dinâmico: Cia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo / Sabesp S.A.

Contas / Ano	2015	2016	2017	2018	2019
AP	30.256.281,00	32.921.399,00	34.972.359,00	37.962.876,00	41.561.662,00
PP	29.966.298,00	32.442.526,00	34.774.564,00	38.166.486,00	40.004.376,00
ACO	1.811.119,00	1.937.414,00	2.291.038,00	2.573.051,00	2.642.928,00
PCO	2.214.054,00	3.055.941,00	3.025.125,00	3.295.020,00	3.593.581,00
ACF	1.639.214,00	1.886.221,00	2.283.047,00	3.029.191,00	2.253.210,00
PCF	1.526.262,00	1.246.567,00	1.746.755,00	2.103.612,00	2.859.843,00

Fonte: elaborado pela autora.

Na Tabela 1, pode-se notar que a maior variação foi de 2018 a 2019 no ativo permanente, a qual pode ter ocorrido pelo aumento na conta de contratos de concessões, do intangível; no ativo financeiro, pela redução na conta de caixa e equivalentes; e, no passivo financeiro, pelo aumento na conta de empréstimos e financiamentos de curto prazo.

A maior variação no passivo permanente foi de 2017 a 2018, que pode ter sido pelo aumento na conta de empréstimos e financiamentos de longo prazo e de outras obrigações do não circulante. O ativo operacional teve uma maior variação de 2016 a 2015, provavelmente pelo aumento na conta de clientes; e, o passivo operacional de 2015 a 2016, pelo aumento na conta de obrigações trabalhistas.

Estas variações no ativo permanente e no passivo permanente podem ser constatadas na Tabela 2, onde a maior variação do CDG efetivo foi uma redução de 2018 a 2019 e um aumento de 2017 a 2018.

Tabela 2 – Capital de giro antes e depois da distribuição de dividendos: Sabesp S.A.

Indicadores / Ano	2016	2017	2018	2019
CDG EFETIVO	- 478.873,00	- 197.795,00	203.610,00	- 1.557.286,00
CDG PROVISÃO	- 3.004.475,00	- 179.031,00	311.320,00	41.204,00
DIFERENÇA	- 2.525.602,00	18.764,00	107.710,00	1.598.490,00
DIVIDENDOS	1.749,00	231,00	481,00	5.786,00

Fonte: elaborado pela autora.

Observa-se pela Tabela 2 que a distribuição de dividendos influenciou negativamente parte da disponibilidade de capital de giro nos anos de 2017 a 2019. Ou seja, nestes anos era esperado que o valor do CDG fosse superior do que o valor efetivo, mas houve 18.764 milhões, 107.710 milhões e 1.598.490 bilhões, respectivamente, a menos de recursos disponíveis.

Porém, comparando o valor da diferença nestes anos com o valor de dividendos pagos supõe-se que houve a influência de outras variáveis também.

Já em 2016, não houve influência negativa, os dividendos foram pagos sem prejudicar ou diminuir a gestão do capital de giro e a disponibilidade foi maior, podendo ter sido causada pelo aumento de recursos onerosos de longo prazo. No mais, observa-se também que o maior montante de dividendos pagos foi em 2019 e de CDG foi em 2018.

A Tabela 3 apresenta outras variáveis relacionadas à análise do capital de giro, na qual a maior variação da NCG ocorreu de 2016 a 2017 e do T de 2015 a 2016, que em 2015 foi de 112.952 milhões.

Tabela 3 – Outros indicadores: Sabesp S.A.

Indicadores / Ano	2016	2017	2018	2019
NCG	- 1.118.527,00	- 734.087,00	- 721.969,00	- 950.653,00
T	639.654,00	536.292,00	925.579,00	- 606.633,00
CAUT	403.543,00	2.965.191,00	2.560.556,00	2.833.897,00
AUT	401.794,00	2.964.960,00	2.560.075,00	2.828.111,00

Fonte: elaborado pela autora.

Analisando a Tabela 3 em conjunto com a Tabela 2, pode-se ver que em 2016 e 2017 esta empresa apresentou uma situação financeira arriscada, sendo o NCG suficiente para financiar o CDG e com sobras no T, mas indicando que as necessidades permanentes são financiadas com fundos de curto prazo. Já em 2018, esta empresa deu um salto na situação financeira que passou a ser excelente, demonstrando que os recursos permanentes foram suficientes e houve sobra operacionais.

No entanto, ela volta a decair novamente em 2019, em que a situação financeira passa a ser ruim e novamente sendo utilizados recursos de curto prazo. O maior volume de recursos gerados por esta entidade foi também de 2016 a 2017, podendo ser observado isto nos indicadores de capacidade de autofinanciamento e autofinanciamento, sendo este último positivo mesmo com o pagamento dos dividendos.

4.2 CIA ENÉRGÉTICA DE MINAS GERAIS – CEMIG DISTRIBUIÇÃO S.A.

A Cia Energética de Minas Gerais ou Cemig Distribuição S.A. está inserida nas áreas de geração, transmissão, distribuição e comercialização de energia elétrica, e na distribuição de gás natural. Composta por 172 sociedades, com ações em 15 consórcios e 2 fundos de

participações, possui ativos e negócios em 24 estados brasileiros e no Distrito Federal, incluindo a Light que atende o Rio de Janeiro.

É considerada a maior empresa integrada do setor de energia elétrica do Brasil em extensão de rede, com mais de 8,6 milhões de consumidores apenas em 774 municípios de Minas Gerais, a maior comercializadora de energia para clientes livres do país e, a distribuidora exclusiva de gás natural canalizado em todo o território de Minas Gerais. Atende os segmentos industrial, residencial, comercial, gás natural comprimido, gás natural liquefeito, automotivo e termelétrico, e está no mercado desde 1952. Esta empresa está em 19º da classificação da Forbes.

O resumo do balanço classificado desta empresa, conforme o modelo dinâmico, é apresentado na Tabela 4.

Tabela 4 – Resumo do modelo dinâmico: Cia Energética de Minas Gerais / Cemig Distribuição S.A.

Contas / Ano	2015	2016	2017	2018	2019
AP	31.480.351,00	33.750.383,00	33.702.286,00	32.058.599,00	39.789.644,00
PP	27.783.017,00	30.588.393,00	33.577.305,00	36.461.089,00	42.014.601,00
ACO	6.025.360,00	6.276.150,00	6.448.662,00	26.201.719,00	8.861.312,00
PCO	6.773.713,00	6.610.537,00	6.291.733,00	21.196.018,00	5.166.202,00
ACF	3.351.378,00	2.009.320,00	2.088.641,00	1.594.355,00	1.276.096,00
PCF	6.300.359,00	4.836.923,00	2.370.551,00	2.197.566,00	2.746.249,00

Fonte: elaborado pela autora.

A maior variação, na Tabela 4, aconteceu de 2018 a 2019 no ativo permanente, a qual pode ter ocorrido, segundo demonstrativo, por conta do aumento na conta de outros ativos não circulantes; no passivo permanente, que pode ser pelo aumento na conta de PIS/PASEP a serem restituídos a consumidores, no grupo de outros passivos não circulantes; e, no passivo operacional, pela redução na conta de passivos sobre ativos não correntes a venda e descontinuados.

No ativo operacional o maior aumento aconteceu de 2017 a 2018, uma justificativa para o aumento foi pela conta de ativos classificados como mantidos para venda. O ativo financeiro teve uma maior variação de 2015 a 2016, provavelmente pela redução na conta de aplicações financeiras; e, o passivo financeiro de 2016 a 2017, pela redução na conta de empréstimos e financiamentos.

As variações no ativo permanente e no passivo permanente podem ser verificadas na Tabela 5, onde a maior variação do CDG efetivo foram, principalmente, aumentos de 2017 para 2018 e de 2016 a 2017.

Tabela 5 – Capital de giro antes e depois da distribuição de dividendos: Cemig Distribuição S.A.

Indicadores / Ano	2016	2017	2018	2019
CDG EFETIVO	- 3.161.990,00	- 124.981,00	4.402.490,00	2.224.957,00
CDG PROVISÃO	- 9.645.594,00	- 2.573.238,00	- 2.411.079,00	7.835.620,00
DIFERENÇA	- 6.483.604,00	- 2.448.257,00	- 6.813.569,00	5.610.663,00
DIVIDENDOS	466.987,00	427.832,00	508.765,00	701.137,00

Fonte: elaborado pela autora.

Observa-se, na Tabela 5, que apenas em 2019 a influência da distribuição de dividendos foi negativa e a provisão do capital de giro foi maior que o capital de giro efetivo, de modo que o valor de 5.610.663 bilhões a menos estavam disponíveis. No entanto, não é possível afirmar que isto foi causado somente pelos dividendos, pois o valor pago é bem inferior ao valor da diferença e isto sugere que houve influência de outros fatores.

Ao passo que, que não houve impacto negativo de 2016 a 2018, em que a disponibilidade da empresa aumentou com relação ao esperado no valor da provisão, principalmente em 2018. Por fim, em 2018 também houve o maior valor de CDG e em 2019 de dividendos pagos.

É possível ver na Tabela 6 outras variáveis relacionadas ao estudo do capital de giro, na qual a maior variação da necessidade de capital de giro ocorreu de 2017 a 2018. Ou seja, nesse momento a empresa teve uma dependência maior de capital de terceiros. Já a disponibilidade imediata variou mais de 2016 a 2017.

Tabela 6 – Outros indicadores: Cemig Distribuição S.A.

Indicadores / Ano	2016	2017	2018	2019
NCG	- 334.387,00	156.929,00	5.005.701,00	3.695.110,00
T	- 2.827.603,00	- 281.910,00	- 603.211,00	- 1.470.153,00
CAUT	- 2.446.547,00	3.286.616,00	- 1.825.430,00	2.490.580,00
AUT	- 2.913.534,00	2.858.784,00	- 2.334.195,00	1.789.443,00

Fonte: elaborado pela autora.

Complementando a análise da Tabela 6 com as variáveis da Tabela 5, nota-se que a empresa apresentou no ano de 2016 uma situação financeira ruim, na qual mesmo que o NCG seja suficiente ainda há a necessidade de recursos de curto prazo para financiar ativos de longo prazo, deteriorando a capacidade de solvência da empresa. Assim como em 2017, no entanto sem sobras operacionais, visto que a situação financeira passou a ser péssima.

E, nos anos de 2018 e 2019, a situação foi insatisfatória, cujas sobras de recursos de fonte permanente não foram suficientes para financiar a necessidade de capital de giro que foi financiada também por recursos de curto prazo, visível pelo T negativo. Além disso, esta

companhia teve a maior capacidade de autofinanciamento de 2016 a 2017 e, também, a maior sobra de recursos operacionais gerados pelo autofinanciamento, descontados os dividendos, no mesmo ano.

4.3 SUZANO S.A.

A Suzano S.A. é uma empresa de base florestal que desenvolve suas atividades na produção de produtos fabricados a partir do plantio do eucalipto, produzindo papel de "imprimir e escrever" revestido e não-revestido, papel cartão, papel tissue, celulose de mercado e celulose fluff.

Possui três fábricas integradas de celulose e papel, duas localizadas no estado de São Paulo (Unidade Suzano e Unidade Limeira) e uma no Estado da Bahia (Unidade Mucuri), uma fábrica de papel não-integrada no estado de São Paulo (Unidade Rio Verde), uma de produção de celulose no estado do Maranhão (Unidade Imperatriz), e a FuturaGene.

Fundada em 1924, é uma das maiores empresas com estrutura para distribuição de papéis e produtos gráficos da América do Sul e está entre as maiores produtoras verticalmente integradas de papel e celulose de eucalipto da América Latina. Além disso, encontra-se em 18º lugar no ranking da Forbes.

A Tabela 7 apresenta o resumo do balanço classificado desta empresa, de acordo com o Método de Fleuriet.

Tabela 7 – Resumo do modelo dinâmico: Suzano S.A.

Contas / Ano	2015	2016	2017	2018	2019
AP	21.670.966,00	21.369.807,00	21.726.107,00	23.133.752,00	79.023.988,00
PP	24.749.411,00	25.569.439,00	24.814.619,00	47.873.966,00	86.429.030,00
ACO	4.140.923,00	4.334.194,00	4.088.537,00	5.312.874,00	9.484.479,00
PCO	1.485.610,00	2.235.154,00	1.593.296,00	2.631.982,00	5.251.244,00
ACF	2.448.096,00	3.695.312,00	2.708.338,00	25.486.018,00	9.399.758,00
PCF	2.024.964,00	1.594.720,00	2.115.067,00	3.426.696,00	6.227.951,00

Fonte: elaborado pela autora.

Pode-se observar na Tabela 7 que a maior variação ocorreu de 2018 a 2019 no ativo permanente, a qual pode ser em razão do aumento nas contas do imobilizado e do intangível; e, no passivo permanente, que pode ser pelo aumento na conta de empréstimos e financiamentos de longo prazo.

No mesmo período do ativo operacional, pelo aumento na conta de estoques; no passivo operacional, pelo aumento na conta de fornecedores; e, no passivo financeiro, pelo aumento na

conta de empréstimos e financiamentos de curto prazo. Já no ativo financeiro teve uma maior variação de 2017 a 2018, provavelmente pelo aumento na conta de aplicações financeiras.

Na Tabela 8 verica-se estas variações no ativo permanente e no passivo permanente, na qual a maior variação do CDG efetivo foi um aumento de 2017 para 2018 e uma redução de 2018 a 2019.

Tabela 8 – Capital de giro antes e depois da distribuição de dividendos: Suzano S.A.

Indicadores / Ano	2016	2017	2018	2019
CDG EFETIVO	4.199.632,00	3.088.512,00	24.740.214,00	7.405.042,00
CDG PROVISÃO	1.890.883,00	7.131.285,00	4.217.486,00	23.213.392,00
DIFERENÇA	- 2.308.749,00	4.042.773,00	- 20.522.728,00	15.808.350,00
DIVIDENDOS	300.000,00	199.835,00	180.280,00	600.000,00

Fonte: elaborado pela autora.

Ainda, conforme a Tabela 8, nota-se que em 2016 e 2018 a influência não foi negativo, sendo que neste último a empresa obteve o valor mais expressivo de recursos, de 20.522.728 bilhões a mais, cujo aumento pode ter ocorrido por conta do aumento no intangível.

Enquanto nos anos de 2017 a 2019 houve influência negativa e a provisão do CDG foi superior ao valor efetivo, o que demonstra que a disponibilidade foi menor. Isto pode ter ocorrido também por outras variáveis, visto que a diferença é muito mais elevada do que o valor que foi pago de dividendos, principalmente em 2019. Por fim, o maior volume da disponibilidade de capital de giro efetivo foi em 2018 e dos dividendos pagos foi em 2016.

Pode-se ver na Tabela 9 outras variáveis relacionadas à gestão do capital de giro, na qual a maior variação da necessidade de capital de giro ocorreu de 2018 a 2019 e do saldo tesouraria de 2017 a 2018.

Tabela 9 – Outros indicadores: Suzano S.A.

Indicadores / Ano	2016	2017	2018	2019
NCG	2.099.040,00	2.495.241,00	2.680.892,00	4.233.235,00
T	2.100.592,00	593.271,00	22.059.322,00	3.171.807,00
CAUT	- 726.628,00	2.830.329,00	1.665.554,00	480.823,00
AUT	- 1.026.628,00	2.630.494,00	1.485.274,00	- 119.177,00

Fonte: elaborado pela autora.

Comparando a disponibilidade de capital de giro da Tabela 8 com os indicadores da Tabela 9, ressalta-se que de 2016 a 2019 a situação financeira permaneceu como sólida. Ou seja, em todos os anos os recursos permanentes desta empresa foram suficientes para financiar as atividades operacionais, sendo possível, inclusive, contar com uma sobra de caixa. No mais,

a maior capacidade de autofinanciamento desta organização e o maior resultado do autofinanciamento, mesmo após os dividendos serem distribuídos, foi de 2016 a 2017.

4.4 CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO / GRUPO PÃO DE AÇÚCAR - GPA S.A.

A Cia Brasileira de Distribuição ou Grupo Pão de Açúcar – GPA S.A. atua no varejo alimentar, oferecendo uma ampla variedade de produtos básicos até os mais sofisticados e, com um modelo de negócio multiformato, multicanal e multirregião. É o maior grupo da América do Sul, presente em todas as regiões do Brasil com cerca de 1.054 lojas, e é a maior empregadora do varejo no Brasil com mais de 109 mil colaboradores(as).

Está no mercado desde 1948 e é conhecida pelo pioneirismo em serviços no varejo, com consultores e atendentes especializados em vinhos, cafés e queijos, pelo lançamento de marcas exclusivas no Brasil e, por ser a primeira rede a criar um programa de relacionamento no varejo brasileiro, o Pão de Açúcar Mais. Em 1995, criou a primeira loja de comércio eletrônico de alimentos do Brasil, hoje disponível pelo paodeacucar.com. No mais, esta empresa é em 16ª colocada na lista da Forbes.

É apresentado, na Tabela 10, o resumo do balanço classificado desta empresa segundo o modelo de Fleuriet.

Tabela 10 – Resumo do modelo dinâmico: Cia Brasileira de Distribuição / GPA S.A.

Contas / Ano	2015	2016	2017	2018	2019
AP	22.281.000,00	13.566.000,00	14.708.000,00	16.545.000,00	38.099.000,00
PP	21.968.000,00	17.635.000,00	18.936.000,00	20.064.000,00	34.856.000,00
ACO	13.945.000,00	26.539.000,00	29.428.000,00	31.935.000,00	11.938.000,00
PCO	21.459.000,00	24.625.000,00	27.741.000,00	30.769.000,00	19.647.000,00
ACF	11.015.000,00	5.112.000,00	3.792.000,00	4.369.000,00	7.954.000,00
PCF	3.814.000,00	2.957.000,00	1.251.000,00	2.016.000,00	3.488.000,00

Fonte: elaborado pela autora.

Na Tabela 10, pode-se notar que a maior variação ocorreu de 2018 a 2019 no ativo permanente, a qual pode ser em razão do aumento nas contas do intangível e de investimentos; no passivo permanente, que pode ser pelo aumento na conta de tributos diferidos; no ativo operacional, pela redução na conta de ativos não-correntes a venda; e, no passivo operacional, pela redução na conta de outros fornecedores.

O ativo financeiro teve uma maior variação de 2015 a 2016, provavelmente pela redução na conta de caixa e equivalentes; e, o passivo financeiro de 2016 para 2017, pela redução na conta de empréstimos e financiamentos de curto prazo.

Estas variações no ativo permanente e no passivo permanente podem ser constatadas na Tabela 11, onde a maior variação do CDG efetivo foi uma redução de 2018 a 2019 e um aumento de 2015 a 2016.

Tabela 11 – Capital de giro antes e depois da distribuição de dividendos: GPA S.A.

Indicadores / Ano	2016	2017	2018	2019
CDG EFETIVO	4.069.000,00	4.228.000,00	3.519.000,00	- 3.243.000,00
CDG PROVISÃO	- 436.000,00	12.229.000,00	4.365.000,00	3.333.000,00
DIFERENÇA	- 4.505.000,00	8.001.000,00	846.000,00	6.576.000,00
DIVIDENDOS	1.000,00	69.000,00	225.000,00	32.000,00

Fonte: elaborado pela autora.

Observa-se pela Tabela 11 que apenas em 2016 a distribuição de dividendos não influenciou negativamente a disponibilidade de capital de giro desta empresa, que conseguiu neste ano 4.505.000 bilhões a mais de recursos, efetivamente.

Já de 2017 a 2019 a disponibilidade de capital de giro não excedeu as expectativas do que foi provisionado e houve impacto negativo com o pagamento dos dividendos. Ou seja, a disponibilidade foi menor, principalmente em 2017 e 2019, em que esta influência negativa pode ter recebido maior interferência de outras variáveis se comparado o valor da diferença com o valor dos dividendos. No mais, observa-se também que o maior montante de dividendos pagos foi em 2018 e de CDG foi em 2017.

Verifica-se na Tabela 12 outras variáveis relacionadas à análise do capital de giro, na qual a maior variação da NCG e do T ocorreram de 2015 a 2016, que em 2015 foram de -7.514.000 e 7.201.000 bilhões, respectivamente.

Tabela 12 – Outros indicadores: GPA S.A.

Indicadores / Ano	2016	2017	2018	2019
NCG	1.914.000,00	1.687.000,00	1.166.000,00	- 7.709.000,00
T	2.155.000,00	2.541.000,00	2.353.000,00	4.466.000,00
CAUT	792.000,00	- 486.000,00	1.504.000,00	1.683.000,00
AUT	791.000,00	- 555.000,00	1.279.000,00	1.651.000,00

Fonte: elaborado pela autora.

Analisando a Tabela 12 em conjunto com a Tabela 11, pode-se ver que de 2016 a 2018 esta empresa apresentou uma situação financeira sólida, a disponibilidade de capital de giro foi suficiente para financiar o permanente e houve sobras no caixa e aplicações financeiras.

Já em 2019, a situação financeira da empresa decaiu muito, passando a ser arriscada, onde o NCG é suficiente para financiar o CDG e há sobras no T, mas indica que as necessidades

permanentes precisaram ser financiadas com recursos de curto prazo. O maior volume de recursos gerados por esta entidade foi de 2018 a 2019, conforme os indicadores de capacidade de autofinanciamento e autofinanciamento, sendo este último positivo mesmo após o pagamento dos dividendos.

4.5 ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES S.A.

A Ultrapar Participações S.A foi fundada em 1937 e é uma companhia multinegócios e atua no varejo e distribuição especializada, por meio da Ultragaz, Ipiranga e Extrafarma, na indústria de especialidades químicas, com a Oxiteno, e no segmento de armazenagem para granéis líquidos, por meio da Ultracargo. Conta com cerca de 14 mil funcionários diretos e detém operações em todo o território brasileiro. Além disso, encontra-se em 15º lugar no ranking da Forbes.

A Ultragaz é a maior distribuidora de GLP no Brasil, com 23% de participação no mercado brasileiro em 2015, e uma das maiores distribuidoras independentes do mundo em termos de volume vendido, utilizando uma frota própria e uma rede de mais de 5,1 mil revendedores independentes.

A Ipiranga é a segunda maior distribuidora de combustíveis do Brasil, com 22% de participação no mercado brasileiro em 2015 e com uma rede de 7,2 mil postos revendedores. A Oxiteno é uma das maiores produtoras de óxido de eteno e derivados na América Latina, grande produtora de especialidades químicas e a única produtora de álcoois graxos e co-produtos na América Latina.

A Ultracargo é a maior provedora de armazenagem para granéis líquidos do Brasil, com seis terminais e capacidade de armazenagem de aproximadamente 630 mil metros cúbicos em 31 de dezembro de 2015. E, a Extrafarma é uma das dez maiores redes de drogarias do país, com 254 lojas e dois centros de distribuição nas regiões Norte e Nordeste ao final de 2015.

O resumo do balanço classificado desta empresa, de acordo com o método de Fleuriet é apresentado na Tabela 13.

Tabela 13 – Resumo do modelo dinâmico: Ultrapar Participações S.A.

Contas / Ano	2015	2016	2017	2018	2019
AP	11.054.700,00	11.147.874,00	13.139.031,00	14.287.688,00	16.137.417,00
PP	17.132.658,00	18.672.724,00	21.326.334,00	24.162.597,00	26.000.403,00
ACO	6.405.152,00	7.325.051,00	8.915.789,00	9.419.650,00	9.852.464,00
PCO	2.735.536,00	3.011.342,00	3.510.313,00	4.062.801,00	3.871.232,00
ACF	3.506.197,00	5.686.745,00	6.285.502,00	6.792.057,00	5.205.591,00
PCF	1.097.855,00	2.475.604,00	3.503.675,00	2.273.997,00	1.323.837,00

Fonte: elaborado pela autora.

Pode-se observar na Tabela 13 que a maior variação ocorreu de 2016 a 2017 no ativo permanente, a qual pode ser em razão do aumento no imobilizado; e, no ativo operacional, que pode ser pelo aumento na conta de clientes.

A maior mudança no passivo permanente foi de 2017 a 2018, que pode ser sido pelo aumento na conta de debêntures; e, no passivo operacional, pelo aumento na conta fornecedores. O ativo financeiro teve uma maior variação de 2015 a 2016, provavelmente pelo aumento na conta aumento na conta de caixa e equivalentes de caixa; e, o passivo financeiro, pelo aumento na conta de empréstimos e financiamentos de curto prazo.

As alterações no ativo permanente e no passivo permanente podem ser verificadas na Tabela 14, onde a maior variação da disponibilidade de capital de giro efetivo foram, principalmente, um aumento de 2017 para 2018 e outro de 2015 a 2016.

Tabela 14 – Capital de giro antes e depois da distribuição de dividendos: Ultrapar Participações S.A.

Indicadores / Ano	2016	2017	2018	2019
CDG EFETIVO	7.524.850,00	8.187.303,00	9.874.909,00	9.862.986,00
CDG PROVISÃO	6.313.626,00	8.842.974,00	8.320.018,00	9.583.944,00
DIFERENÇA	- 1.211.224,00	655.671,00	- 1.554.891,00	- 279.042,00
DIVIDENDOS	434.619,00	461.868,00	304.241,00	596.436,00

Fonte: elaborado pela autora.

Compreende-se pelos dados da Tabela 14, que a provisão do capital de giro foi maior que o capital de giro efetivo apenas em 2017. Ou seja, estavam disponíveis 655.671 milhões a menos de recursos. Ainda, pode-se observar no valor da diferença que boa parte desta influência foi causada pelos dividendos distribuídos e o restante por outros possíveis fatores.

Ao passo que, em 2016, 2018 e 2019 não houve impacto negativo e a empresa conseguiu aumentar a disponibilidade consideravelmente em 2018, principalmente. Por fim, em 2018 houve o maior valor de CDG e em 2019 de dividendos pagos.

A Tabela 15 apresenta outras variáveis relacionadas ao estudo do capital de giro que ajudam a dar uma visão global da empresa, na qual a maior variação da necessidade de capital de giro ocorreu de 2016 a 2017 e dos recursos de curtíssimo prazo de 2018 a 2019.

Tabela 15 – Outros indicadores: Ultrapar Participações S.A.

Indicadores / Ano	2016	2017	2018	2019
NCG	4.313.709,00	5.405.476,00	5.356.849,00	5.981.232,00
T	3.211.141,00	2.781.827,00	4.518.060,00	3.881.754,00
CAUT	1.746.962,00	1.873.166,00	2.428.113,00	1.454.128,00
AUT	1.312.343,00	1.411.298,00	2.123.872,00	857.692,00

Fonte: elaborado pela autora.

Quando é analisado os valores da Tabela 14 juntamente com a Tabela 15, nota-se que esta empresa apresentou constância na sua estrutura e situação financeira no decorrer de todos os anos analisados, sendo sólida de 2016 a 2019. Ou seja, esta situação mostra que os recursos permanentes foram suficientes para atender a necessidade de capital de giro e que ainda houve sobras no T.

Além disso, essa companhia teve a maior capacidade de autofinanciamento de 2017 a 2018 e, no mesmo ano também, a maior sobra de recursos operacionais gerados pelo autofinanciamento, descontados os dividendos.

4.6 CIA PAULISTA DE FORÇA E LUZ – CPFL ENERGIA S.A.

A Cia Paulista de Força e Luz ou CPFL Energia S.A. foi criada em 1912, com a fusão de quatro pequenas empresas de energia do interior paulista, e atua no ramo de energia, com negócios em distribuição, geração, comercialização de energia elétrica e serviços.

É uma das maiores empresas do setor elétrico brasileiro, atende cerca de 9,6 milhões de clientes, em 687 municípios na área de concessão de 4 estados, e tem 14% de participação no mercado nacional de distribuição. Também é líder no segmento de energias renováveis no Brasil e possui uma matriz diversificada, atuando com fontes hidrelétricas, solar, eólica e biomassa. Esta empresa é a 14ª colocada na lista da Forbes.

É apresentado, na Tabela 16, o resumo do balanço classificado desta empresa segundo o modelo de Fleuriet.

Tabela 16 – Resumo do modelo dinâmico: Cia Paulista de Força e Luz / CPFL Energia S.A.

Contas / Ano	2015	2016	2017	2018	2019
AP	28.023.819,00	30.791.805,00	31.701.700,00	32.809.214,00	33.737.663,00
PP	31.007.598,00	33.152.499,00	29.904.224,00	33.796.398,00	34.012.385,00
ACO	6.802.217,00	5.213.741,00	6.331.431,00	7.510.859,00	7.552.463,00
PCO	5.884.559,00	5.595.570,00	6.086.009,00	5.051.667,00	6.607.133,00
ACF	5.706.435,00	6.165.446,00	3.249.781,00	1.891.457,00	2.788.167,00
PCF	3.640.314,00	3.422.923,00	5.292.679,00	3.363.465,00	3.458.775,00

Fonte: elaborado pela autora.

A maior variação, de acordo com os dados da Tabela 16, aconteceu de 2015 a 2016 no ativo permanente, a qual pode ser em razão do aumento da conta de ativo financeiro da concessão e no intangível; e, no ativo operacional, que pode ser pela redução na conta de outros ativos circulantes.

No passivo permanente a oscilação mais relevante foi de 2017 para 2018, pode ter sido pelo aumento na conta de empréstimos e financiamentos; e, no passivo financeiro, pelo pela redução na conta de empréstimos e financiamentos de curto prazo. O ativo financeiro teve uma maior variação de 2016 a 2017, provavelmente pela redução na conta de caixa e equivalentes; e, o passivo operacional de 2018 a 2019, pelo aumento na conta de fornecedores.

Na Tabela 17 podem ser observadas estas variações no ativo permanente e no passivo permanente, na qual a maior variação do CDG efetivo foi uma redução de 2016 a 2017 e um aumento de 2017 a 2018.

Tabela 17 – Capital de giro antes e depois da distribuição de dividendos: CPFL Energia S.A.

Indicadores / Ano	2016	2017	2018	2019
CDG EFETIVO	2.360.694,00	- 1.797.476,00	987.184,00	274.722,00
CDG PROVISÃO	2.155.800,00	842.657,00	- 1.040.383,00	2.324.692,00
DIFERENÇA	- 204.894,00	2.640.133,00	- 2.027.567,00	2.049.970,00
DIVIDENDOS	204.717,00	220.966,00	279.101,00	486.906,00

Fonte: elaborado pela autora.

Ainda, conforme a Tabela 17, nota-se que não houve impacto negativo da distribuição de dividendos na gestão do capital de giro nos anos de 2016 e 2018, sendo que neste último o valor da diferença indica que esta empresa pôde dispor de 2.027.567 bilhões de recursos a mais. Enquanto em 2017 e 2019 houve influência negativa, pois, a provisão do CDG foi superior ao valor efetivo e a disponibilidade menor. Pode-se supor, também, que isto tenha ocorrido por influência de outras variáveis, já que a diferença é muito superior ao valor de dividendos pagos. Por fim, o maior volume da disponibilidade de capital de giro efetivo foi em 2016 e dos dividendos pagos foi em 2019.

Observa-se na Tabela 18 outras variáveis relacionadas à análise do capital de giro, na qual a maior variação da NCG ocorreu de 2017 a 2018 e do T de 2016 a 2017.

Tabela 18 – Outros indicadores: CPFL Energia S.A.

Indicadores / Ano	2016	2017	2018	2019
NCG	- 381.829,00	245.422,00	2.459.192,00	945.330,00
T	2.742.523,00	- 2.042.898,00	- 1.472.008,00	- 670.608,00
CAUT	1.516.445,00	1.470.915,00	1.946.089,00	2.931.928,00
AUT	1.311.728,00	1.249.949,00	1.666.988,00	2.445.022,00

Fonte: elaborado pela autora.

Quando se analisa os dados da Tabela 17 e Tabela 18 conjuntamente, nota-se que em 2016 esta empresa apresentou uma situação financeira excelente, na qual houve sobras de

recursos na necessidade de capital de giro e permitindo que a empresa pudesse iniciar o próximo ano com alguma folga financeira. Já em 2017, percebe-se que a situação financeira decaiu muito, sendo classificada como péssima, conforme o Quadro 5 apresentado na síntese dos resultados ao final da análise, e demonstrando que tudo é desfavorável. Ou seja, que estão sendo utilizados recursos de curto prazo para financiar as necessidades de longo prazo.

Enquanto em 2018 e 2019 a situação passou para insatisfatória, pois o CDG positivo não é suficiente para cobrir a NCG e há o uso de fontes de curto prazo. O maior volume de recursos gerados por esta entidade foi também de 2018 a 2019 e pode ser observado nos indicadores de capacidade de autofinanciamento e autofinanciamento, sendo este último positivo mesmo com o pagamento dos dividendos.

4.7 CIELO S.A.

A Cielo S.A. atua com tecnologia e serviços para o varejo, liderando o segmento de pagamentos eletrônicos na América Latina, com 1,2 milhões de clientes ativos abrangendo os mais diversos setores da economia, desde empreendedores individuais até grandes varejistas espalhados por todo o país.

Esta empresa foi fundada em 1995 e participa de 6,9 bilhões de transações, cerca de 15% do consumo das famílias brasileira e aproximadamente 10% do PIB brasileiro. Está presente em mais de 5.500 municípios, atingindo mais de 99% de cobertura nacional, e com capacidade tecnológica para suportar 6 mil vendas por segundo. Além disso, encontra-se em 12º lugar no ranking da Forbes.

A Tabela 19 apresenta o resumo do balanço classificado desta empresa de acordo com o método de Fleuriet.

Tabela 19 – Resumo do modelo dinâmico: Cielo S.A.

Contas / Ano	2015	2016	2017	2018	2019
AP	17.301.947,00	16.800.670,00	16.413.569,00	16.595.791,00	16.746.824,00
PP	21.913.847,00	22.691.290,00	25.749.815,00	25.760.253,00	25.470.459,00
ACO	11.426.330,00	11.084.444,00	65.909.415,00	63.092.876,00	73.420.047,00
PCO	4.772.726,00	4.931.778,00	59.769.647,00	55.769.220,00	67.033.512,00
ACF	1.249.524,00	2.658.956,00	6.024.197,00	2.874.424,00	3.255.437,00
PCF	3.291.228,00	2.921.002,00	2.827.719,00	1.033.618,00	918.337,00

Fonte: elaborado pela autora.

Pode-se observar na Tabela 19 que a maior variação foi de 2016 a 2017 no passivo permanente, a qual pode ser em razão do aumento na conta de obrigações com cotas sênior

FIDC. No mesmo período do ativo operacional, que pode ser pelo aumento na conta de clientes; no passivo operacional, pelo aumento na conta de fornecedores; e, no ativo financeiro, pelo aumento na conta de caixa e equivalentes.

O ativo permanente teve uma maior alteração de 2015 a 2016, provavelmente pela redução na conta do intangível; e, o passivo financeiro de 2017 para 2018, pela redução na conta de empréstimos e financiamentos de curto prazo.

Estas mudanças no ativo permanente e no passivo permanente podem ser constatadas na Tabela 20, onde a maior variação do CDG efetivo foram dois aumentos de 2016 a 2017 e de 2017 a 2018.

Tabela 20 – Capital de giro antes e depois da distribuição de dividendos: Cielo S.A.

Indicadores / Ano	2016	2017	2018	2019
CDG EFETIVO	5.890.620,00	9.336.246,00	9.164.462,00	8.723.635,00
CDG PROVISÃO	- 4.234.311,00	9.657.349,00	11.677.200,00	12.045.305,00
DIFERENÇA	- 10.124.931,00	321.103,00	2.512.738,00	3.321.670,00
DIVIDENDOS	612.366,00	1.327.352,00	2.625.000,00	805.983,00

Fonte: elaborado pela autora.

Por meio dos dados da Tabela 20, observa-se que a distribuição de dividendos influenciou negativamente a disponibilidade de capital de giro nos anos de 2017 a 2019, nos quais era esperado um CDG maior do que o valor efetivo. No entanto, houve uma diferença de 321.103 milhões, 2.512.738 bilhões e 3.321.670 bilhões, respectivamente, a menos de recursos disponíveis. Comparando o valor da diferença com o valor de dividendos pagos em 2017 e 2018, pode-se afirmar que este impacto foi inteiramente em função dos dividendos, pois o valor deste é superior ao valor da diferença.

Já em 2016, não houve influência negativa, os dividendos propostos foram pagos sem prejudicar ou diminuir a gestão do capital de giro e a disponibilidade foi maior, podendo este aumento ser em razão do aumento de receita operacional. No mais, observa-se também que o maior montante de dividendos pagos foi em 2018 e de CDG foi em 2019.

É possível ver na Tabela 21 outras variáveis relacionadas ao estudo do capital de giro, na qual a maior variação da NCG ocorreu de 2017 a 2018 e do T de 2016 a 2017.

Tabela 21 – Outros indicadores: Cielo S.A.

Indicadores / Ano	2016	2017	2018	2019
NCG	6.152.666,00	6.139.768,00	7.323.656,00	6.386.535,00
T	- 262.046,00	3.196.478,00	1.840.806,00	2.337.100,00
CAUT	4.070.161,00	4.592.804,00	4.578.853,00	3.869.048,00
AUT	3.457.795,00	3.265.452,00	1.953.853,00	3.063.065,00

Fonte: elaborado pela autora.

Complementando a análise da Tabela 21 com as variáveis da Tabela 20, compreende-se que a empresa apresentou no ano de 2016 uma situação financeira insatisfatória, pois a necessidade de capital de giro foi financiada também com recursos de curto prazo, visível pelo saldo tesouraria negativo, visto que a sobra recursos de fontes permanentes não for suficiente.

No entanto essa situação melhorou e passou a ser sólida nos anos de 2017 a 2019, com recursos permanentes suficientes e sobras na disponibilidade. Além disso, esta companhia teve a maior capacidade de autofinanciamento em 2017, mas a maior sobra de recursos operacionais gerados pelo autofinanciamento foi em 2016, após serem descontados os dividendos.

4.8 BRASKEM S.A.

A Braskem S.A. atua no setor químico e petroquímico e é a maior produtora de resinas termoplásticas nas Américas e a maior produtora de polipropileno nos Estados Unidos, tem a produção focada em resinas polietileno, polipropileno e policloreto de vinila, além de insumos químicos básicos como eteno, propeno, butadieno, benzeno, tolueno, cloro, soda e solventes, entre outros.

Com a integração de seis empresas, em 2002, da organização Odebrecht e do grupo Mariani, esta empresa tem um dos portfólios mais completos do mercado, incluindo o polietileno verde que é produzido a partir da cana-de-açúcar, de origem 100% renovável. Também está em 9º lugar da classificação da Forbes.

O resumo do balanço classificado desta empresa, conforme o modelo dinâmico, é apresentado na Tabela 22.

Tabela 22 – Resumo do modelo dinâmico: Braskem S.A.

Contas / Ano	2015	2016	2017	2018	2019
AP	42.462.807,00	35.565.599,00	35.349.222,00	37.810.115,00	44.739.483,00
PP	43.279.065,00	28.783.544,00	34.203.818,00	36.077.852,00	51.912.877,00
ACO	10.057.592,00	8.363.905,00	11.914.563,00	13.478.617,00	14.898.170,00
PCO	14.713.689,00	20.443.844,00	17.952.951,00	22.378.694,00	15.441.236,00
ACF	7.440.895,00	7.892.347,00	6.077.765,00	7.905.250,00	8.491.384,00
PCF	1.968.540,00	2.594.463,00	1.184.781,00	737.436,00	774.924,00

Fonte: elaborado pela autora.

A maior variação, de acordo com a Tabela 22, foi de 2018 a 2019 no ativo permanente, a qual pode ter ocorrido pelo aumento nas contas do imobilizado e de créditos com outras partes relacionadas; no passivo permanente, pelo aumento nas contas de outras obrigações e tributos

diferidos; e, no passivo operacional, pela na conta de Project Finance, do grupo de outros passivos circulantes.

Para o ativo operacional a maior oscilação foi de 2016 a 2017, que pode ser pelo aumento na conta clientes; e, no passivo financeiro pela redução na conta de empréstimos e financiamentos de curto prazo. O ativo financeiro teve uma maior variação de 2017 a 2018, provavelmente pelo aumento na conta caixa e equivalentes de caixa.

Na Tabela 23 podem ser observadas estas variações no ativo permanente e no passivo permanente, na qual a maior variação do CDG efetivo foi um aumento de 2018 para 2019 e uma redução de 2015 a 2016.

Tabela 23 – Capital de giro antes e depois da distribuição de dividendos: Braskem S.A.

Indicadores / Ano	2016	2017	2018	2019
CDG EFETIVO	- 6.782.055,00	- 1.145.404,00	- 1.732.263,00	7.173.394,00
CDG PROVISÃO	- 3.474.176,00	4.380.407,00	4.802.268,00	2.347.988,00
DIFERENÇA	3.307.879,00	5.525.811,00	6.534.531,00	- 4.825.406,00
DIVIDENDOS	1.997.984,00	998.893,00	1.499.900,00	668.904,00

Fonte: elaborado pela autora.

Ainda, conforme a Tabela 23, nota-se que apenas em 2019 o impacto da distribuição de dividendos não foi negativo, sendo que a empresa obteve 4.825.406 bilhões a mais de recursos, cujo aumento pode ter ocorrido em razão do aumento de recursos permanentes utilizados.

Enquanto nos anos de 2016 a 2018 houve impacto negativo e a provisão do CDG foi superior ao valor efetivo, demonstrando que a disponibilidade foi menor. Isto pode ter ocorrido também por outras variáveis, visto que a diferença é muito superior ao valor de dividendos pagos, principalmente em 2018. Por fim, o maior volume de CDG efetivo foi em 2019 e dos dividendos pagos foi em 2016.

Observa-se na Tabela 24 outras variáveis relacionadas à análise do capital de giro, na qual a maior variação da NCG ocorreu de 2018 a 2019 e do T de 2017 a 2018.

Tabela 24 – Outros indicadores: Braskem S.A.

Indicadores / Ano	2016	2017	2018	2019
NCG	- 12.079.939,00	- 6.038.388,00	- 8.900.077,00	- 543.066,00
T	5.297.884,00	4.892.984,00	7.167.814,00	7.716.460,00
CAUT	5.509.805,00	5.264.147,00	7.231.195,00	7.210.048,00
AUT	3.511.821,00	4.265.254,00	5.731.295,00	6.541.144,00

Fonte: elaborado pela autora.

Analisando a Tabela 24 em conjunto com a Tabela 23, pode-se ver que de 2016 a 2018 esta empresa apresentou uma situação financeira arriscada, pois mesmo que o NCG seja suficiente para financiar o CDG, e ainda tenha sobras no T, isto indica que as necessidades permanentes estão sendo financiadas com fundos de curto prazo.

No entanto, em 2019 ocorre uma surpreende mudança da situação financeira para excelente, o que mostra que os recursos permanentes foram suficientes e houve sobra de recursos operacionais. O maior volume de recursos gerados por esta entidade foi de 2017 a 2018, observado pelo indicador de capacidade de autofinanciamento, mas o autofinanciamento, após o pagamento dos dividendos, foi superior de 2018 a 2019.

4.9 JBS S.A.

A JBS S.A. atua na indústria de alimentos, está presente em 15 países e conta com mais de 230 mil colaboradores. Tem uma produção diversificada, desde carnes in natura e congelados até pratos prontos para o consumo, comercializados por meio de marcas reconhecidas no Brasil e no exterior, como Friboi, Swift, Seara, Seara Gourmet, Doriana, Massa Leve, Pilgrim's Pride, Plumrose, Primo, entre outras.

Criada em 1953, também atua com negócios correlacionados, como couros, biodiesel, colágeno, envoltórios para embutidos, higiene e limpeza, embalagens metálicas, transportes e soluções em gestão de resíduos. No mais, esta empresa é a 7ª colocada na lista da Forbes.

É apresentado, na Tabela 25, o resumo do balanço classificado desta empresa segundo o modelo de Fleuriet.

Tabela 25 – Resumo do modelo dinâmico: JBS S.A.

Contas / Ano	2015	2016	2017	2018	2019
AP	72.692.929,00	68.895.958,00	72.590.407,00	77.246.282,00	84.415.013,00
PP	82.365.500,00	69.467.139,00	79.516.610,00	92.544.115,00	97.881.695,00
ACO	30.966.050,00	24.564.183,00	24.364.236,00	27.963.770,00	31.890.407,00
PCO	19.230.854,00	15.199.806,00	15.653.290,00	18.679.081,00	26.378.793,00
ACF	18.843.988,00	9.355.622,00	11.741.308,00	8.935.779,00	10.033.967,00
PCF	20.906.613,00	18.148.818,00	13.526.051,00	2.922.635,00	2.078.899,00

Fonte: elaborado pela autora.

Na Tabela 25, pode-se notar que a maior variação ocorreu de 2015 a 2016 no ativo operacional, a qual pode ser em razão da redução na conta clientes; e, no ativo financeiro, por conta da redução na conta de aplicações financeiras de curto prazo.

A maior variação do passivo permanente foi em 2017 a 2018, que pode ser pelo aumento na conta de empréstimo e financiamento de longo prazo; e, no passivo financeiro, pela redução na conta de empréstimos de financiamentos de curto prazo.

O ativo permanente teve uma maior variação de 2018 a 2019, provavelmente pelo aumento na conta de direito de uso de arrendamento mercantil, do grupo dos outros ativos não circulantes; e, o passivo operacional, pelo aumento na conta de fornecedores.

Estas variações no ativo permanente e no passivo permanente podem ser constatadas na Tabela 26, onde a maior variação do CDG efetivo foi uma redução de 2015 a 2016 e um aumento de 2017 a 2018.

Tabela 26 – Capital de giro antes e depois da distribuição de dividendos: JBS S.A.

Indicadores / Ano	2016	2017	2018	2019
CDG EFETIVO	571.181,00	6.926.203,00	15.297.833,00	13.466.682,00
CDG PROVISÃO	- 20.474.643,00	5.303.841,00	4.173.176,00	9.760.161,00
DIFERENÇA	- 21.045.824,00	- 1.622.362,00	- 11.124.657,00	- 3.706.521,00
DIVIDENDOS	89.352,00	126.873,00	5.984,00	1.441.238,00

Fonte: elaborado pela autora.

Ponderando a Tabela 26 ainda, observa-se que a distribuição de dividendos não influenciou negativamente a disponibilidade de capital de giro em nenhum dos anos analisados. O CDG excedeu as expectativas do que foi provisionado em todos os períodos e esta empresa conseguiu efetuar o pagamento dos dividendos sem prejudicar ou diminuir a gestão do capital de giro.

Ou seja, a disponibilidade foi maior, principalmente em 2018 e 2016, o que pode ter ocorrido pelo aumento na conta de empréstimo e financiamento de longo prazo. No mais, observa-se também que o maior montante de dividendos pagos foi em 2019 e de CDG foi em 2018.

É possível ver na Tabela 27 outras variáveis relacionadas ao estudo do capital de giro, na qual a maior variação da NCG ocorreu de 2018 a 2019 e do T de 2017 a 2018.

Tabela 27 – Outros indicadores: JBS S.A.

Indicadores / Ano	2016	2017	2018	2019
NCG	9.364.377,00	8.710.946,00	9.284.689,00	5.511.614,00
T	- 8.793.196,00	- 1.784.743,00	6.013.144,00	7.955.068,00
CAUT	- 2.138.289,00	1.062.562,00	947.406,00	559.441,00
AUT	- 2.227.641,00	935.689,00	941.422,00	- 881.797,00

Fonte: elaborado pela autora.

Complementando a análise da Tabela 27 com as variáveis da Tabela 26, nota-se que a empresa apresentou nos anos de 2016 e 2017 uma situação financeira insatisfatória, em que há um certo montante sobrando dos recursos de fonte permanente, mas o montante demandado pela NCG é superior, sendo preciso recorrer a recursos de curto prazo.

Já nos anos de 2018 e 2019 esta situação melhorou para sólida, sendo suficiente o CDG e havendo sobras no T. Além disso, esta companhia teve a maior capacidade de autofinanciamento de 2016 a 2017. No entanto, a maior sobra de recursos operacionais gerados pelo autofinanciamento, descontados os dividendos, foi de 2017 a 2018.

4.10 CENTRAIS ELÉTRICAS BRASILEIRAS – ELETROBRAS S.A.

A Centrais Elétricas Brasileiras ou Eletrobras S.A. tem como acionista majoritário o governo federal, atua com a geração e transmissão de energia elétrica e programas como o Procel, o Luz para Todos e o Proinfa, e contribuiu decisivamente para a expansão da oferta de energia elétrica e o desenvolvimento do país.

Foi fundada em 1954 e é a maior companhia do setor elétrico da América Latina, com capacidade geradora equivalente a cerca de 1/3 do total da capacidade instalada do país, mais de 90% de fontes com baixa emissão de gases de efeito estufa e, aproximadamente, metade do total de linhas de transmissão do país em sua rede básica, em alta e extra-alta tensão. Além disso, encontra-se em 6º lugar no ranking da Forbes.

A Tabela 28 apresenta um resumo do balanço classificado de acordo com o método de Fleuriet.

Tabela 28 – Resumo do modelo dinâmico: Centrais Elétricas Brasileiras / Eletrobras S.A.

Contas / Ano	2015	2016	2017	2018	2019
AP	120.208.012,00	141.226.777,00	135.616.632,00	134.364.795,00	136.748.252,00
PP	121.545.765,00	139.360.919,00	138.788.407,00	144.686.237,00	151.828.658,00
ACO	20.553.216,00	21.413.660,00	28.312.241,00	38.293.869,00	26.729.250,00
PCO	23.384.997,00	25.155.859,00	27.972.055,00	24.268.864,00	17.703.413,00
ACF	8.884.180,00	7.858.992,00	9.046.486,00	8.551.544,00	13.989.213,00
PCF	4.714.646,00	5.982.651,00	6.214.897,00	12.255.107,00	7.934.644,00

Fonte: elaborado pela autora.

Pode-se observar na Tabela 28 que a maior variação do ativo operacional ocorreu de 2018 a 2019, a qual pode ter sido pela redução na conta de risco hidrológico, no grupo dos outros ativos circulantes. No mesmo período do passivo operacional, que pode ter ocorrido pela

redução na conta de empréstimos e financiamentos de curto prazo; e, no ativo financeiro, pelo aumento na conta de aplicações financeiras de curto prazo.

O ativo permanente teve uma maior alteração de 2015 a 2016, provavelmente pelo aumento na conta de aplicações financeiras de longo prazo; e, o passivo permanente, pelo aumento nas contas de tributos diferidos e provisões. Enquanto no passivo financeiro foi de 2017 a 2018, que pode ser em razão do aumento na conta de empréstimos e financiamentos de curto prazo.

As mudanças no ativo permanente e no passivo permanente podem ser verificadas na Tabela 29, onde a maior variação do CDG efetivo foram, principalmente, um aumento de 2017 para 2018 e outro de 2016 a 2017.

Tabela 29 – Capital de giro antes e depois da distribuição de dividendos: Eletrobras S.A.

Indicadores / Ano	2016	2017	2018	2019
CDG EFETIVO	- 1.865.858,00	3.171.775,00	10.321.442,00	15.080.406,00
CDG PROVISÃO	- 15.829.378,00	- 19.526.443,00	9.982.780,00	19.431.716,00
DIFERENÇA	- 13.963.520,00	- 22.698.218,00	- 338.662,00	4.351.310,00
DIVIDENDOS	462.891,00	466.984,00	1.305.633,00	2.575.216,00

Fonte: elaborado pela autora.

Observa-se, na Tabela 29, que a provisão do capital de giro foi maior que o capital de giro efetivo apenas em 2019, de modo que estavam disponíveis 4.351.310 bilhões a menos de recursos. Ainda, pode-se observar no valor da diferença que pouco mais da metade deste impacto foi causado pelos dividendos distribuídos e o restante por outros possíveis fatores.

Ao passo que, de 2016 a 2018, não houve influência negativa e a empresa conseguiu aumentar a disponibilidade consideravelmente nos dois primeiros anos. Por fim, em 2019 houve o maior valor de CDG e, também, de dividendos pagos.

Pode-se ver na Tabela 30 outras variáveis relacionadas à gestão do capital de giro, na qual a maior variação da NCG ocorreu de 2017 a 2018 e do T de 2018 a 2019.

Tabela 30 – Outros indicadores: Eletrobras S.A.

Indicadores / Ano	2016	2017	2018	2019
NCG	- 3.742.199,00	340.186,00	14.025.005,00	9.025.837,00
T	1.876.341,00	2.831.589,00	- 3.703.563,00	6.054.569,00
CAUT	- 10.576.732,00	3.825.164,00	2.506.493,00	10.433.653,00
AUT	- 11.039.623,00	3.358.180,00	1.200.860,00	7.858.437,00

Fonte: elaborado pela autora.

Quando é avaliado o CDG da Tabela 30 com os indicadores da Tabela 29, observa-se que em 2016 a empresa apresentou uma situação financeira arriscada, pois mesmo que o NCG seja suficiente para financiar o CDG e ainda tenha sobras no T isto indica que as necessidades permanentes estão sendo financiadas com fundos de curto prazo. Ou seja, pode ter uma dependência muito elevada das contas de estoques e contas a receber.

Enquanto em 2017 e 2019, a situação financeira foi sólida e os recursos permanentes foram suficientes, gerando ainda sobras no T. Já em 2018, a situação foi insatisfatória, as sobras de recursos de fonte permanente não foram suficientes para financiar a NCG e foi necessário recorrer a recursos de curto prazo. No mais, a maior capacidade de autofinanciamento desta organização e o maior resultado do autofinanciamento foi de 2018 a 2019, mesmo após os dividendos serem distribuídos.

4.11 VALE S.A.

A Vale S.A. atua na área de mineração, de logística com ferrovias, portos, terminais e infraestrutura de última geração, de energia e de siderurgia. Transporta mais de 1 milhão de pessoas por ano utilizando os trens de passageiros da Estrada de Ferro Vitória a Minas e da Estrada de Ferro Carajás.

Está no mercado desde 1942, é uma das maiores mineradoras globais com cerca de 120 mil empregados próprios e terceiros no mundo, é responsável por produzir 54% do consumo energético e é a maior produtora de manganês no Brasil, atendendo cerca de 70% do mercado nacional. No mais, também está em 4º lugar na classificação da Forbes.

O resumo do balanço classificado, conforme o modelo dinâmico, é apresentado na Tabela 31.

Tabela 31 – Resumo do modelo dinâmico: Vale S.A.

Contas / Ano	2015	2016	2017	2018	2019
AP	285.131.735,00	249.148.963,00	265.395.975,00	282.458.723,00	300.972.781,00
PP	304.367.417,00	286.086.657,00	284.739.177,00	306.198.176,00	313.864.684,00
ACO	46.395.996,00	59.656.600,00	48.383.208,00	36.843.568,00	39.070.455,00
PCO	31.393.569,00	31.199.798,00	37.724.131,00	31.628.140,00	50.000.843,00
ACF	14.021.704,00	13.890.591,00	14.317.520,00	22.412.547,00	29.627.092,00
PCF	9.788.449,00	5.409.699,00	5.633.395,00	3.888.522,00	5.804.801,00

Fonte: elaborado pela autora.

O grupo do ativo permanente, na Tabela 31, teve a maior variação de 2015 a 2016 no ativo permanente, a qual pode ter ocorrido por conta da redução na conta do imobilizado. Assim

como o ativo operacional, que pode ser pelo aumento nas contas de estoques e clientes; e, o passivo financeiro, pela redução na conta de empréstimos e financiamentos de curto prazo.

A maior variação no passivo permanente aconteceu de 2017 a 2018, provavelmente pelo aumento nas contas de provisões e de empréstimos e financiamentos de longo prazo; e, no ativo financeiro, pelo aumento na conta de caixa e equivalentes. Já o passivo operacional teve maior variação de 2018 a 2019, que pode ter sido por conta da redução na conta de instrumentos financeiros derivativos.

Na Tabela 32 podem ser observadas estas variações no ativo permanente e no passivo permanente, na qual a maior variação do CDG efetivo foi um aumento de 2015 a 2016 e uma redução de 2016 a 2017.

Tabela 32 – Capital de giro antes e depois da distribuição de dividendos: Vale S.A.

Indicadores / Ano	2016	2017	2018	2019
CDG EFETIVO	36.937.694,00	19.343.202,00	23.739.453,00	12.891.903,00
CDG PROVISÃO	51.255.125,00	- 59.801.028,00	13.595.153,00	28.741.726,00
DIFERENÇA	14.317.431,00	- 79.144.230,00	- 10.144.300,00	15.849.823,00
DIVIDENDOS	857.000,00	4.667.000,00	12.415.000,00	7.253.000,00

Fonte: elaborado pela autora.

Ainda, conforme a Tabela 32, nota-se que houve influência negativa nos anos de 2016 e 2019, em que a provisão do CDG foi superior ao valor efetivo, demonstrando que a disponibilidade foi menor e que isto pode ter ocorrido também por outras variáveis, visto que a diferença é muito superior ao valor de dividendos pagos.

Já em 2017 e 2018 o impacto não foi negativo e, principalmente em 2017, a diferença foi muito mais alta, cujo aumento pode ter ocorrido em razão do aumento de recursos de longo prazo. Por fim, o maior volume de CDG efetivo foi em 2016 e dos dividendos pagos foi em 2018.

Observa-se na Tabela 33 outras variáveis relacionadas à análise do capital de giro, na qual a maior variação da NCG ocorreu de 2016 a 2017 e do T de 2017 a 2018.

Tabela 33 – Outros indicadores: Vale S.A

Indicadores / Ano	2016	2017	2018	2019
NCG	28.456.802,00	10.659.077,00	5.215.428,00	- 10.930.388,00
T	8.480.892,00	8.684.125,00	18.524.025,00	23.822.291,00
CAUT	- 3.106.329,00	- 75.824.710,00	23.729.699,00	30.769.331,00
AUT	- 3.963.329,00	- 80.491.710,00	11.314.699,00	23.516.331,00

Fonte: elaborado pela autora.

Analisando a Tabela 33 em conjunto com a Tabela 32, pode-se ver que de 2016 a 2018 esta empresa apresentou uma situação financeira sólida, em que o CDG foi suficiente para financiar o permanente e ainda ter sobras no T.

Já em 2019, a situação financeira da empresa foi excelente, demonstrando que os recursos permanentes foram suficientes, que houve sobra operacionais e que, provavelmente, esta empresa não terá problemas de inadimplência. O maior volume de recursos gerados por esta entidade foi também de 2018 a 2019 e pode ser observado nos indicadores de capacidade de autofinanciamento e autofinanciamento, sendo este último positivo mesmo com o pagamento dos dividendos.

4.12 PETROBRAS DISTRIBUIDORA S.A.

A Petrobras Distribuidora S.A. atua no ramo de distribuição e comércio de produtos de petróleo e derivados, que até então era realizado pela Petrobras, e possui a maior capacidade do mercado de distribuição de combustíveis e lubrificantes do Brasil, atendendo cerca de 7.817 postos de serviço com bandeira "BR" e 18,5 mil clientes dos segmentos de grandes consumidores com produtos de aviação.

Criada em 1971, está presente em todas as unidades federativas do país, contando com 44 bases operadas pela BR, participações em 17 bases conjuntas, 26 armazenagens conjuntas com outras distribuidoras, 8 armazenagens em portos e 4 operadores logísticos, totalizando 95 unidades operacionais. E, ainda, em 11 depósitos de lubrificantes, 4 operadores logísticos de lubrificantes e atuando em 90 aeroportos. No mais, esta empresa é a 1ª colocada na lista da Forbes.

É exibido, na Tabela 34, o resumo do balanço classificado desta empresa segundo o modelo de Fleuriet.

Tabela 34 – Resumo do modelo dinâmico: Petrobras Distribuidora S.A.

Contas / Ano	2015	2016	2017	2018	2019
AP	18.397.000,00	19.109.000,00	13.059.000,00	12.542.000,00	13.641.000,00
PP	25.649.000,00	25.769.000,00	19.349.000,00	20.784.000,00	17.267.000,00
ACO	12.034.000,00	11.634.000,00	10.220.000,00	9.746.000,00	9.863.000,00
PCO	4.900.000,00	4.796.000,00	4.199.000,00	4.322.000,00	4.258.000,00
ACF	810.000,00	655.000,00	483.000,00	3.057.000,00	2.362.000,00
PCF	692.000,00	833.000,00	214.000,00	239.000,00	4.341.000,00

Fonte: elaborado pela autora.

Na Tabela 34, pode-se notar que houve maiores variações nos anos de 2016 a 2017 no ativo permanente, a qual pode ter sido em razão da redução na conta de contas a receber de longo prazo, do ativo realizável a longo prazo; e, no passivo permanente, pela redução na conta de empréstimos e financiamentos a longo prazo.

Ainda no mesmo período, o ativo operacional, pela redução na conta de contas a receber de curto prazo; e, o passivo operacional, pela redução na conta de obrigações sociais e trabalhistas. O ativo financeiro teve uma maior variação de 2017 a 2018, provavelmente pelo aumento na conta de caixa e equivalentes de caixa; e, o passivo financeiro, pelo aumento na conta de empréstimos de financiamentos de curto prazo.

Estas variações no ativo permanente e no passivo permanente podem ser constatadas na Tabela 35, onde a maior variação do CDG efetivo foi uma redução de 2018 a 2019 e um aumento de 2017 a 2018.

Tabela 35 – Capital de giro antes e depois da distribuição de dividendos: Petrobras Distribuidora S.A.

Indicadores / Ano	2016	2017	2018	2019
CDG EFETIVO	6.660.000,00	6.290.000,00	8.242.000,00	3.626.000,00
CDG PROVISÃO	9.620.000,00	13.723.000,00	8.033.000,00	9.450.000,00
DIFERENÇA	2.960.000,00	7.433.000,00	- 209.000,00	5.824.000,00
DIVIDENDOS	747.000,00	659.000,00	564.000,00	540.000,00

Fonte: elaborado pela autora.

Considerando a Tabela 35, ressalta-se que a distribuição de dividendos impactou negativamente parte da disponibilidade de capital de giro nos anos de 2016, 2017 e 2019. Ou seja, nestes anos esperava-se que o valor do CDG fosse maior do que o valor efetivo, mas houve 2.960.000 bilhões, 7.433.000 bilhões e 5.824.000 bilhões, respectivamente, a menos de recursos disponíveis. No entanto, comparando o valor da diferença nestes anos com o valor de dividendos pagos supõe-se que houve a influência de outras variáveis também.

Enquanto em 2018 não houve influência negativa e a disponibilidade foi maior, podendo ter sido causada pelo aumento de receita operacional, a empresa conseguiu pagar os dividendos propostos sem prejudicar ou diminuir a gestão do capital de giro. No mais, observa-se também que a maior diferença entre o CDG efetivo e a provisão foi em 2017, com 7.433.000 bilhões a menos disponível. E, que o maior montante de dividendos pagos foi em 2016 e de CDG foi em 2018.

É possível ver na Tabela 36 outras variáveis relacionadas ao estudo do capital de giro, na qual a maior variação da NCG ocorreu de 2016 a 2017 e do T de 2018 a 2019.

Tabela 36 – Outros indicadores: Petrobras Distribuidora S.A.

Indicadores / Ano	2016	2017	2018	2019
NCG	6.838.000,00	6.021.000,00	5.424.000,00	5.605.000,00
T	- 178.000,00	269.000,00	2.818.000,00	- 1.979.000,00
CAUT	3.827.000,00	1.672.000,00	1.790.000,00	2.847.000,00
AUT	3.080.000,00	1.013.000,00	1.226.000,00	2.307.000,00

Fonte: elaborado pela autora.

Complementando a análise da Tabela 36 com as variáveis da Tabela 35, nota-se que a empresa apresentou nos anos de 2016 e 2019 uma situação financeira insatisfatória, pois a sobra recursos de fonte permanente não foram suficientes para financiar a NCG, sendo necessário recorrer a recursos de curto prazo, visível pelo T negativo.

E, nos anos de 2017 e 2018, a situação financeira foi sólida, o CDG foi suficiente e ainda houve sobras no T. Além disso, essa companhia teve a maior capacidade de autofinanciamento de 2015 a 2016 e, também, a maior sobra de recursos operacionais gerados pelo autofinanciamento, descontados os dividendos, no mesmo ano.

4.13 SÍNTESE DOS RESULTADOS

De modo objetivo, o Quadro 4 apresenta um breve resumo da análise dos resultados sobre a influência da distribuição de dividendos no capital de giro.

Quadro 4 – Resumo da influência da distribuição de dividendos no capital de giro

Empresa / Ano	2016	2017	2018	2019
Sabesp S.A.	Positivo	Negativo	Negativo	Negativo
Cemig Distribuição S.A.	Positivo	Positivo	Positivo	Negativo
Suzano S.A.	Positivo	Negativo	Positivo	Negativo
GPA S.A.	Positivo	Negativo	Negativo	Negativo
Ultrapar Participações S.A.	Positivo	Negativo	Positivo	Positivo
CPFL Energia S.A.	Positivo	Negativo	Positivo	Negativo
Cielo S.A.	Positivo	Negativo	Negativo	Negativo
Braskem S.A.	Negativo	Negativo	Negativo	Positivo
JBS S.A.	Positivo	Positivo	Positivo	Positivo
Eletrobras S.A.	Positivo	Positivo	Positivo	Negativo
Vale S.A.	Negativo	Positivo	Positivo	Negativo
Petrobras Distribuidora S.A.	Negativo	Negativo	Positivo	Negativo

Fonte: elaborado pela autora.

O termo negativo foi utilizado no Quadro 4 nos anos em que a influência da distribuição de dividendos foi negativa para a disponibilidade de capital de giro de cada empresa. O termo positivo foi utilizado quando não houve interferência negativa dos dividendos e houve, ainda,

um montante de recursos disponíveis maior do que o provisionado. Enquanto o termo nulo não foi utilizado, pois não ocorreu de o valor da provisão de disponibilidade de capital de giro ser igual ao valor efetivo. Pondera-se que mesmo os resultados apresentando influência negativa ou positiva, não se pode afirmar que essa influência aconteceu somente pelo valor distribuídos de dividendos.

O Quadro 5 apresenta a situação financeira que foi identificada em cada ano de cada empresa durante a análise da gestão do capital de giro.

Quadro 5 – Resumo da situação financeira das empresas

Empresa / Ano	2016	2017	2018	2019
Sabesp S.A.	Arriscada	Arriscada	Excelente	Ruim
Cemig Distribuição S.A.	Ruim	Péssima	Insatisfatória	Insatisfatória
Suzano S.A.	Sólida	Sólida	Sólida	Sólida
GPA S.A.	Sólida	Sólida	Sólida	Arriscada
Ultrapar Participações S.A.	Sólida	Sólida	Sólida	Sólida
CPFL Energia S.A.	Excelente	Péssima	Insatisfatória	Insatisfatória
Cielo S.A.	Insatisfatória	Sólida	Sólida	Sólida
Braskem S.A.	Arriscada	Arriscada	Arriscada	Excelente
JBS S.A.	Insatisfatória	Insatisfatória	Sólida	Sólida
Eletrobras S.A.	Arriscada	Sólida	Insatisfatória	Sólida
Vale S.A.	Sólida	Sólida	Sólida	Excelente
Petrobras Distribuidora S.A.	Insatisfatória	Sólida	Sólida	Insatisfatória

Fonte: elaborado pela autora.

Observa-se que os termos do Quadro 5 referem-se aos tipos da situação financeira, conforme Quadro 3 apresentado na revisão da literatura, sendo que a condição de cada empresa pode ser considerada da menos insolvente para a mais insolvente na seguinte ordem: excelente (tipo I), sólida (tipo II), insatisfatória (tipo III), péssima (tipo IV), ruim (tipo V) e, arriscada (tipo VI).

5. CONCLUSÃO

Utilizando o método de Fleuriet, este trabalho buscou identificar qual foi a influência da distribuição de dividendos na gestão de capital de giro das vinte maiores empresas brasileiras de capital aberto, conforme a 17ª edição do ranking anual da Forbes Global 2000, cuja pesquisa foi publicada em 2019. No entanto, durante o desenvolvimento da pesquisa deste trabalho, foi necessário efetuar a exclusão de algumas empresas dessa lista, visando resultados mais assertivos para a análise.

A partir da pesquisa bibliográfica, da reclassificação dos balanços patrimoniais e da consulta dos dados necessários, nas demonstrações de resultados e nas notas explicativas no período de 2015 a 2019, foi possível calcular e analisar, principalmente, a disponibilidade de capital de giro destas companhias. Este indicador, em conjunto com outros indicadores complementares, permitiu compreender melhor o tema em questão e os resultados obtidos.

Pode-se observar, por meio de todos os resultados obtidos, que as empresas que foram influenciadas negativamente na maior parte dos anos analisados foram a Sabesp S.A., o GPA S.A., a Cielo S.A., a Braskem S.A, e a Petrobras Distribuidora S.A.. Enquanto as que tiveram impacto negativo em menos períodos foram a Cemig Distribuição S.A., a Ultrapar Participações S.A., e a Eletrobras S.A. Já a JBS S.A. foi a única organização que não foi prejudicada em nenhum dos anos analisados. Além disso, houve influência negativa na maioria das empresas de 2018 para 2019, e na minoria de 2015 para 2016.

Também é notável que a influência não foi nula em nenhum dos anos, sendo que as empresas que tiveram uma maior desigualdade entre o valor de dividendos pagos e o valor da diferença da disponibilidade de capital de giro efetiva e provisionada, foram: a Suzano S.A., em 2018; a Cielo S.A. e a JBS S.A., em 2016; e, a Eletrobras S.A. e a Vale S.A., em 2017. Todas estas empresas, nestes respectivos anos, não tiveram impacto negativo e puderam contar com uma disponibilidade de recursos maior do que o esperado.

E, as empresas com menor alteração foram: a Sabesp S.A. e a Ultrapar Participações S.A., em 2017; o GPA S.A. e a Cielo S.A., em 2018; e, a CPFL Energia S.A., em 2015. Destas empresas e nestes períodos informados, apenas a CPFL Energia S.A. não foi influenciada negativamente pela distribuição de dividendos.

Ainda, outro dado relevante a ser destacado é que o valor dos dividendos pagos foi superior ao valor da diferença entre a disponibilidade efetiva e provisionada do capital de giro apenas nas empresas: Ultrapar Participações S.A., em 2019; Cielo S.A., em 2017 e 2018;

Eletrobras S.A. e Vale S.A., ambas em 2018. Dentre as quais, somente a Cielo S.A. apresentou influência negativa nos dois anos mencionados.

Diante desses resultados, não foi possível afirmar que o pagamento de dividendos é inteiramente responsável por influenciar negativamente a disponibilidade de capital de giro. Nota-se que, em algumas destas entidades, a melhora ou piora da disponibilidade de capital de giro poderia ter ocorrido também em razão de outras variáveis. É o caso das empresas GPA S.A., CPFL Energia S.A. e Petrobras Distribuidora S.A., todas em 2017, cujo valor dos dividendos é bem inferior ao valor da diferença da disponibilidade de capital de giro efetivo e da provisão.

Por fim, sugere-se para estudos futuros as seguintes dúvidas que surgiram durante a análise deste trabalho: quais fatores influenciaram a variação da necessidade de capital de giro destas empresas? Como o modelo dinâmico de Fleuriet pode ser aplicado às instituições financeiras? Quais são as outras variáveis que causaram impacto negativo na disponibilidade de capital de giro destas organizações? Existe algum fator externo em comum para que a maior parte destas empresas fossem influenciadas negativamente em 2019? E, o que causou as alterações mais relevantes na situação financeira destas entidades no período analisado?

REFERÊNCIAS

ALVES, Aline. **Análise das demonstrações financeiras.** Porto Alegre: Sagah, 2018.

ASSAF NETO, Alexandre; SILVA, César Augusto Tibúrcio. **Administração do capital de giro.** 4. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

BARBOSA, Sergio Correia; ALVES, Francisco José dos Santos; BARBOSA, Adriano Guedes. **Modelo fleuriet:** aplicação de um estudo de caso no setor de transporte aéreo, 2020. Disponível em: http://www.crc.org.br/Arquivos/Publicacoes/2018/livro_felurietpdf.pdf/. Acesso em: 29 nov. 2020.

BM&FBOVESPA. **Empresas listadas na B3.** Disponível em: http://bvmf.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?idioma=pt-br/. Acesso em: 30 set. 2020.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 16 dez. 1976. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 28 abr. 2020.

BRASIL. Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997. Altera os dispositivos da lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 6 mai. 1997.

BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 1 nov. 2001.

BROM, Luiz Guilherme. **Análise de investimentos e capital de giro.** 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

CREPALDI, Silvio Aparecido. **Contabilidade gerencial:** teoria e prática. 8 ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2017.

DI AGUSTINI, Carlos Alberto. **Capital de giro.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

FERRARI, Ed Luiz. **Análise das demonstrações contábeis.** Niterói: Impetus, 2014.

FLEURIET, Michel; ZEIDAN, Rodrigo. **O modelo dinâmico de gestão financeira.** Rio de Janeiro: Alta Books, 2015.

FLEURIET, Michel; KEHDY, Ricardo; BLANC, Georges. **O modelo fleuriet:** a dinâmica financeira das empresas brasileiras. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

FORBES. **Global 2000:** 20 maiores empresas brasileiras de capital aberto de 2019, 2019. Disponível em: https://forbes.com.br/listas/2019/05/global-2000-20-maiores-empresas-brasileiras-de-capital-aberto-de-2019/. Acesso em: 18 fev. 2020.

GOZER, Isabel Cristina. **Análise da capacidade de autofinanciamento das cooperativas agropecuárias do estado do Paraná**, 2003. Disponível em: https://repositorio.ufsc.br/xmlui/bitstream/handle/123456789/85059/227145.pdf?sequence=1&isAllowed=y/. Acesso em: 17 nov. 2020.

GUIMARÃES, José de Oliveira; OZORIO, Diego. **Gestão do capital de giro.** Rio de Janeiro: FGV Editora, 2018.

MARQUES, José Augusto Veiga da Costa; BRAGA, Roberto. **Análise dinâmica do capital de giro:** o modelo Fleuriet, 1995. Disponível em: https://www.scielo.br/pdf/rae/v35n3/a07v35n3.pdf/. Acesso em: 29 nov. 2020.

MEHTA, Dileep R.. **Administração do capital de giro.** São Paulo: Atlas, 1978.

PADOVEZE, Clóvis Luís. **Administração financeira:** uma abordagem global. São Paulo: Saraiva, 2016.

SÁ, Carlos Alexandre. **Fluxo de caixa.** 2 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

SAGE BLOG. **O que é capital de giro e para que serve?**, 2018. Disponível em: https://blog.sage.com.br/o-que-e-capital-de-giro-e-para-que-serve/. Acesso em: 25 fev. 2020.

SEBRAE. **Painel de empresas**, 2020. Disponível em: https://datasebrae.com.br/totaldeempresas/. Acesso em: 25 fev. 2020.

SEBRAE. **Quais são as fontes de autofinanciamento**, 2020. Disponível em: https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/ap/artigos/quais-sao-as-fontes-de-autofinanciamento,4a88105e03380610VgnVCM1000004c00210aRCRD/. Acesso em: 17 nov. 2020.

SILVA, José Pereira da. **Análise financeira das empresas.** 13 ed. São Paulo: Cengage Learning, 2018.

VIEIRA, Marcos Villela. **Administração Estratégica do Capital de Giro.** 2 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

ANEXOS

ANEXO 1 – Modelo dinâmico: Cia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo / Sabesp S.A.

Contas / Ano		2015	2016	2017	2018	2019
ATIVO		**33.706.614,00**	**36.745.034,00**	**39.546.444,00**	**43.565.118,00**	**46.457.800,00**
ERRATICAS		**1.639.214,00**	**1.886.221,00**	**2.283.047,00**	**3.029.191,00**	**2.253.210,00**
1.01.01	Caixa	1.639.214,00	1.886.221,00	2.283.047,00	3.029.191,00	2.253.210,00
1.01.02	Aplicações Financeiras					
CICLICAS		**1.811.119,00**	**1.937.414,00**	**2.291.038,00**	**2.573.051,00**	**2.642.928,00**
1.01.03	Contas a Receber	1.483.127,00	1.760.025,00	1.853.368,00	2.017.481,00	2.330.658,00
1.01.04	Estoques	64.066,00	58.002,00	85.671,00	65.596,00	70.454,00
1.01.05	Ativos Biológicos					
1.01.06	Tributos a Recuperar	77.828,00	42.633,00	276.585,00	380.703,00	141.266,00
1.01.07	Despesas Antecipadas					
1.01.08	Outros Ativos Circulantes	186.098,00	76.754,00	75.414,00	109.271,00	100.550,00
NÃO CICLICAS		**30.256.281,00**	**32.921.399,00**	**34.972.359,00**	**37.962.876,00**	**41.561.662,00**
1.02	Ativo Não Circulante	30.256.281,00	32.921.399,00	34.972.359,00	37.962.876,00	41.561.662,00
PASSIVO		**33.706.614,00**	**36.745.034,00**	**39.546.444,00**	**43.565.118,00**	**46.457.800,00**
ERRATICAS		**1.526.262,00**	**1.246.567,00**	**1.746.755,00**	**2.103.612,00**	**2.859.843,00**
2.01.04	Emprést./Financiamentos	1.526.262,00	1.246.567,00	1.746.755,00	2.103.612,00	2.859.843,00
CICLICAS		**2.214.054,00**	**3.055.941,00**	**3.025.125,00**	**3.295.020,00**	**3.593.581,00**
2.01.01	Obrigações Sociais e Trabalhistas	347.976,00	458.299,00	588.073,00	564.830,00	594.279,00
2.01.02	Fornecedores	248.158,00	311.960,00	344.947,00	465.993,00	369.631,00
2.01.03	Obrigações Fiscais	107.295,00	168.757,00	183.965,00	200.563,00	250.318,00
2.01.05	Outras Obrigações	878.735,00	1.386.591,00	1.300.181,00	1.605.247,00	1.829.106,00
2.01.06	Provisões	631.890,00	730.334,00	607.959,00	458.387,00	550.247,00
2.01.07	Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda e Descontinuados					
NÃO CICLICO		**29.966.298,00**	**32.442.526,00**	**34.774.564,00**	**38.166.486,00**	**40.004.376,00**
2.02	Passivo Não Circulante	16.249.692,00	17.023.315,00	17.261.555,00	18.614.798,00	18.368.593,00
2.03	Patrimônio Líquido Consolidado	13.716.606,00	15.419.211,00	17.513.009,00	19.551.688,00	21.635.783,00

Fonte: elaborado pela autora.

ANEXO 2 – Dados utilizados nos cálculos: Cia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo / Sabesp S.A.

Dados / Ano	2015	2016	2017	2018	2019
LL	536.279,00	2.947.098,00	2.519.310,00	2.835.068,00	3.367.517,00
ORDO	143.755,00	4.722,00	- 5.679,00	28.591,00	- 18.748,00
ROD	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
REP	2.597,00	4.740,00	5.760,00	6.510,00	3.701,00
DEPR	13.616,00	27.555,00	41.327,00	33.930,00	- 6.135,00
ΔANC	3.116.286,00	2.665.118,00	2.050.960,00	2.990.517,00	3.598.786,00

Fonte: elaborado pela autora.

ANEXO 3 – Modelo dinâmico: Cia Energética de Minas Gerais / Cemig Distribuição S.A.

Contas / Ano		2015	2016	2017	2018	2019
ATIVO		**40.857.089,00**	**42.035.853,00**	**42.239.589,00**	**59.854.673,00**	**49.927.052,00**
ERRATICAS		**3.351.378,00**	**2.009.320,00**	**2.088.641,00**	**1.594.355,00**	**1.276.096,00**
1.01.01	Caixa	924.632,00	995.132,00	1.030.257,00	890.804,00	535.757,00
1.01.02	Aplicações Financeiras	2.426.746,00	1.014.188,00	1.058.384,00	703.551,00	740.339,00
CICLICAS		**6.025.360,00**	**6.276.150,00**	**6.448.662,00**	**26.201.719,00**	**8.861.312,00**
1.01.03	Contas a Receber	3.826.502,00	3.436.404,00	4.197.303,00	4.211.465,00	4.709.538,00
1.01.04	Estoques	37.264,00	49.473,00	38.134,00	35.619,00	39.352,00
1.01.05	Ativos Biológicos					
1.01.06	Tributos a Recuperar	481.159,00	825.803,00	513.364,00	386.668,00	621.302,00
1.01.07	Despesas Antecipadas	87.241,00	1.059,00	116.050,00	6.785,00	40.081,00
1.01.08	Outros Ativos Circulantes	1.593.194,00	1.963.411,00	1.583.811,00	21.561.182,00	3.451.039,00
NÃO CICLICAS		**31.480.351,00**	**33.750.383,00**	**33.702.286,00**	**32.058.599,00**	**39.789.644,00**
1.02	Ativo Não Circulante	31.480.351,00	33.750.383,00	33.702.286,00	32.058.599,00	39.789.644,00
PASSIVO		**40.857.089,00**	**42.035.853,00**	**42.239.589,00**	**59.854.673,00**	**49.927.052,00**
ERRATICAS		**6.300.359,00**	**4.836.923,00**	**2.370.551,00**	**2.197.566,00**	**2.746.249,00**
2.01.04	Emprést./Financiamentos	6.300.359,00	4.836.923,00	2.370.551,00	2.197.566,00	2.746.249,00
CICLICAS		**6.773.713,00**	**6.610.537,00**	**6.291.733,00**	**21.196.018,00**	**5.166.202,00**
2.01.01	Obrigações Sociais e Trabalhistas	220.573,00	224.741,00	207.091,00	283.730,00	200.044,00
2.01.02	Fornecedores	1.901.153,00	1.939.593,00	2.342.757,00	1.801.252,00	2.079.891,00
2.01.03	Obrigações Fiscais	750.759,00	820.453,00	819.868,00	521.888,00	492.715,00
2.01.05	Outras Obrigações	3.901.228,00	3.625.750,00	2.922.017,00	2.316.909,00	2.393.552,00
2.01.06	Provisões					
2.01.07	Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda e Descontinuados				16.272.239,00	-
NÃO CICLICO		**27.783.017,00**	**30.588.393,00**	**33.577.305,00**	**36.461.089,00**	**42.014.601,00**
2.02	Passivo Não Circulante	14.795.341,00	17.654.022,00	19.247.169,00	20.521.762,00	26.123.736,00
2.03	Patrimônio Líquido Consolidado	12.987.676,00	12.934.371,00	14.330.136,00	15.939.327,00	15.890.865,00

Fonte: elaborado pela autora.

ANEXO 4 – Dados utilizados nos cálculos: Cia Energética de Minas Gerais / Cemig Distribuição S.A..

Dados / Ano	2015	2016	2017	2018	2019
LL	2.469.003,00	334.754,00	1.001.596,00	1.741.713,00	3.128.073,00
ORDO	- 955.953,00	- 1.187.919,00	- 318.522,00	- 1.053.240,00	- 1.928.057,00
ROD	0,00	0,00	0,00	363.422,00	224.067,00
REP	392.990,00	- 301.844,00	- 252.240,00	- 103.549,00	125.351,00
DEPR	- 5.478.513,00	1.462.099,00	- 3.397.788,00	- 44.500,00	28.121,00
ΔANC	3.034.726,00	2.270.032,00	- 48.097,00	- 1.643.687,00	7.731.045,00

Fonte: elaborado pela autora.

ANEXO 5 – Modelo dinâmico: Suzano S.A.

Contas / Ano		2015	2016	2017	2018	2019
ATIVO		**28.259.985,00**	**29.399.313,00**	**28.522.982,00**	**53.932.644,00**	**97.908.225,00**
ERRATICAS		**2.448.096,00**	**3.695.312,00**	**2.708.338,00**	**25.486.018,00**	**9.399.758,00**
1.01.01	Caixa	1.477.246,00	1.614.697,00	1.076.833,00	4.387.453,00	3.249.127,00
1.01.02	Aplicações Financeiras	970.850,00	2.080.615,00	1.631.505,00	21.098.565,00	6.150.631,00
CICLICAS		**4.140.923,00**	**4.334.194,00**	**4.088.537,00**	**5.312.874,00**	**9.484.479,00**
1.01.03	Contas a Receber	1.885.960,00	1.622.171,00	2.303.810,00	2.537.058,00	3.035.817,00
1.01.04	Estoques	1.315.996,00	1.313.143,00	1.183.567,00	1.853.104,00	4.685.595,00
1.01.05	Ativos Biológicos					
1.01.06	Tributos a Recuperar	596.936,00	425.758,00	306.426,00	296.832,00	997.201,00
1.01.07	Despesas Antecipadas	37.146,00	34.555,00			
1.01.08	Outros Ativos Circulantes	304.885,00	938.567,00	294.734,00	625.880,00	765.866,00
NÃO CICLICAS		**21.670.966,00**	**21.369.807,00**	**21.726.107,00**	**23.133.752,00**	**79.023.988,00**
1.02	Ativo Não Circulante	21.670.966,00	21.369.807,00	21.726.107,00	23.133.752,00	79.023.988,00
PASSIVO		**28.259.985,00**	**29.399.313,00**	**28.522.982,00**	**53.932.644,00**	**97.908.225,00**
ERRATICAS		**2.024.964,00**	**1.594.720,00**	**2.115.067,00**	**3.426.696,00**	**6.227.951,00**
2.01.04	Emprést./Financiamentos	2.024.964,00	1.594.720,00	2.115.067,00	3.426.696,00	6.227.951,00
CICLICAS		**1.485.610,00**	**2.235.154,00**	**1.593.296,00**	**2.631.982,00**	**5.251.244,00**
2.01.01	Obrigações Sociais e Trabalhistas	164.782,00	165.030,00	196.467,00	234.192,00	400.435,00
2.01.02	Fornecedores	581.477,00	582.918,00	610.476,00	632.565,00	2.376.459,00
2.01.03	Obrigações Fiscais	56.285,00	78.175,00	125.847,00	243.835,00	307.639,00
2.01.05	Outras Obrigações	683.066,00	1.409.031,00	660.506,00	1.521.390,00	2.166.711,00
2.01.06	Provisões					-
2.01.07	Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda e Descontinuados					
NÃO CICLICO		**24.749.411,00**	**25.569.439,00**	**24.814.619,00**	**47.873.966,00**	**86.429.030,00**
2.02	Passivo Não Circulante	15.557.330,00	15.425.945,00	13.193.065,00	35.848.031,00	18.087.969,00
2.03	Patrimônio Líquido Consolidado	9.192.081,00	10.143.494,00	11.621.554,00	12.025.935,00	68.341.061,00

Fonte: elaborado pela autora.

ANEXO 6 – Dados utilizados nos cálculos: Suzano S.A.

Dados / Ano	2015	2016	2017	2018	2019
LL	- 925.354,00	1.691.998,00	1.807.433,00	318.460,00	- 2.814.742,00
ORDO	- 104.516,00	- 1.150.561,00	140.510,00	- 96.875,00	405.754,00
ROD	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
REP	0,00	- 7.127,00	5.872,00	7.576,00	31.993,00
DEPR	94.210,00	- 19.357,00	4.503,00	73.064,00	- 872.920,00
ΔANC	160.934,00	- 301.159,00	356.300,00	1.407.645,00	55.890.236,00

Fonte: elaborado pela autora.

ANEXO 7 – Modelo dinâmico: Cia Brasileira de Distribuição / GPA S.A.

Contas / Ano		2015	2016	2017	2018	2019
ATIVO		**47.241.000,00**	**45.217.000,00**	**47.928.000,00**	**52.849.000,00**	**57.991.000,00**
ERRATICAS		**11.015.000,00**	**5.112.000,00**	**3.792.000,00**	**4.369.000,00**	**7.954.000,00**
1.01.01	Caixa	11.015.000,00	5.112.000,00	3.792.000,00	4.369.000,00	7.954.000,00
1.01.02	Aplicações Financeiras					
CICLICAS		**13.945.000,00**	**26.539.000,00**	**29.428.000,00**	**31.935.000,00**	**11.938.000,00**
1.01.03	Contas a Receber	3.585.000,00	669.000,00	903.000,00	686.000,00	1.108.000,00
1.01.04	Estoques	8.965.000,00	4.641.000,00	4.822.000,00	5.909.000,00	8.625.000,00
1.01.05	Ativos Biológicos					
1.01.06	Tributos a Recuperar	1.080.000,00	674.000,00	596.000,00	679.000,00	1.627.000,00
1.01.07	Despesas Antecipadas	157.000,00	97.000,00	112.000,00		
1.01.08	Outros Ativos Circulantes	158.000,00	20.458.000,00	22.995.000,00	24.661.000,00	578.000,00
NÃO CICLICAS		**22.281.000,00**	**13.566.000,00**	**14.708.000,00**	**16.545.000,00**	**38.099.000,00**
1.02	Ativo Não Circulante	22.281.000,00	13.566.000,00	14.708.000,00	16.545.000,00	38.099.000,00
PASSIVO		**47.241.000,00**	**45.217.000,00**	**47.928.000,00**	**52.849.000,00**	**57.991.000,00**
ERRATICAS		**3.814.000,00**	**2.957.000,00**	**1.251.000,00**	**2.016.000,00**	**3.488.000,00**
2.01.04	Emprést./Financiamentos	3.814.000,00	2.957.000,00	1.251.000,00	2.016.000,00	3.488.000,00
CICLICAS		**21.459.000,00**	**24.625.000,00**	**27.741.000,00**	**30.769.000,00**	**19.647.000,00**
2.01.01	Obrigações Sociais e Trabalhistas	1.023.000,00	614.000,00	640.000,00	686.000,00	980.000,00
2.01.02	Fornecedores	15.508.000,00	7.232.000,00	8.128.000,00	9.246.000,00	14.887.000,00
2.01.03	Obrigações Fiscais	830.000,00	254.000,00	301.000,00	370.000,00	531.000,00
2.01.05	Outras Obrigações	4.092.000,00	889.000,00	845.000,00	1.055.000,00	3.249.000,00
2.01.06	Provisões	6.000,00	4.000,00	3.000,00		
2.01.07	Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda e Descontinuados	-	15.632.000,00	17.824.000,00	19.412.000,00	
NÃO CICLICO		**21.968.000,00**	**17.635.000,00**	**18.936.000,00**	**20.064.000,00**	**34.856.000,00**
2.02	Passivo Não Circulante	8.616.000,00	5.038.000,00	5.644.000,00	6.125.000,00	21.345.000,00
2.03	Patrimônio Líquido Consolidado	13.352.000,00	12.597.000,00	13.292.000,00	13.939.000,00	13.511.000,00

Fonte: elaborado pela autora.

ANEXO 8 – Dados utilizados nos cálculos: Cia Brasileira de Distribuição / GPA S.A.

Dados / Ano	2015	2016	2017	2018	2019
LL	- 276.000,00	- 1.076.000,00	865.000,00	1.180.000,00	836.000,00
ORDO	- 684.000,00	- 567.000,00	- 579.000,00	- 216.000,00	- 459.000,00
ROD	0,00	- 1.005.000,00	383.000,00	- 74.000,00	348.000,00
REP	112.000,00	60.000,00	- 60.000,00	33.000,00	2.000,00
DEPR	496.000,00	- 922.000,00	383.000,00	246.000,00	6.065.000,00
ΔANC	914.000,00	- 8.715.000,00	1.142.000,00	1.837.000,00	21.554.000,00

Fonte: elaborado pela autora.

ANEXO 9 – Modelo dinâmico: Ultrapar Participações S.A.

Contas / Ano		2015	2016	2017	2018	2019
ATIVO		**20.966.049,00**	**24.159.670,00**	**28.340.322,00**	**30.499.395,00**	**31.195.472,00**
ERRATICAS		**3.506.197,00**	**5.686.745,00**	**6.285.502,00**	**6.792.057,00**	**5.205.591,00**
1.01.01	Caixa	2.702.893,00	4.274.158,00	5.002.004,00	3.938.951,00	2.115.379,00
1.01.02	Aplicações Financeiras	803.304,00	1.412.587,00	1.283.498,00	2.853.106,00	3.090.212,00
CICLICAS		**6.405.152,00**	**7.325.051,00**	**8.915.789,00**	**9.419.650,00**	**9.852.464,00**
1.01.03	Contas a Receber	3.199.661,00	3.898.189,00	4.392.280,00	4.496.194,00	4.112.417,00
1.01.04	Estoques	2.495.237,00	2.761.207,00	3.491.879,00	3.354.532,00	3.715.560,00
1.01.05	Ativos Biológicos					
1.01.06	Tributos a Recuperar	628.778,00	541.772,00	881.584,00	896.881,00	1.447.678,00
1.01.07	Despesas Antecipadas	81.476,00	123.883,00	150.046,00	187.570,00	111.355,00
1.01.08	Outros Ativos Circulantes				484.473,00	465.454,00
NÃO CICLICAS		**11.054.700,00**	**11.147.874,00**	**13.139.031,00**	**14.287.688,00**	**16.137.417,00**
1.02	Ativo Não Circulante	11.054.700,00	11.147.874,00	13.139.031,00	14.287.688,00	16.137.417,00
PASSIVO		**20.966.049,00**	**24.159.670,00**	**28.340.322,00**	**30.499.395,00**	**31.195.472,00**
ERRATICAS		**1.097.855,00**	**2.475.604,00**	**3.503.675,00**	**2.273.997,00**	**1.323.837,00**
2.01.04	Emprést./Financiamentos	1.097.855,00	2.475.604,00	3.503.675,00	2.273.997,00	1.323.837,00
CICLICAS		**2.735.536,00**	**3.011.342,00**	**3.510.313,00**	**4.062.801,00**	**3.871.232,00**
2.01.01	Obrigações Sociais e Trabalhistas	404.313,00	362.718,00	388.118,00	428.192,00	405.636,00
2.01.02	Fornecedores	1.460.532,00	1.709.653,00	2.155.498,00	2.731.677,00	2.700.071,00
2.01.03	Obrigações Fiscais	385.687,00	311.014,00	312.665,00	323.482,00	434.679,00
2.01.05	Outras Obrigações	420.703,00	545.760,00	554.624,00	451.591,00	257.593,00
2.01.06	Provisões	64.301,00	82.197,00	99.408,00	127.859,00	73.253,00
2.01.07	Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda e Descontinuados					
NÃO CICLICO		**17.132.658,00**	**18.672.724,00**	**21.326.334,00**	**24.162.597,00**	**26.000.403,00**
2.02	Passivo Não Circulante	9.158.529,00	10.114.166,00	11.605.502,00	14.362.568,00	16.165.228,00
2.03	Patrimônio Líquido Consolidado	7.974.129,00	8.558.558,00	9.720.832,00	9.800.029,00	9.835.175,00

Fonte: elaborado pela autora.

ANEXO 10 – Dados utilizados nos cálculos: Ultrapar Participações S.A.

Dados / Ano	2015	2016	2017	2018	2019
LL	1.512.972,00	1.570.618,00	1.573.868,00	1.132.320,00	402.944,00
ORDO	77.860,00	192.838,00	57.118,00	35.445,00	149.606,00
ROD	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
REP	- 10.884,00	7.476,00	20.673,00	- 14.779,00	- 12.145,00
DEPR	300.966,00	502.862,00	932.036,00	342.474,00	564.752,00
ΔANC	1.076.675,00	93.174,00	1.991.157,00	1.148.657,00	1.849.729,00

Fonte: elaborado pela autora.

ANEXO 11 – Modelo dinâmico: Cia Paulista de Força e Luz / CPFL Energia S.A.

Contas / Ano		2015	2016	2017	2018	2019
ATIVO		**40.532.471,00**	**42.170.992,00**	**41.282.912,00**	**42.211.530,00**	**44.078.293,00**
ERRATICAS		**5.706.435,00**	**6.165.446,00**	**3.249.781,00**	**1.891.457,00**	**2.788.167,00**
1.01.01	Caixa	5.682.802,00	6.164.997,00	3.249.642,00	1.891.457,00	1.937.163,00
1.01.02	Aplicações Financeiras	23.633,00	449,00	139,00	-	851.004,00
CICLICAS		**6.802.217,00**	**5.213.741,00**	**6.331.431,00**	**7.510.859,00**	**7.552.463,00**
1.01.03	Contas a Receber	3.174.918,00	3.765.893,00	4.301.283,00	4.547.951,00	4.985.578,00
1.01.04	Estoques					
1.01.05	Ativos Biológicos					
1.01.06	Tributos a Recuperar	475.211,00	403.848,00	395.046,00	411.256,00	419.126,00
1.01.07	Despesas Antecipadas				172.155,00	76.756,00
1.01.08	Outros Ativos Circulantes	3.152.088,00	1.044.000,00	1.635.102,00	2.379.497,00	2.071.003,00
NÃO CICLICAS		**28.023.819,00**	**30.791.805,00**	**31.701.700,00**	**32.809.214,00**	**33.737.663,00**
1.02	Ativo Não Circulante	28.023.819,00	30.791.805,00	31.701.700,00	32.809.214,00	33.737.663,00
PASSIVO		**40.532.471,00**	**42.170.992,00**	**41.282.912,00**	**42.211.530,00**	**44.078.293,00**
ERRATICAS		**3.640.314,00**	**3.422.923,00**	**5.292.679,00**	**3.363.465,00**	**3.458.775,00**
2.01.04	Emprést./Financiamentos	3.640.314,00	3.422.923,00	5.292.679,00	3.363.465,00	3.458.775,00
CICLICAS		**5.884.559,00**	**5.595.570,00**	**6.086.009,00**	**5.051.667,00**	**6.607.133,00**
2.01.01	Obrigações Sociais e Trabalhistas	79.924,00	131.707,00	116.080,00	119.252,00	125.057,00
2.01.02	Fornecedores	3.161.210,00	2.728.131,00	3.296.870,00	2.398.085,00	3.260.180,00
2.01.03	Obrigações Fiscais	653.342,00	681.544,00	710.303,00	765.438,00	960.497,00
2.01.05	Outras Obrigações	1.990.083,00	2.054.188,00	1.962.756,00	1.768.892,00	2.261.399,00
2.01.06	Provisões					
2.01.07	Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda e Descontinuados					
NÃO CICLICO		**31.007.598,00**	**33.152.499,00**	**29.904.224,00**	**33.796.398,00**	**34.012.385,00**
2.02	Passivo Não Circulante	20.877.460,00	22.779.831,00	18.717.880,00	21.264.015,00	20.729.147,00
2.03	Patrimônio Líquido Consolidado	10.130.138,00	10.372.668,00	11.186.344,00	12.532.383,00	13.283.238,00

Fonte: elaborado pela autora.

ANEXO 12 – Dados utilizados nos cálculos: Cia Paulista de Força e Luz / CPFL Energia S.A.

Dados / Ano	2015	2016	2017	2018	2019
LL	875.277,00	879.057,00	1.243.042,00	2.165.995,00	2.748.297,00
ORDO	- 357.654,00	- 386.745,00	- 438.494,00	- 485.428,00	- 486.993,00
ROD	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
REP	216.885,00	311.413,00	312.390,00	334.198,00	349.090,00
DEPR	500.399,00	516.526,00	576.943,00	614.703,00	577.528,00
ΔANC	2.139.707,00	2.767.986,00	909.895,00	1.107.514,00	928.449,00

Fonte: elaborado pela autora.

ANEXO 13 – Modelo dinâmico: Cielo S.A.

Contas / Ano		2015	2016	2017	2018	2019
ATIVO		**29.977.801,00**	**30.544.070,00**	**88.347.181,00**	**82.563.091,00**	**93.422.308,00**
ERRATICAS		**1.249.524,00**	**2.658.956,00**	**6.024.197,00**	**2.874.424,00**	**3.255.437,00**
1.01.01	Caixa	1.249.524,00	2.658.956,00	6.024.197,00	2.874.424,00	3.206.857,00
1.01.02	Aplicações Financeiras				-	48.580,00
CICLICAS		**11.426.330,00**	**11.084.444,00**	**65.909.415,00**	**63.092.876,00**	**73.420.047,00**
1.01.03	Contas a Receber	11.213.016,00	11.084.444,00	65.869.950,00	63.092.876,00	73.420.047,00
1.01.04	Estoques					
1.01.05	Ativos Biológicos					
1.01.06	Tributos a Recuperar					
1.01.07	Despesas Antecipadas					
1.01.08	Outros Ativos Circulantes	213.314,00	-	39.465,00		
NÃO CICLICAS		**17.301.947,00**	**16.800.670,00**	**16.413.569,00**	**16.595.791,00**	**16.746.824,00**
1.02	Ativo Não Circulante	17.301.947,00	16.800.670,00	16.413.569,00	16.595.791,00	16.746.824,00
PASSIVO		**29.977.801,00**	**30.544.070,00**	**88.347.181,00**	**82.563.091,00**	**93.422.308,00**
ERRATICAS		**3.291.228,00**	**2.921.002,00**	**2.827.719,00**	**1.033.618,00**	**918.337,00**
2.01.04	Emprést./Financiamentos	3.291.228,00	2.921.002,00	2.827.719,00	1.033.618,00	918.337,00
CICLICAS		**4.772.726,00**	**4.931.778,00**	**59.769.647,00**	**55.769.220,00**	**67.033.512,00**
2.01.01	Obrigações Sociais e Trabalhistas					
2.01.02	Fornecedores	3.436.056,00	3.336.442,00	58.552.872,00	54.442.983,00	63.975.713,00
2.01.03	Obrigações Fiscais	275.733,00	409.789,00	286.954,00	412.777,00	82.532,00
2.01.05	Outras Obrigações	1.060.937,00	1.185.547,00	929.821,00	913.460,00	2.975.267,00
2.01.06	Provisões					
2.01.07	Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda e Descontinuados					
NÃO CICLICO		**21.913.847,00**	**22.691.290,00**	**25.749.815,00**	**25.760.253,00**	**25.470.459,00**
2.02	Passivo Não Circulante	11.749.880,00	9.788.300,00	10.388.870,00	10.890.157,00	10.405.516,00
2.03	Patrimônio Líquido Consolidado	10.163.967,00	12.902.990,00	15.360.945,00	14.870.096,00	15.064.943,00

Fonte: elaborado pela autora.

ANEXO 14 – Dados utilizados nos cálculos: Cielo S.A.

Dados / Ano	2015	2016	2017	2018	2019
LL	3.651.433,00	4.183.496,00	4.264.629,00	3.559.435,00	1.789.559,00
ORDO	- 254.867,00	- 342.066,00	- 225.952,00	- 322.166,00	- 462.926,00
ROD	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
REP	3.368,00	14.003,00	6.410,00	9.199,00	9.206,00
DEPR	167.229,00	81.245,00	94.682,00	- 3.354,00	- 8.504,00
ΔANC	12.304.006,00	- 501.277,00	- 387.101,00	182.222,00	151.033,00

Fonte: elaborado pela autora.

ANEXO 15 – Modelo dinâmico: Braskem S.A.

Contas / Ano		2015	2016	2017	2018	2019
ATIVO		**59.961.294,00**	**51.821.851,00**	**53.341.550,00**	**59.193.982,00**	**68.129.037,00**
ERRATICAS		**7.440.895,00**	**7.892.347,00**	**6.077.765,00**	**7.905.250,00**	**8.491.384,00**
1.01.01	Caixa	7.439.723,00	6.701.864,00	3.775.093,00	5.547.637,00	6.803.880,00
1.01.02	Aplicações Financeiras	1.172,00	1.190.483,00	2.302.672,00	2.357.613,00	1.687.504,00
CICLICAS		**10.057.592,00**	**8.363.905,00**	**11.914.563,00**	**13.478.617,00**	**14.898.170,00**
1.01.03	Contas a Receber	3.102.212,00	1.838.425,00	3.584.239,00	3.555.400,00	5.480.046,00
1.01.04	Estoques	5.517.206,00	5.238.014,00	6.846.923,00	8.486.577,00	7.625.084,00
1.01.05	Ativos Biológicos					
1.01.06	Tributos a Recuperar	1.272.004,00	826.015,00	1.349.064,00	1.197.140,00	1.677.944,00
1.01.07	Despesas Antecipadas	166.170,00	101.747,00	134.337,00	239.500,00	115.096,00
1.01.08	Outros Ativos Circulantes	-	359.704,00			
NÃO CICLICAS		**42.462.807,00**	**35.565.599,00**	**35.349.222,00**	**37.810.115,00**	**44.739.483,00**
1.02	Ativo Não Circulante	42.462.807,00	35.565.599,00	35.349.222,00	37.810.115,00	44.739.483,00
PASSIVO		**59.961.294,00**	**51.821.851,00**	**53.341.550,00**	**59.193.982,00**	**68.129.037,00**
ERRATICAS		**1.968.540,00**	**2.594.463,00**	**1.184.781,00**	**737.436,00**	**774.924,00**
2.01.04	Emprést./Financiamentos	1.968.540,00	2.594.463,00	1.184.781,00	737.436,00	774.924,00
CICLICAS		**14.713.689,00**	**20.443.844,00**	**17.952.951,00**	**22.378.694,00**	**15.441.236,00**
2.01.01	Obrigações Sociais e Trabalhistas	605.059,00	562.455,00	630.517,00	645.396,00	623.723,00
2.01.02	Fornecedores	11.698.695,00	6.545.136,00	5.265.670,00	8.341.252,00	9.116.989,00
2.01.03	Obrigações Fiscais	744.660,00	624.080,00	1.261.204,00	851.325,00	357.742,00
2.01.05	Outras Obrigações	1.571.333,00	11.149.394,00	10.359.537,00	12.061.062,00	3.326.453,00
2.01.06	Provisões	93.942,00	1.467.383,00	436.023,00	479.659,00	2.016.329,00
2.01.07	Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda e Descontinuados		95.396,00			
NÃO CICLICO		**43.279.065,00**	**28.783.544,00**	**34.203.818,00**	**36.077.852,00**	**51.912.877,00**
2.02	Passivo Não Circulante	41.941.354,00	27.062.834,00	28.513.468,00	30.166.607,00	47.968.171,00
2.03	Patrimônio Líquido Consolidado	1.337.711,00	1.720.710,00	5.690.350,00	5.911.245,00	3.944.706,00

Fonte: elaborado pela autora.

ANEXO 16 – Dados utilizados nos cálculos: Braskem S.A.

Dados / Ano	2015	2016	2017	2018	2019
LL	2.898.780,00	- 729.197,00	4.133.321,00	2.907.210,00	- 2.896.973,00
ORDO	- 707.153,00	- 3.752.163,00	- 479.404,00	90.852,00	- 2.448.384,00
ROD	6.382,00	26.859,00	8.876,00	0,00	0,00
REP	2.219,00	30.078,00	39.956,00	- 888,00	10.218,00
DEPR	1.912.473,00	2.298.118,00	2.667.302,00	4.392.802,00	3.107.397,00
ΔANC	7.802.255,00	- 6.897.208,00	- 216.377,00	2.460.893,00	6.929.368,00

Fonte: elaborado pela autora.

ANEXO 17 – Modelo dinâmico: JBS S.A.

Contas / Ano		2015	2016	2017	2018	2019
ATIVO		**122.502.967,00**	**102.815.763,00**	**108.695.951,00**	**114.145.831,00**	**126.339.387,00**
ERRATICAS		**18.843.988,00**	**9.355.622,00**	**11.741.308,00**	**8.935.779,00**	**10.033.967,00**
1.01.01	Caixa	10.776.155,00	5.608.922,00	5.884.806,00	3.998.922,00	4.759.656,00
1.01.02	Aplicações Financeiras	8.067.833,00	3.746.700,00	5.856.502,00	4.936.857,00	5.274.311,00
CICLICAS		**30.966.050,00**	**24.564.183,00**	**24.364.236,00**	**27.963.770,00**	**31.890.407,00**
1.01.03	Contas a Receber	12.119.662,00	9.589.185,00	9.333.291,00	9.657.010,00	11.136.622,00
1.01.04	Estoques	11.109.744,00	9.608.474,00	9.684.878,00	11.311.734,00	13.439.591,00
1.01.05	Ativos Biológicos	2.873.447,00	2.673.113,00	2.767.250,00	3.190.953,00	3.906.004,00
1.01.06	Tributos a Recuperar	2.874.987,00	1.677.791,00	974.404,00	2.210.038,00	2.351.152,00
1.01.07	Despesas Antecipadas					
1.01.08	Outros Ativos Circulantes	1.988.210,00	1.015.620,00	1.604.413,00	1.594.035,00	1.057.038,00
NÃO CICLICAS		**72.692.929,00**	**68.895.958,00**	**72.590.407,00**	**77.246.282,00**	**84.415.013,00**
1.02	Ativo Não Circulante	72.692.929,00	68.895.958,00	72.590.407,00	77.246.282,00	84.415.013,00
PASSIVO		**122.502.967,00**	**102.815.763,00**	**108.695.951,00**	**114.145.831,00**	**126.339.387,00**
ERRATICAS		**20.906.613,00**	**18.148.818,00**	**13.526.051,00**	**2.922.635,00**	**2.078.899,00**
2.01.04	Emprést./Financiamentos	20.906.613,00	18.148.818,00	13.526.051,00	2.922.635,00	2.078.899,00
CICLICAS		**19.230.854,00**	**15.199.806,00**	**15.653.290,00**	**18.679.081,00**	**26.378.793,00**
2.01.01	Obrigações Sociais e Trabalhistas	2.891.953,00	2.595.381,00	3.007.816,00	3.508.585,00	4.051.824,00
2.01.02	Fornecedores	12.421.018,00	10.716.987,00	9.992.778,00	13.075.615,00	17.450.306,00
2.01.03	Obrigações Fiscais	843.919,00	500.930,00	1.392.755,00	728.186,00	943.640,00
2.01.05	Outras Obrigações	3.073.964,00	1.386.508,00	1.236.636,00	1.366.695,00	3.933.023,00
2.01.06	Provisões				-	-
2.01.07	Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda e Descontinuados	-	-	23.305,00		
NÃO CICLICO		**82.365.500,00**	**69.467.139,00**	**79.516.610,00**	**92.544.115,00**	**97.881.695,00**
2.02	Passivo Não Circulante	53.999.087,00	45.949.887,00	53.375.942,00	64.597.906,00	65.399.646,00
2.03	Patrimônio Líquido Consolidado	28.366.413,00	23.517.252,00	26.140.668,00	27.946.209,00	32.482.049,00

Fonte: elaborado pela autora.

ANEXO 18 – Dados utilizados nos cálculos: JBS S.A.

Dados / Ano	2015	2016	2017	2018	2019
LL	5.128.647,00	707.498,00	1.025.469,00	210.116,00	6.464.854,00
ORDO	- 66.726,00	127.305,00	34.468,00	- 173.233,00	- 615.647,00
ROD	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
REP	58.935,00	17.503,00	18.630,00	26.455,00	34.166,00
DEPR	- 7.274.727,00	499.872,00	- 24.965,00	202.547,00	73.807,00
ΔANC	27.919.573,00	- 3.796.971,00	3.694.449,00	4.655.875,00	7.168.731,00

Fonte: elaborado pela autora.

ANEXO 19 – Modelo dinâmico: Centrais Elétricas Brasileiras / Eletrobras S.A.

Contas / Ano		2015	2016	2017	2018	2019
ATIVO		**149.645.408,00**	**170.499.429,00**	**172.975.359,00**	**181.210.208,00**	**177.466.715,00**
ERRATICAS		**8.884.180,00**	**7.858.992,00**	**9.046.486,00**	**8.551.544,00**	**13.989.213,00**
1.01.01	Caixa	2.041.406,00	2.361.014,00	2.122.128,00	2.143.440,00	3.562.843,00
1.01.02	Aplicações Financeiras	6.842.774,00	5.497.978,00	6.924.358,00	6.408.104,00	10.426.370,00
CICLICAS		**20.553.216,00**	**21.413.660,00**	**28.312.241,00**	**38.293.869,00**	**26.729.250,00**
1.01.03	Contas a Receber	4.137.501,00	4.402.278,00	4.662.368,00	4.079.221,00	5.281.333,00
1.01.04	Estoques	1.034.122,00	996.632,00	944.395,00	890.930,00	1.010.651,00
1.01.05	Ativos Biológicos					
1.01.06	Tributos a Recuperar	716.651,00	1.085.520,00	1.066.207,00	1.216.261,00	1.474.662,00
1.01.07	Despesas Antecipadas					
1.01.08	Outros Ativos Circulantes	14.664.942,00	14.929.230,00	21.639.271,00	32.107.457,00	18.962.604,00
NÃO CICLICAS		**120.208.012,00**	**141.226.777,00**	**135.616.632,00**	**134.364.795,00**	**136.748.252,00**
1.02	Ativo Não Circulante	120.208.012,00	141.226.777,00	135.616.632,00	134.364.795,00	136.748.252,00
PASSIVO		**149.645.408,00**	**170.499.429,00**	**172.975.359,00**	**181.210.208,00**	**177.466.715,00**
ERRATICAS		**4.714.646,00**	**5.982.651,00**	**6.214.897,00**	**12.255.107,00**	**7.934.644,00**
2.01.04	Emprést./Financiamentos	4.714.646,00	5.982.651,00	6.214.897,00	12.255.107,00	7.934.644,00
CICLICAS		**23.384.997,00**	**25.155.859,00**	**27.972.055,00**	**24.268.864,00**	**17.703.413,00**
2.01.01	Obrigações Sociais e Trabalhistas					
2.01.02	Fornecedores	10.128.507,00	9.659.301,00	10.443.752,00	3.360.550,00	3.095.469,00
2.01.03	Obrigações Fiscais	2.137.922,00	1.942.937,00	2.671.537,00	4.230.123,00	4.108.390,00
2.01.05	Outras Obrigações	4.952.834,00	7.295.133,00	5.707.709,00	5.451.860,00	7.775.358,00
2.01.06	Provisões	590.725,00	1.083.475,00	1.518.387,00	931.364,00	1.031.488,00
2.01.07	Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda e Descontinuados	5.575.009,00	5.175.013,00	7.630.670,00	10.294.967,00	1.692.708,00
NÃO CICLICO		**121.545.765,00**	**139.360.919,00**	**138.788.407,00**	**144.686.237,00**	**151.828.658,00**
2.02	Passivo Não Circulante	79.806.543,00	95.295.992,00	96.035.875,00	88.677.289,00	80.434.512,00
2.03	Patrimônio Líquido Consolidado	41.739.222,00	44.064.927,00	42.752.532,00	56.008.948,00	71.394.146,00

Fonte: elaborado pela autora.

ANEXO 20 – Dados utilizados nos cálculos: Centrais Elétricas Brasileiras / Eletrobras S.A.

Dados / Ano	2015	2016	2017	2018	2019
LL	- 14.953.658,00	3.513.276,00	- 1.725.691,00	13.347.577,00	10.743.843,00
ORDO	- 2.131.954,00	- 1.974.327,00	- 1.608.778,00	- 1.166.254,00	- 1.415.834,00
ROD	0,00	0,00	- 4.179.214,00	- 1.879.043,00	3.284.975,00
REP	531.446,00	3.114.047,00	2.692.171,00	4.351.948,00	1.140.733,00
DEPR	2.776.418,00	1.451.608,00	1.136.363,00	- 1.607.273,00	- 1.707.138,00
ΔANC	6.127.508,00	21.018.765,00	- 5.610.145,00	- 1.251.837,00	2.383.457,00

Fonte: elaborado pela autora.

ANEXO 21 – Modelo dinâmico: Vale S.A.

Contas / Ano		2015	2016	2017	2018	2019
ATIVO		**345.549.435,00**	**322.696.154,00**	**328.096.703,00**	**341.714.838,00**	**369.670.328,00**
ERRATICAS		**14.021.704,00**	**13.890.591,00**	**14.317.520,00**	**22.412.547,00**	**29.627.092,00**
1.01.01	Caixa	14.021.704,00	13.890.591,00	14.317.520,00	22.412.547,00	29.627.092,00
1.01.02	Aplicações Financeiras					
CICLICAS		**46.395.996,00**	**59.656.600,00**	**48.383.208,00**	**36.843.568,00**	**39.070.455,00**
1.01.03	Contas a Receber	6.036.035,00	12.169.422,00	14.879.422,00	11.669.973,00	11.483.278,00
1.01.04	Estoques	13.774.724,00	10.913.419,00	12.987.175,00	17.215.947,00	17.228.428,00
1.01.05	Ativos Biológicos					
1.01.06	Tributos a Recuperar	8.995.056,00	5.814.723,00	6.459.818,00	5.525.300,00	3.718.722,00
1.01.07	Despesas Antecipadas					
1.01.08	Outros Ativos Circulantes	17.590.181,00	30.759.036,00	14.056.793,00	2.432.348,00	6.640.027,00
NÃO CICLICAS		**285.131.735,00**	**249.148.963,00**	**265.395.975,00**	**282.458.723,00**	**300.972.781,00**
1.02	Ativo Não Circulante	285.131.735,00	249.148.963,00	265.395.975,00	282.458.723,00	300.972.781,00
PASSIVO		**345.549.435,00**	**322.696.154,00**	**328.096.703,00**	**341.714.838,00**	**369.670.328,00**
ERRATICAS		**9.788.449,00**	**5.409.699,00**	**5.633.395,00**	**3.888.522,00**	**5.804.801,00**
2.01.04	Emprést./Financiamentos	9.788.449,00	5.409.699,00	5.633.395,00	3.888.522,00	5.804.801,00
CICLICAS		**31.393.569,00**	**31.199.798,00**	**37.724.131,00**	**31.628.140,00**	**50.000.843,00**
2.01.01	Obrigações Sociais e Trabalhistas	1.463.767,00	2.362.089,00	3.641.102,00	4.054.028,00	3.183.381,00
2.01.02	Fornecedores	13.139.911,00	11.829.842,00	13.367.055,00	13.609.716,00	16.555.739,00
2.01.03	Obrigações Fiscais	3.268.529,00	2.700.077,00	3.482.644,00	3.331.427,00	3.801.797,00
2.01.05	Outras Obrigações	9.962.526,00	2.498.893,00	1.237.068,00	6.214.111,00	10.661.017,00
2.01.06	Provisões	3.142.555,00	8.255.080,00	12.097.350,00	4.418.858,00	15.798.909,00
2.01.07	Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda e Descontinuados	416.281,00	3.553.817,00	3.898.912,00	-	-
NÃO CICLICO		**304.367.417,00**	**286.086.657,00**	**284.739.177,00**	**306.198.176,00**	**313.864.684,00**
2.02	Passivo Não Circulante	164.947.827,00	152.384.918,00	136.633.535,00	132.515.998,00	156.715.331,00
2.03	Patrimônio Líquido Consolidado	139.419.590,00	133.701.739,00	148.105.642,00	173.682.178,00	157.149.353,00

Fonte: elaborado pela autora.

ANEXO 22 – Dados utilizados nos cálculos: Vale S.A.

Dados / Ano	2015	2016	2017	2018	2019
LL	- 45.996.622,00	13.296.496,00	17.669.992,00	25.773.768,00	- 8.696.040,00
ORDO	- 5.249.843,00	- 3.606.417,00	- 3.741.460,00	- 3.972.769,00	- 37.194.001,00
ROD	0,00	- 4.159.380,00	- 2.607.589,00	- 310.437,00	0,00
REP	- 1.506.450,00	1.111.015,00	301.818,00	- 693.486,00	- 2.683.903,00
DEPR	36.134.000,00	- 95.775.988,00	12.476,00	18.871,00	23.469,00
ΔANC	29.460.967,00	- 35.982.772,00	16.247.012,00	17.062.748,00	18.514.058,00

Fonte: elaborado pela autora.

ANEXO 23 – Modelo dinâmico: Petrobras Distribuidora S.A.

Contas / Ano		2015	2016	2017	2018	2019
ATIVO		**31.241.000,00**	**31.398.000,00**	**23.762.000,00**	**25.345.000,00**	**25.866.000,00**
ERRATICAS		**810.000,00**	**655.000,00**	**483.000,00**	**3.057.000,00**	**2.362.000,00**
1.01.01	Caixa	810.000,00	655.000,00	483.000,00	3.057.000,00	2.362.000,00
1.01.02	Aplicações Financeiras	-	-	-	-	-
CICLICAS		**12.034.000,00**	**11.634.000,00**	**10.220.000,00**	**9.746.000,00**	**9.863.000,00**
1.01.03	Contas a Receber	8.114.000,00	7.679.000,00	5.528.000,00	5.327.000,00	4.475.000,00
1.01.04	Estoques	2.843.000,00	2.678.000,00	3.245.000,00	2.923.000,00	3.412.000,00
1.01.05	Ativos Biológicos	-	-	-	-	-
1.01.06	Tributos a Recuperar	424.000,00	591.000,00	673.000,00	735.000,00	1.130.000,00
1.01.07	Despesas Antecipadas	41.000,00	47.000,00	40.000,00	45.000,00	56.000,00
1.01.08	Outros Ativos Circulantes	612.000,00	639.000,00	734.000,00	716.000,00	790.000,00
NÃO CICLICAS		**18.397.000,00**	**19.109.000,00**	**13.059.000,00**	**12.542.000,00**	**13.641.000,00**
1.02	Ativo Não Circulante	18.397.000,00	19.109.000,00	13.059.000,00	12.542.000,00	13.641.000,00
PASSIVO		**31.241.000,00**	**31.398.000,00**	**23.762.000,00**	**25.345.000,00**	**25.866.000,00**
ERRATICAS		**692.000,00**	**833.000,00**	**214.000,00**	**239.000,00**	**4.341.000,00**
2.01.04	Emprést./Financiamentos	692.000,00	833.000,00	214.000,00	239.000,00	4.341.000,00
CICLICAS		**4.900.000,00**	**4.796.000,00**	**4.199.000,00**	**4.322.000,00**	**4.258.000,00**
2.01.01	Obrigações Sociais e Trabalhistas	312.000,00	691.000,00	227.000,00	373.000,00	426.000,00
2.01.02	Fornecedores	3.047.000,00	2.650.000,00	2.682.000,00	2.219.000,00	2.307.000,00
2.01.03	Obrigações Fiscais	-	-	-	-	-
2.01.05	Outras Obrigações	1.428.000,00	1.316.000,00	1.156.000,00	1.576.000,00	1.333.000,00
2.01.06	Provisões	113.000,00	139.000,00	134.000,00	154.000,00	192.000,00
2.01.07	Passivos sobre Ativos Não-Correntes a Venda e Descontinuados	-	-	-	-	-
NÃO CICLICO		**25.649.000,00**	**25.769.000,00**	**19.349.000,00**	**20.784.000,00**	**17.267.000,00**
2.02	Passivo Não Circulante	9.925.000,00	7.410.000,00	8.826.000,00	9.686.000,00	8.766.000,00
2.03	Patrimônio Líquido Consolidado	15.724.000,00	18.359.000,00	10.523.000,00	11.098.000,00	8.501.000,00

Fonte: elaborado pela autora.

ANEXO 24 – Dados utilizados nos cálculos: Petrobras Distribuidora S.A.

Dados / Ano	2015	2016	2017	2018	2019
LL	- 1.161.000,00	- 315.000,00	1.151.000,00	3.193.000,00	2.211.000,00
ORDO	- 1.470.000,00	- 1.669.000,00	- 284.000,00	559.000,00	- 614.000,00
ROD	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
REP	3.000,00	- 1.000,00	- 2.000,00	- 1.000,00	2.000,00
DEPR	3.521.000,00	317.000,00	353.000,00	212.000,00	- 3.912.000,00
ΔANC	2.050.000,00	712.000,00	- 6.050.000,00	- 517.000,00	1.099.000,00

Fonte: elaborado pela autora.