

**ANÁLISE FINANCEIRA SOB A LUZ DO MODELO DINÂMICO: UM ESTUDO  
NO SETOR DE TELEFONIA FIXA BRASILEIRA LISTADO NA BOVESPA NO  
PERÍODO DE 2008 A 2013**

*FINANCIAL ANALYSIS UNDER THE DYNAMIC MODEL: A STUDY IN THE BRAZILIAN  
COMMUNICATION COMPANIES IN BOVESPA BETWEEN 2008 AND 2013*

Camila Alves de **LIMA**

Universidade Federal Rural do Semi-Árido  
camila.alves0202@gmail.com

Fábio Chaves **NOBRE**

Universidade Federal Rural do Semi-Árido  
fabio.nobre@ufersa.edu.br

Liana Holanda Nepomuceno **NOBRE**

Universidade Federal Rural do Semi-Árido  
liananobre@ufersa.edu.br

José Francisco **CALIL**

Universidade Metodista de Piracicaba – Unimep  
jfcilil@unimep.br

Artigo recebido em 05/2015 – Aprovado em 12/2015

**Resumo**

O objetivo desta pesquisa é analisar o comportamento financeiro das empresas de telefonia fixa do Brasil sob a luz do Modelo Dinâmico Assim, a problemática desta pesquisa é qual o comportamento financeiro das empresas do setor de Telefonia Fixa brasileiro à luz do Modelo Dinâmico? A abordagem foi documental e quantitativa descritiva, e os dados foram analisados e relacionados ao referencial teórico. Assim, observou-se que à luz do Modelo Dinâmico, o comportamento financeiro das empresas do setor econômico em questão, mostrou-se, na maioria das empresas, de modo inconstante, fortemente influenciado devido às variações nas atividades operacionais da empresa. O estudo mostrou ainda que há uma tendência no setor quanto ao Efeito Tesoura, às empresas mostraram, em geral, características semelhantes. Já com relação ao tipo de estrutura financeira, ao longo do período amostral cada empresa apresentou variações em decorrência das mudanças de crescimento ou decréscimo de suas atividades.

**Palavras-chave:** Modelo Dinâmico. Necessidade de Capital de Giro. Efeito Tesoura.

<http://periodicos.unifacef.com.br/index.php/rea>

## ABSTRACT

*The objective of this research is to analyze the financial behavior of the fixed telephony companies in Brazil in the light of the Dynamic Model. Thus, the problem of this research is that the financial performance of companies in the Brazilian Fixed sector in the light of the Dynamic Model? The approach was documentary and descriptive quantitative, and the data were analyzed and related to the theoretical framework. It was found that the light of the Dynamic Model, the financial performance of companies in the economic sector concerned, it was shown, in most companies, shifting so strongly influenced by variations in operating activities of the company. The study also showed that there is a tendency in the industry as to the effect Scissors, companies were generally similar features. In relation to the type of financial structure, over the sample period each company showed variations due to the growth changes or decrease of their activities.*

**KEYWORDS:** *Dynamic Model. Working Capital Requirement. Scissors effect.*

## 1 INTRODUÇÃO

Diante de fatores como o cenário econômico abrangente e dinâmico onde as empresas atuais estão inseridas, e da natureza dos demonstrativos financeiros que apresentam valores e desempenhos tanto gerais como específicos sobre as empresas, faz-se necessária a utilização de análises financeiras que interpretem tais demonstrativos de modo diligente, condizentes com a realidade dos mercados. Assim, o Modelo Dinâmico de análise financeira, também chamado de Modelo de Fleuriet, se revela como ferramenta muito útil e positiva na gestão financeira da empresa, pois o mesmo proporciona participação relevante do gerenciamento do capital de giro no desempenho operacional das empresas. É importante ressaltar que uma análise financeira eficaz não pode ser limitada apenas aos indicadores financeiros, pois há uma série de fatores que, mesmo não podendo ser chamados de financeiros, causam impacto na saúde financeira das empresas.

Visto isso, para proceder com estudos reais de análises financeiras, são necessárias amostras de demonstrativos financeiros de empresas reais, logo, por oferecer diversas informações gerais sobre as empresas divulgadas de capital aberto, o site da BM&F Bovespa foi utilizado como fonte na coleta de dados, que teve seu foco nas empresas componentes do setor de telefonia fixa brasileiro. De acordo com o caderno de economia e negócios do jornal Estadão online, o setor de telefonia fixa no Brasil tem mostrado um crescimento modesto em relação a outros países, como Estados Unidos da América, por exemplo, onde esse segmento de mercado está em decadência, e o total de linhas em serviço diminui a cada ano. Já no Brasil, a base de telefones fixos em serviço passou de 41,5 milhões, em 2009, para 42 milhões, no ano de 2012, segundo dados apresentados pela consultoria Telecom.

A mesma pesquisa divulgou ainda que segundo o Atlas Brasileiro das Telecomunicações 2011, editado pela Converge, somente 11,1% dos municípios brasileiros têm uma segunda operadora de telefonia fixa, porém nesse valor concentram-se principalmente os maiores municípios do País, e 64,9% da população

vive nessas cidades onde há diferentes opções de prestadoras de serviço. Assim, tais informações comprovam que o referido setor econômico mostra-se ativo e operante no mercado brasileiro, o que indica que o mesmo dispõe de dados necessários para servir de amostra neste estudo de pesquisa, levando em consideração o levantamento das empresas do ramo de atividades da telefonia fixa no Brasil listadas na BM&F Bovespa, bem como a análise de suas demonstrações financeiras mediante os balanços patrimoniais e DREs divulgados na mencionada companhia de capital.

Em face da relevância do Modelo Dinâmico de Análise Financeira este trabalho busca responder a questão de como se dá o comportamento financeiro das empresas do setor de Telefonia Fixa brasileiro à luz do Modelo Dinâmico? Para tanto, a fim de nortear e responder satisfatoriamente tal questionamento foi desenvolvido o objetivo geral a seguir: Analisar o comportamento financeiro das empresas relacionadas diante da Necessidade de Capital de Giro e Efeito Tesoura. Matarazzo (2010) destaca que o acompanhamento e controle dos indicadores do Modelo de Fleuriet tais como capital de giro, da necessidade de capital de giro, bem como do efeito tesoura, são de fundamental relevância para análises de caixa, estratégias financiamento, lucratividade e crescimento. Assim, é notório que a importância desses indicadores para uma verificação da saúde financeira da empresa é tamanha, que nenhuma análise econômico-financeira de empresa produtiva pode prescindir de abordá-la.

Semelhantemente, Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003) afirmam que a Necessidade de Capital de Giro e Efeito Tesoura são instrumentos poderosos de gestão financeira, pois ajudam a definir a política de distribuição de dividendos e a fatia do autofinanciamento e de recurso de longo prazo que devera ser alocados para financiar saldo das contas cíclicas, vale dizer, as operações da empresa. Tais indicadores permitem também realizar o planejamento financeiro a curto e longo prazo com bastante rapidez e flexibilidade. Nesse sentido, Castelo (2003) enfatiza que a Necessidade de Capital de Giro tem uma grande importância pelo fato de fornecer informações das atividades operacionais, decisões tomadas pela alta gerência.

Diante disso, Medeiros e Andrade (2012), enfatizam que através do modelo dinâmico, proposto por Michael Fleuriet, é possível interpretar a dinâmica financeira da empresa, ligada diretamente aos ciclos operacionais e financeiros, sendo capaz de indicar os perfis financeiros das empresas. Portanto, o modelo Dinâmico de análise financeira, bem como de seus indicadores, mostra-se fundamental para o entendimento do ciclo operacional e também da gestão financeira das empresas atuais, assim, justifica-se a discussão sobre o assunto devido à relevância do gerenciamento do Capital de Giro, Necessidade de Capital de Giro, Saldo de Tesouraria e Efeito Tesoura, para uma análise financeira das empresas em questão, buscando investigar seu comportamento financeiro ao longo do período amostral no mercado brasileiro.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Modelo Dinâmico de Fleuriet**

Ao final da década de 1970, com o apoio da instituição de ensino brasileira Fundação Dom Cabral, o professor francês Michel Fleuriet difundiu um novo modelo teórico,

desenvolvido no Brasil, cujo ponto central é a análise dos investimentos de curto prazo, denominado de Análise Dinâmica do Capital de Giro, ou Modelo Fleuriet. O trabalho realizado juntamente com sua equipe, culminou na publicação do livro “A Dinâmica Financeira das Empresas Brasileiras”, em 1978, estando esta obra atualmente em sua 6ª edição de forma a manter atualizada sua utilidade perante a realidade financeira das empresas brasileiras. Segundo Mesquita (2008), a pesquisa para a referida obra foi desenvolvida com base no comportamento de um grupo de empresas brasileiras, visando identificar suas carências na área financeira, de modo que possibilitou aos pesquisadores obter uma melhor percepção da necessidade da utilização das finanças mais como instrumento de gestão empresarial dinâmico, do que apenas ser tratadas em relações estáticas como puramente na contabilidade, visto que, na realidade, o dinamismo e volatilidade apresentam-se como características relevantes em economias muito específicas como a brasileira.

Assim, para compreensão do modelo de análise financeira em questão, se faz necessária à reorganização das contas do balanço patrimonial, de modo que as contas do ativo e do passivo passam a ser consideradas e classificadas de acordo com a realidade dinâmica das empresas e com os respectivos ciclos de rotação, conforme explica Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003). Isso se dá devido algumas contas demonstrarem uma circulação lenta, e estas podem ser consideradas como “permanentes ou não cíclicas”. Outras contas são consideradas como parte do ciclo operacional do negócio e são caracterizadas como partes do “contínuo e cíclico”, desse modo obtêm-se as contas não relacionadas às operações e que são denominadas “descontínuo e errático”. A figura 1 ilustra o balanço patrimonial reclassificado conforme a metodologia Fleuriet.

Outra nomenclatura é utilizada por autores como Matarazzo (2010) e Hoji (2012), para designar os mesmos termos apresentados na obra de Fleuriet, Kehdy e Blanc, que é nomear de Ativo Circulante Operacional chamado de Ativo Cíclico e o Passivo Cíclico nomeado de Passivo Circulante Operacional ou PCO. Visto isso, Hoji (2012) explica que à medida que o ACO vai sendo realizado, é substituído por outro ativo de mesma natureza, para manter o nível das atividades de operações. O mesmo acontece com o PCO, que é substituído por outro passivo de mesma natureza na medida em que é liquidado. Portanto, as contas do ACO e PCO são chamadas de cíclicas.

Baseando-se no novo rearranjo do balanço patrimonial é possível identificar e calcular variáveis muito importantes, modelos básicos de indicadores que foram utilizados na formulação do modelo dinâmico, que são os indicadores da Necessidade de Capital de Giro (NCG), Capital de Giro (CCL), Saldo de Tesouraria (ST) e Efeito Tesoura (T). Esses conceitos são instrumentos eficazes no auxílio da interpretação e gestão do funcionamento financeiro empresarial, contribuindo assim para definição de políticas de distribuição de dividendos, o que é de pontual importância, pois essas decisões do quanto distribuir ou reter determina a força motor da empresa, conforme explica Mesquita (2008). Para vias do presente estudo, serão estudados os indicadores de Necessidade de Capital de Giro, Capital de Giro, Saldo de Tesouraria e Efeito Tesoura.

### 2.1.1 Necessidade de Capital de Giro

A Necessidade de Capital de Giro, ou NCG, é considerada pelos analistas da área como chave para a Administração Financeira. Segundo Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003) a Necessidade de Capital de Giro trata-se de uma aplicação permanente de fundos, que acontece devido às saídas de caixa ocorrerem antes das entradas de caixa. Desse modo, essa aplicação evidencia-se no balanço patrimonial através de uma diferença positiva entre o valor das contas cíclicas do ativo e das contas cíclicas do passivo. Em outras palavras, há a ocorrência da NCG quando as saídas de caixa ocorrem antes das entradas de caixa, criando assim uma necessidade de aplicação permanente de fundos, evidenciada por uma diferença positiva entre o ativo cíclico e o passivo cíclico, como apresentam Pires, Panhoca e Bandeira (2010).

Para Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), a NCG é sensível às modificações que acontecem no ambiente econômico em que a empresa opera, tais mudanças como aumento de estoque, reduções de crédito, que a alteram a curto prazo. Nesse sentido, a necessidade de capital de giro resulta da dinâmica de funcionamento da empresa e das contas estritamente operacionais como Clientes, Estoques e Fornecedores. Assim, o que na análise de balanço tradicional seria visto como elementos positivos para liquidez foi revisto e encarado como fator de demanda de recursos financeiros. Dessa forma, Castelo (2003) explica que a manutenção de determinado volume de recursos aplicado no capital de giro de uma empresa visa à sustentação da atividade operacional.

As variáveis que determinam a necessidade desse financiamento decorrem do volume de vendas e dos prazos médios de rotação. Em outras palavras, o referido autor exemplifica mostrando que quanto maiores forem as vendas, ocorrerá uma pressão no estoque, como também no recebimento destas vendas. Se para aumentar o volume de vendas oferece ao cliente maior prazo para o pagamento da mercadoria, novamente ocorrerá pressão no recebimento das vendas. Diante desse contexto, Matarazzo 2010 expõe que a NCG é aquilo que o financiamento operacional não cobre, ou seja, é um conjunto de itens de financiamento que podem ser capital próprio, empréstimos bancários de longo ou curto prazo, porém não será um ativo. Somado a isso, Assaf Neto (2010) enfatiza que a manutenção de certo volume de recursos aplicado ao capital de giro objetiva, essencialmente, à sustentação de atividade operacional de uma empresa.

O mesmo sentido do conceito da NCG deveras abordado é retratado de modo diferenciado por Assaf Neto (2010) utilizando a expressão Necessidade de Investimento em Capital de Giro (NIG), que consiste no volume líquido e recursos demandados pelo ciclo operacional da empresa, sendo este determinado em função de suas políticas de compras, vendas e estocagem. Ou seja, diante da diferença positiva entre os fluxos de saída e entrada de caixa, é claramente perceptível uma necessidade de investimento no capital de giro. Porém, o autor afirma ser a NIG uma necessidade de capital a longo prazo, o que justifica a utilização do termo investimento. A mesma deverá lastrear financeiramente os investimentos cíclicos em cada capital de giro.

As evidências da NCG ou NIG, são facilmente constatadas e identificadas no balanço patrimonial reestruturado, pois conforme Hoji (2012), o mesmo fornece os dados necessários para o cálculo. Desse modo, a Necessidade de Capital de Giro é apurada pela diferença entre o ativo e passivo operacionais, ou ativo e passivo cíclicos.

$$NCG = \text{Ativo Cíclico} - \text{Passivo Cíclico}$$

Segundo Hoji (2012) afirma que são encontradas as seguintes situações:

- Ativo cíclico = Passivo cíclico: embora não seja frequente, apresenta-se a existência de equilíbrio entre o capital de giro e as fontes de financiamento. Dessa forma a NCG é nula;
- Ativo cíclico > Passivo cíclico: observa-se a necessidade de recursos de natureza financeira para financiar o capital de giro do negócio;
- Ativo cíclico < Passivo cíclico: demonstra que a empresa já possui fontes naturais de negocio suficientes para aplicações financeiras, logo a NCG será negativa.

Para Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), é possível a ocorrência dessa NCG negativa, de modo que, no ciclo financeiro, as saídas de caixa ocorrem depois das entradas de caixa. Assim, o passivo cíclico constitui-se em fonte de fundos para a empresa, pois, torna-se maior que o ativo cíclico. Porém, essa não é uma situação que ocorra com frequência na prática, visto que em geral é comum os prazos para entradas de caixa serem mais extensos e prolongados do que os das saídas.

Komatsu e Santana (2011) corroboram com as situações expressar por Hoji (2012), quando enfatizam que no primeiro e último caso demonstrados, a empresa não necessitará buscar fontes de financiamento para suas operações, pois se o ativo for igual ou menor que o passivo, não haverá necessidade de capital de giro. Essa necessidade denota um modo de proteção ao equilíbrio que deve ser verificado entre os prazos de captação e aplicação de recursos, conforme explica Assaf Neto (2012). Diante disso, percebe-se que o adequado capital circulante deve cobrir as necessidades mínimas, ou permanentes, de ativo circulante da empresa. Logo, conforme esclarece Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), quando a Necessidade de Capital de Giro apresenta-se positiva, reflete uma aplicação permanente de fundos, que, normalmente, deve ser financiada com os fundos permanentes utilizados pela empresa, e essa fonte revela-se como Capital de Giro.

### 2.1.2 Capital de Giro

O capital de giro trata-se do conjunto dos recursos disponíveis que a empresa possui para financiar suas necessidades operacionais. De acordo com Assaf Neto e Silva (2011), o capital de giro, ou capital circulante, representa os recursos demandados por uma empresa para financiar suas necessidades operacionais, que são identificadas desde a aquisição de matérias-primas (ou mercadorias) até o recebimento pela venda do produto acabado. Nesse sentido, ele é representado pelo ativo circulante, ou seja, as aplicações correntes que são identificadas geralmente pelas disponibilidades, valores a receber e estoques. Em contrapartida, Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003),



mencionam o conceito citado acima, com a nomenclatura de Capital de Giro Clássico, por este ser definido no sentido financeiro clássico, e representar uma aplicação de fundos.

Assim, Assaf Neto e Silva (2011) expõem o capital de giro (ou circulante) líquido, abreviadamente chamado de CCL, como sendo obtido através da diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante. Sendo algebricamente representado pela equação abaixo:

$$\text{CCL} = \text{Ativo Circulante} - \text{Passivo Circulante}$$

Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), destacam que o Capital de Giro (CDG) possui mesmo valor que o capital circulante líquido, sendo apenas o seu cálculo realizado de maneira diferente. Dessa forma, o CDG é definido pela diferença entre o passivo permanente e o ativo permanente.

$$\text{CDG} = \text{Passivo Permanente} - \text{Ativo Permanente}$$

Assaf Neto e Silva (2011) denotam que o capital de giro reflete a folga financeira de uma empresa e também relata o volume de recursos de longo prazo (compostos pelas exigibilidades e patrimônio líquido) que encontra-se financiando os ativos correntes (de curto prazo). Para Brasil e Brasil (2008), a definição do CDG é um dado estático, pois mesmo que este se encontre no lado das fontes, servindo para financiar, total ou parcialmente, as operações da empresa, de acordo com sua definição por vias do Balanço Patrimonial, este define a situação do CDG num dado momento, justificando-se assim como estático. O capital circulante líquido também age como um importante indicador de liquidez, conforme expõem Assaf Neto e Silva (2008), pois quanto maior for o valor do CCL, melhor será a posição de liquidez de curto prazo da empresa, em outras palavras, maior será sua folga financeira.

Segundo Assaf Neto e Silva (2011), o capital de giro pode ser segmentado em fixo (ou permanente) e variável (ou sazonal). Onde o CDG permanente, trata-se do volume mínimo de ativo circulante necessário para manter a empresa em condições normais de funcionamento. Igualmente seguindo essa concepção, Brasil e Brasil (2008), enfatizam que o capital de giro permanente trata-se de uma origem de fundos a longo prazo. O CDG sazonal, por sua vez, define-se pelas necessidades adicionais e temporais de recursos verificadas em determinados períodos, sendo estas motivadas principalmente, por compras antecipadas de estoques, maiores prazos para recebimento de clientes etc. De modo geral, Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), afirmam que ao longo do tempo o capital de giro apresenta-se razoavelmente estável. O mesmo tende a diminuir quando a empresa realiza novos investimentos em bens do ativo permanente, aumentando-o. Porém, esses investimentos são geralmente realizados através do autofinanciamento, que se refere aos fundos gerados mediante operações da empresa. Segundo Brasil e Brasil (2008), o autofinanciamento é a principal fonte de recursos do CDG, e resulta da geração de recursos próprios, com operações de investimentos e operações de captações de recursos. Pode ser calculado somando-se as depreciações e o lucro líquido de determinado período, após provisão para pagamento de Imposto de Renda.

Nesse sentido, Mesquita (2008), alega que o autofinanciamento na verdade nada mais é do que se espera das empresas, pois estas são destinadas a produzir e trocar bens ou

serviços, mas para tanto necessitam alcançar resultados econômicos suficientes para garantir atualizações e crescimento, além da busca pelo equilíbrio financeiro contínuo. Para Brasil e Brasil (2008), essas atualizações devem existir em decorrência de decisões de modernizações para conservar a competitividade no mercado, necessária para manter e elevar as atividades da empresa, de modo a dar continuidade à folga financeira de que trata o capital de giro. O Capital de Giro relacionado à Necessidade de Capital de Giro, pode ainda indicar o Saldo de Tesouraria da empresa, que se trata de importante indicativo da solvência das empresas.

### 2.1.3 Saldo de Tesouraria

O Saldo de Tesouraria, simplificado reconhecido por T, resulta da diferença entre as contas erráticas, sendo o ativo errático as contas de Disponível/Caixa, e, as contas Empréstimos de Curto Prazo, além de descontos de duplicatas e aplicações financeiras de curto prazo, pertencem ao passivo errático, conforme explica Brasil e Brasil (2008). Explicando ainda, Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), afirmam que as erráticas são as contas circulantes que não estão ligadas diretamente a operação, e seus valores podem alterar-se aleatoriamente.

Observa-se ainda a relação do Saldo de Tesouraria como um valor residual da diferença entre o Capital de Giro e a Necessidade de Capital de Giro, onde T varia em função das oscilações da NCG, de modo que funciona como um recurso de curto prazo, que soma-se ao CDG e ajuda a financiar ativos operacionais, como demonstra Brasil e Brasil (2008).

$$T = CDG - NCG$$

Saldos de Tesouraria positivos indicam que as empresas dispõem de fundos de curto prazo que podem ser aplicados em títulos de liquidez imediata, aumentando a margem de segurança financeira deste, de modo a gerar ainda receitas não operacionais. Porém, o T positivo nem sempre indica uma condição desejável para as empresas, pois ao contrário, pode demonstrar o mau aproveitamento das oportunidades de investimento, proporcionadas pela estrutura financeira, conforme discorrem Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003). Já o Saldo de Tesouraria será negativo quando o CDG for insuficiente para financiar a NCG. Assim, o passivo errático será menor que o ativo errático. Isso indicará que a empresa corre risco de insolvência, pois esta financiando parte da NCG, ou do ativo permanente, com recursos de curto prazo. Assim, a administração do Saldo de Tesouraria pode identificar a patologia do Efeito Tesoura.

#### 2.1.3.1 Efeito Tesoura

O Efeito tesoura acontece quando o T é identificado no lado das fontes, ou seja, quando esse se apresenta negativo, conforme Brasil, Brasil (2008), que explica ainda que o mesmo efeito existe em função de motivos como descontrole na dependência de empréstimos a curto prazo, imobilização excessiva ou ainda taxas de juros muito elevadas. Já Hoji (2012) trabalha o efeito tesoura não apenas como uma patologia, mas como sendo a mesma coisa do saldo de tesouraria, onde o mesmo ocorre entre as contas de natureza financeira e não relacionadas diretamente com as atividades de



operações, encontradas no Ativo Circulante Não Operacional, contas de aplicação do capital de giro, e no Passivo Circulante Não Operacional, contas que representam fontes de capital de giro. Uma causa específica não é apenas o que gera o Efeito Tesoura, por isso Brasil & Brasil (2008) identificam quatro perfis fundamentais para tal ocorrência, são eles:

O primeiro perfil mostra o crescimento das vendas de modo excessivo e a NCG também cresce na mesma proporção, porém a geração de recursos próprios mantém-se relativamente igual, de modo que o CDG crescerá a taxas inferiores. O segundo perfil reflete excessivos investimentos no ativo fixo e retorno inapropriado ou a prazos muito extensos, assim o CDG sofre redução, podendo ser impedido de acompanhar o crescimento das vendas e da própria NCG. O terceiro perfil ocorre quando há um crescimento do ciclo financeiro, não relacionado com as vendas, mas sim com a má gestão de estoques, cobranças a clientes, pagamentos a fornecedores, ou seja, má gestão do fluxo de caixa que estaria refletida no Balanço Patrimonial através de aumento das contas cíclicas do ativo e redução das cotas cíclicas do passivo. O último perfil, acontece em consequência de crises na economia, motivos externos à empresa, como redução das vendas, atrasos de pagamentos dos clientes e redução de prazos dos fornecedores, o que leva a diminuição das margens de venda.

Em face aos conceitos citados neste trabalho, Marques e Braga alegam que o CDG, a NCG e o T, são os elementos que compõem a posição de curto prazo da empresa, e a combinação desses dos três elementos que compõem a posição de curto prazo da organização, e a combinação desses determina sua estrutura financeira e a situação de liquidez e solvência da mesma em dado período. Diante disso, os autores identificaram seis situações possíveis pelo confronto daqueles elementos, expressas na Tabela 1.

Tabela 1 – Tipos de Estrutura e Situação Financeira.

<b>Tipo / Item</b>	<b>CDG</b>	<b>NCG</b>	<b>T</b>	<b>Situação</b>
<b>I</b>	+	-	+	Excelente
<b>II</b>	+	+	+	Sólida
<b>III</b>	+	+	-	Insatisfatória
<b>IV</b>	-	+	-	Péssima
<b>V</b>	-	-	-	Muito Ruim
<b>VI</b>	-	-	+	Alto Risco

Notas:

(+) = indicativo de valor positivo

(-) = indicativo de valor negativo.

Os montantes nulos são considerados apenas teóricos.

Fonte: Adaptado de Marques e Braga (1995)

Diante dos tipos de estrutura e situação financeira relacionada, vale ressaltar que os autores explicam que as situações do Tipo I e II mostram boa situação financeira para empresa, indicando boa liquidez diante do mercado. Sobre o Tipo II especificamente, explicam que fato de os três elementos serem positivos faz com que o T no máximo se

igual a NCG, mas seja sempre inferior ao CDG. Assim, os recursos de longo prazo investidos no CCL garantirão a continuidade de um T favorável (positivo), desde que o nível de atividade operacional seja mantido.

Já a respeito do Tipo IV, a situação financeira péssima é proveniente do CDG negativo, que sinaliza que fontes de curto prazo financiam investimentos de longo prazo, além de este ser insuficiente para financiar a NCG que se apresenta positiva. Já o Tipo VI a situação de alto risco é oriunda do CDG e NCG que permanecem negativos, porém o valor deste é inferior ao do primeiro. Assim, tal circunstância permite que o T seja positivo, e pode sinalizar para o fato de a empresa não estar desempenhando suas operações de maneira adequada.

### 3 METODOLOGIA

Diante dos objetivos estabelecidos nesta pesquisa, a metodologia foi desenvolvida contendo a definição dos métodos e técnicas de pesquisa utilizada; o modo de coleta de dados; definição e descrição da amostra; como ocorreu a coleta e tratamento dos dados por meio de planilha eletrônica, reclassificação das contas e cálculo das variáveis do Modelo Dinâmico, visando a apuração dos indicadores de Necessidade de Capital de Giro, Capital de Giro e Saldo de Tesouraria, para então ser realizada a análise dos resultados.

#### 3.1 Tipo

Em razão das características relevantes, este trabalho se classifica como pesquisa Documental e Quantitativa. De acordo com Gil (2009) a pesquisa Documental utiliza-se de materiais que não receberam ainda um tratamento analítico, ou que ainda podem ser reelaborados de acordo com os objetos da pesquisa. Além de analisar os documentos de “primeira mão” (documentos de arquivos, igrejas, sindicatos, instituições etc.), existem também aqueles que já foram processados, mas podem receber outras interpretações, como relatórios de empresas, tabelas etc.

No tipo de abordagem da pesquisa quantitativa, busca-se exprimir as relações de dependência funcional entre variáveis para tratarmos do como dos fenômenos. Eles procuram identificar os elementos constituintes do objeto estudado, estabelecendo a estrutura e a evolução das relações entre os elementos. Seus dados são métricos (medidas, comparação/padrão/metro) e com abordagens verificatórias.

#### 3.2 Fonte e Coleta dos dados

O estudo estatístico fornece a definição de população, como sendo o conjunto de elementos sobre o qual se deseja obter informação, e da amostra, que se trata de todo subconjunto de elementos retirados da população para obter a informação desejada, conforme explica Vieira (1999). Desse modo, a população definida para este estudo será formada por todas as empresas do setor de telefonia fixa brasileira listadas no site da Bovespa, <http://www.bmfbovespa.com.br/>, sendo estas Algar Telecom S/A,

Embratel Participações S.A., Jereissati Participações S.A., La Fonte Tel, LF Tel S.A, Oi S.A., Telefônica Brasil S.A. e Telemar Participações S.A. Tais empresas disponibilizam seus demonstrativos financeiros, entre outros documentos, no referido site da BM&F Bovespa. Para fins desta pesquisa foram coletados os Balanços Patrimoniais e Demonstrações dos Resultados dos Exercícios referentes ao período de 2008 a 2013, de cada empresa do setor.

Assim, para proceder tal coleta, partiu-se do supracitado site, avançando até a área de “Empresas listadas” e em seguida a selecionando a opção de filtro por “Setor de Atuação”, onde são encontradas as listas de todas as empresas de capital aberto divulgadas, devidamente separadas pelos setores de atuação, no caso desta pesquisa foi selecionado o setor de “Telecomunicações”, e dentro dele a opção “Telefonia Fixa”, onde consta a listagem de empresas já apontada neste trabalho. Desse modo, cada empresa contém uma pagina onde disponibiliza suas informações relevantes, bem como seus demonstrativos financeiros, que compõem as amostras deste estudo.

### 3.4 Procedimento Metodológico

Depois de coletados os dados amostrais, procedeu-se a reclassificação dos Balanços Patrimoniais conforme o modelo de Fleuriet, conforme explanado no referencial teórico deste trabalho. Em seguida, de acordo com as fórmulas propostas pelos autores, foram realizados os cálculos das variáveis de Capital De Giro, Necessidade de Capital de Giro e Saldo de Tesouraria, de todos os anos do período amostral para cada empresa.

Através dos dados amostrais obtidos mediante os cálculos das variáveis, foi realizada a análise financeira a luz do Modelo Dinâmico para cada uma das empresas listadas e em seguida foi construído o gráfico do Efeito Tesoura nos casos em que houve sua ocorrência. Assim, os resultados obtidos para cada empresa analisada foram expressos na próxima seção.

## 4 RESULTADOS

Esta pesquisa tem o objetivo geral de Analisar como as empresas relacionadas comportam-se diante da Necessidade de Capital de Giro e Efeito Tesoura. Para tanto, foram elaborados os seguintes objetivos específicos:

- A) Investigar os indicadores financeiros gerados nas Empresas de Telefonia Fixa por meio do Modelo de Fleuriet;
- B) Identificar e relacionar, através dos índices gerados, a Necessidade de Capital de Giro, Capital de Giro, Saldo de Tesouraria e Efeito Tesoura.

Assim, com base nos objetivos de pesquisa e seguindo o procedimento metodológico, os dados coletados foram analisados e os resultados desta pesquisa são descritos nesta seção, onde a estrutura das análises segue por empresas.

#### 4.1 ALGAR TELECOM S/A.

Os resultados obtidos a partir dos dados amostrais da Algar, conforme expresso na Tabela 2, apresentaram índices de NCG negativos ao longo do período amostral, o que poderia ser satisfatório, visto que não gera uma necessidade de financiamento de curto prazo. Porém, a empresa também não apresentou geração positiva de CDG nos primeiros quatro anos, o que aponta possível situação de insolvência no dado período. Desse modo, durante o período de 2008 a 2011 a situação da empresa encaixa-se no Perfil II onde tais diagnósticos observados junto ao Balanço Patrimonial indicam elevados investimentos em Ativo Realizável a Longo Prazo e Tributos, que demandaram investimentos no mesmo período em questão, porém, há indícios que para suprir tal demanda foram utilizados financiamentos de curto prazo, dificultando a reprodução de CGL.

Tabela 2 – Indicadores NCG, CDG e T da Algar Telecom S/A.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>NCG</b>	<b>-47.532</b>	<b>-75.162</b>	<b>-123.874</b>	<b>-43.764</b>	<b>-42.774</b>	<b>-13.787</b>
<b>CDG</b>	<b>-133.531</b>	<b>-58.484</b>	<b>-103.342</b>	<b>-50.553</b>	<b>37.940</b>	<b>23.854</b>
<b>T</b>	<b>-85.999</b>	<b>16.678</b>	<b>20.532</b>	<b>-6.789</b>	<b>80.714</b>	<b>37.641</b>

Fonte: Coleta de Dados (2014)

A empresa Algar apresenta índices de NCG negativos ao longo do período amostral, o que poderia ser satisfatório, visto que não gera uma necessidade de financiamento de curto prazo. Porém, a empresa também não apresentou geração positiva de CDG nos primeiros quatro anos, o que aponta possível situação de insolvência no dado período. Desse modo, durante o período de 2008 a 2011 a situação da empresa encaixa-se no Perfil II onde tais diagnósticos observados junto ao Balanço Patrimonial indicam elevados investimentos em Ativo Realizável a Longo Prazo e Tributos, que demandaram investimentos no mesmo período em questão, porém, há indícios que para suprir tal demanda foram utilizados financiamentos de curto prazo, dificultando a reprodução de CGL.

Quanto ao tipo de estrutura e situação financeira descrita por Marques e Braga, nos anos de 2008 e 2011 a empresa apresenta estrutura financeira do Tipo V, sendo esta uma situação muito ruim. Com a presença do efeito tesoura onde há o cruzamento entre as variáveis de NCG e CDG, indicando que há financiamento de parte da NCG, ou do ativo permanente, com recursos de curto prazo, e desse modo a empresa corre risco de insolvência. Já nos anos de 2009 e 2010 a estrutura financeira apresenta-se como Tipo VI, uma situação de alto risco, onde a empresa gera NCG, não gera CDG e isso leva a um saldo de tesouraria positivo, podendo indicar que a empresa não esta desempenhando suas operações de maneira adequada, e não há indícios de um efeito tesoura.

Em contrapartida, os dados evidenciam melhoria nos dois últimos anos, onde foi gerado CDG positivo e a NCG continuou negativa denotando-se uma situação financeira excelente conforme Marques e Braga (1995). Embora os dados dos Balanços

Patrimoniais apresentem elevados empréstimos de curto prazo nos mesmos anos 2012 e 2013, as vendas por sua vez, se mantiveram em ritmo de crescimento ao longo do período, e as Contas a Receber também seguiram o mesmo ritmo de crescimento, mas sem indicar inadimplência. A conta Estoques manteve-se relativamente estável, com baixos valores de estocagem (em comparação a demais empresas do segmento). Esses fatores contribuem positivamente para a melhora do giro financeiro da empresa, assim, nestes anos, a empresa enquadra-se no Perfil II de Brasil & Brasil (2008) e mostra estrutura Tipo I, com situação excelente onde há indícios de alto nível de liquidez, com a NCG negativa, indicando que os itens do ativo circulante cíclico, especialmente duplicatas a receber e estoques, apresentam grau de rotação elevado e, conseqüentemente, um ciclo financeiro reduzido.

#### 4.2 EMBRATEL PARTICIPAÇÕES S.A.

Ao longo do período amostral analisado, os resultados obtidos e expressos na Tabela 3, demonstram que a NCG mostra-se em decréscimo, o que indica uma diminuição nas atividades operacionais da empresa, evidenciada através das contas cíclicas que sofreram redução ao longo do dado período, assim como os custos em consequência. Semelhantemente o CDG também se apresenta negativo, ou seja, as atividades operacionais da empresa não estão gerando Capital de Giro, e isto indica, dentre outras coisas, que a empresa esta financiando parte de seu ativo permanente com fundos de curto prazo, provocando assim risco de insolvência.

Tabela 3 – Indicadores NCG, CDG e T da Embratel Participações S.A.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>NCG</b>	<b>15.864</b>	<b>-600.014</b>	<b>-694.941</b>	<b>317.094</b>	<b>-429.210</b>	<b>-1.644.508</b>
<b>CDG</b>	<b>-865.552</b>	<b>-237.069</b>	<b>-769.709</b>	<b>-585.798</b>	<b>-379.960</b>	<b>-3.536.051</b>
<b>T</b>	<b>-881.416</b>	<b>362.945</b>	<b>-74.768</b>	<b>-902.892</b>	<b>49.250</b>	<b>-1.891.543</b>

Fonte: Coleta de Dados (2014)

No Balanço Patrimonial é possível verificar as contas que induzem tal situação empresarial, onde se observa elevado financiamento no ano de 2013, tanto a curto quanto a longo prazo, além de indícios de investimentos na conta Imobilizado, do ativo, pois esta apresenta elevado crescimento entre os anos de 2010 e 2013, que foi o mesmo período de grande baixa no CDG. Dessa forma, a empresa apresenta uma característica financeira mencionado por Brasil & Brasil (2008) como Perfil 2, onde CDG sofre substanciais reduções, de modo a ficar impedido de acompanhar o crescimento das vendas, tornando evidente o surgimento do efeito tesoura, que destaca a situação de insolvência da empresa nos anos de 2008, 2010, 2011 e 2013.

Com relação ao tipo de estrutura financeira, analisando os dados da Tabela 3, observa-se que ao longo do período amostral a empresa apresentou diferentes tipos de estrutura financeira, onde nos anos de 2008 e 2011 é identificada a estrutura do Tipo IV, com uma situação considerada péssima, visto que a mesma não possui CDG

suficiente para financiar suas atividades, de modo que o passivo oneroso passa a cobrir essa insuficiência. Já nos anos de 2009 e 2012, verifica-se a estrutura Tipo VI, com situação financeira ruim, de alto risco, onde mesmo com o crescimento das vendas, os dados apontam geração negativa de CDG, e a ocorrência do Efeito Tesoura. Relacionado a isso, nos Balanços Patrimoniais da Embratel, é possível observar elevado investimento no Imobilizado da empresa, possivelmente financiado por empréstimos de curto prazo ou até mesmo pelas receitas. Por fim, nos anos de 2010 e 2013 a estrutura evidenciada é o Tipo V, caracterizada com situação financeira muito ruim.

#### 4.3 JEREISSATI PARTICIPAÇÕES S.A.

A empresa Jereissati Participações S.A., assim como as demais analisadas neste estudo, é uma companhia aberta, com ações negociadas na BM&FBovespa. Porém, segundo informações nas notas explicativas sobre a empresa no site da Bovespa a mesma difere das demais com relação a suas principais receitas, que advêm de participações societárias no capital de outras sociedades e da prestação de serviços de assessoria e consultoria econômica, financeira e tributária. Para fins deste trabalho, é importante ressaltar que a Jereissati Participações S.A. detém o controle das empresas holding Jereissati Telecom S.A.(ou La Fonte Participações S.A.) e a LF Tel S.A, sendo essas as próximas empresas analisadas em sequência. As três empresas apresentaram características semelhantes em seus indicadores financeiros, conforme é percebido nos dados amostrais de cada uma.

Tabela 4 – Indicadores NCG e CDG e T da Jereissati Participações SA.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>NCG</b>	<b>101.102</b>	<b>-106.337</b>	<b>-304.574</b>	<b>-193.766</b>	<b>-285.792</b>	<b>-311.013</b>
<b>CDG</b>	<b>2.106.974</b>	<b>745.843</b>	<b>1.295.448</b>	<b>-2.965.359</b>	<b>-3.239.694</b>	<b>-4.050.371</b>
<b>T</b>	<b>2.005.872</b>	<b>852.180</b>	<b>1.600.022</b>	<b>-2.771.593</b>	<b>-2.953.902</b>	<b>-3.739.358</b>

Fonte: Coleta de Dados (2014)

Os dados da Tabela 4 indicam diferentes tipos de estruturas financeiras utilizadas pela empresa ao longo do período amostral, onde no primeiro ano é percebido o uso do Tipo II, com situação financeira sólida, pois mesmo havendo NCG positiva, o CDG gerado é suficiente para cobri-la com folga, tendo o T também positivo, indicando que a empresa dispõe de fundos de curto prazo para possíveis aplicações. Nos anos de 2009 e 2010 verifica-se a estrutura do Tipo I, onde não há geração de NCG e assim o CDG gerado não está totalmente comprometido, deixando a empresa em situação financeira excelente. Já nos anos de 2011, 2012 e 2013, o quadro da empresa sofre drásticas alterações, com decréscimo das vendas e principalmente do capital de giro, desse modo é encontrada a estrutura do Tipo V, com situação financeira muito ruim, indicando assim risco de insolvência.

A tabela 4 mostra a ocorrência do efeito tesoura a partir do ano de 2010, onde houve cruzamento entre as variáveis de NCG e CDG, onde este sofreu grande decréscimo de modo a não acompanhar o ritmo das vendas, e ser insuficiente para cobrir a



necessidade de capital de giro, gerando assim indícios de que a empresa corre risco de insolvência, devido a utilização de recursos de curto prazo no financiamento de parte da NCG, ou do ativo permanente. Dessa forma, dada as características do comportamento de T, a empresa enquadra-se no Perfil 2.

#### 4.4 LA FONTE TEL S.A.

Através dos dados amostrais da Tabela 5, observa-se que até o ano de 2011, a empresa apresentou situação financeira satisfatória quanto a sua liquidez, pois a NCG mostra-se negativa, indicando que a empresa esta realizando autofinanciamento, além disso, o CGL apresenta-se positivo, indicando folga financeira, e, conseqüentemente, denotando boa posição de solvência.

Tabela 5 – Indicadores NCG, CDG e T da La Fonte S.A.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>NCG</b>	<b>130.797</b>	<b>-68.007</b>	<b>-280.802</b>	<b>-42.148</b>	<b>-4.546</b>	<b>-4.247</b>
<b>CDG</b>	<b>1.901.640</b>	<b>179.375</b>	<b>721.207</b>	<b>1.490.390</b>	<b>-799.703</b>	<b>-731.547</b>
<b>T</b>	<b>1.770.843</b>	<b>247.382</b>	<b>1.002.009</b>	<b>1.532.538</b>	<b>-795.157</b>	<b>-727.300</b>

Fonte: Coleta de Dados (2014)

Porem, ao final do período amostral, mais precisamente nos anos de 2012 e 2013 os dados aponta geração de CDG negativa, insuficiente para financiar as atividades operacionais empresariais, logo também a NCG, ou seja, os dados indicam um saldo de tesouraria negativo nestes anos, onde tal patologia indicia risco de insolvência, devido evidencias de financiamento de parte da NCG, ou do ativo permanente, através de recursos de curto prazo. Com relação à estrutura financeira, a partir da análise dos resultados obtidos na Tabela 5, constata-se que a La Fonte Tel, demonstra utilização de estrutura financeira semelhante a da empresa Jereissati S.A, onde apresenta utilização do Tipo II no ano de 2008, com situação financeira sólida. A estrutura de Tipo I é empregada nos anos de 2009, 2010 e também 2012, mostrando situação financeira excelente, e finalmente nos anos de 2012 e 2013 apresenta estrutura de Tipo V, com forte indicação de insolvência e situação financeira muito ruim.

#### 4.5 LF TEL

Mediante a Tabela 6 com os resultados obtidos através da coleta de dados da empresa LF Tel, é possível identificar que do ano de 2008 ao ano de 2010 a mesma apresenta situação financeira considerada satisfatória, visto que mantém a geração de CDG para financiar suas atividades operacionais e também não apresenta índice de NCG positivo, logo em consequência não ocorre nenhum efeito tesoura ao longo do período amostral.

Tabela 6 – Indicadores NCG, CDG e T da empresa LF Tel.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>NCG</b>	<b>129.349</b>	<b>-56.145</b>	<b>-281.711</b>	<b>20.874</b>	<b>19.304</b>	<b>2.546</b>
<b>CDG</b>	<b>1.858.506</b>	<b>150.001</b>	<b>680.381</b>	<b>-60.218</b>	<b>-55.958</b>	<b>-138.595</b>
<b>T</b>	<b>1.729.157</b>	<b>206.146</b>	<b>962.092</b>	<b>-81.092</b>	<b>-75.262</b>	<b>-141.141</b>

Fonte: Coleta de Dados (2014)

Porém, a partir do ano de 2011, a realidade financeira satisfatória da empresa apresenta drástica mudança, onde o CDG passou a apresentar-se negativo. Em conjunto com a análise dos Balanços Patrimoniais, é possível concluir que a empresa realizou imobilização excessiva a partir desse ano de 2011, o que indicia larga redução do CDG, mostrando assim características do Perfil II de comportamento do efeito Tesoura na empresa. A demais a NCG indicou comportamento mais estável ao longo do período amostral em relação ao CDG, sem muita discrepância na sua variação, porém quando combinada ao decréscimo do CDG transparece indícios de risco de insolvência, pois esta financiando parte da NCG, ou do ativo permanente, com recursos de curto prazo.

A estrutura financeira da empresa manifesta variações ao longo do período amostral analisado, onde no ano de 2008, é identificada a estrutura do Tipo II, com situação financeira sólida, apresentando o T positivo, porém inferior ao CDG. Nos anos de 2009 e 2010, a estrutura é do Tipo I, tendo a situação financeira excelente, sem apresentar previsão de efeito Tesoura. Já a partir do ano de 2011, ocorrendo grande decréscimo no valor do CDG, os dados mostram uma estrutura do Tipo IV, com situação financeira péssima, devido ao CDG negativo e presença da necessidade de capital de giro positiva que sinaliza fontes de curto prazo financiando investimentos de longo prazo.

#### 4.6 Oi S.A.

De acordo os resultados obtidos na pesquisa, os indicadores da Tabela 7 abaixo, demonstram que até o ano 2011 a empresa apresentou cenário financeiro satisfatório, com boa situação de solvência, tendo a NCG negativa e superávit de capital de giro. Assim, devido a elevado nível de liquidez nesses anos, a empresa encontra-se com estrutura financeira do Tipo I, sendo uma situação considerada excelente.

Tabela 7 – Indicadores NCG, CDG e T da Empresa Oi SA.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>NCG</b>	<b>-470.958</b>	<b>-526.039</b>	<b>-1.208.680</b>	<b>-2.318.600</b>	<b>324.416</b>	<b>3.388.049</b>
<b>CDG</b>	<b>898.760</b>	<b>703.390</b>	<b>1.796.108</b>	<b>3.626.396</b>	<b>4.044.863</b>	<b>2.146.681</b>
<b>T</b>	<b>1.369.718</b>	<b>1.229.429</b>	<b>3.004.788</b>	<b>5.944.996</b>	<b>3.720.447</b>	<b>-1.241.368</b>

Fonte: Coleta de Dados, 2014

Entretanto, nos dois últimos anos do período amostral, 2012 e 2013, a NCG apresentou aumento a ponto de tornar-se positiva e elevada, de modo a indicar a necessidade desse financiamento, e no ultimo ano especificamente, o CGL gerado não

foi suficiente para cobrir essa necessidade de financiamento. Tais indícios levam a um saldo de tesouraria negativo no de 2013, demonstrado pelo Gráfico, o mesmo indica o risco de insolvência neste dado momento provocado na empresa, pois a mesma esta financiando parte da NCG, ou do ativo permanente, com recursos de curto prazo.

Assim, analisados os índices da Tabela 7, verifica-se que no ano de 2012 a empresa apresentou utilização de estrutura financeira do Tipo II, sendo esta considerada sólida. Já no ano de 2013, é o Tipo III que se apresenta na estrutura, indicando uma situação financeira insatisfatória, onde o CDG não mostra recursos suficientes para garantir a manutenção do atual nível de atividade operacional, logo há indícios de que fontes de financiamento de curto prazo são empregadas a fim de complementar os recursos para atender essa necessidade. Através das contas dos Balanços Patrimoniais e DREs, mostram os indicativos dos dados apresentados, em face de ocorrência do aumento das vendas nos dois últimos anos do período, e isso provocou crescimento elevado nas contas a receber, o que pode ser indício de inadimplência por parte dos clientes, mas de fato interferiu no aumento da NCG a ponto de a produção do CGL não ser suficiente para cobrir a mesma.

#### 4.7 TELEF BRASIL

Concernente à estrutura financeira, os resultados da Tabela 8 exibiram utilização do Tipo I nos anos de 2008, 2009, 2012 e 2013, sendo a situação financeira considerada excelente, com alto nível de liquidez praticado, indicando boa rotação das contas cíclicas e desse modo um ciclo financeiro reduzido. Já nos anos de 2010 e 2011, é evidente a ocorrência de grande alteração dessa estrutura, ocasionado provavelmente por elevados empréstimos de longo prazo, além de grande aumento da conta Fornecedor, assim, nesses anos é verificada a estrutura do Tipo IV, com situação financeira considerada de alto risco. Em tal modelo de estrutura, onde o T se mostra negativo, pode haver indícios de que a empresa não está desempenhando suas operações de maneira adequada.

Tabela 8 – Indicadores NCG e CGL da Empresa Telef Brasil.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>NCG</b>	<b>-873.407</b>	<b>-398.927</b>	<b>-1.708.700</b>	<b>-2.401.792</b>	<b>-2.488.759</b>	<b>-2.851.834</b>
<b>CDG</b>	<b>348.757</b>	<b>110.530</b>	<b>-572.397</b>	<b>-980.955</b>	<b>2.672.389</b>	<b>2.168.389</b>
<b>T</b>	<b>1.222.164</b>	<b>509.457</b>	<b>1.136.303</b>	<b>1.420.837</b>	<b>5.161.148</b>	<b>5.020.223</b>

Fonte: Coleta de Dados (2014)

Ao longo do período amostral, os resultados mostram NCG negativa em todos os anos analisados, e combinado com superávit do CGL nos anos de 2008, 2009, 2012 e 2013, há assim indício de boa situação financeira e solvência da empresa. Tais resultados também apontam que o saldo de tesouraria da empresa é positivo, até mesmo nos anos de 2010 e 2011, onde há decréscimo do CDG. Assim, o T positivo indica que a empresa dispõe de fundos de curto prazo que podem ser aplicados em títulos de

liquidez imediata, aumentando a margem de segurança financeira deste, de modo a gerar ainda receitas não operacionais.

#### 4.8 TELEMAR

Conforme os dados amostrais da Tabela 9, ao longo do período analisado a empresa Telemar mostra índices financeiros satisfatórios, indicando boa situação de solvência, com crescimento do CDG e NCG negativa nos primeiros anos. Porém, mesmo com ocorrência de NCG positiva em 2012 e 2013, o superávit do capital de giro cobriu com folga essa necessidade. Os resultados mostram ainda saldo de tesouraria positivo, assim, há indícios de que a empresa dispõe de fundos de curto prazo que podem ser aplicados em títulos de liquidez imediata, aumentando a margem de segurança financeira deste, de modo a gerar ainda receitas não operacional.

Tabela 9 – Indicadores NCG, CDG e T da Empresa Telemar Participações S.A.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>NCG</b>	<b>780.722</b>	<b>-12.630</b>	<b>-1.110.638</b>	<b>-175.263</b>	<b>418.036</b>	<b>3.398.239</b>
<b>CDG</b>	<b>32.765.948</b>	<b>56.705.737</b>	<b>56.446.568</b>	<b>63.653.243</b>	<b>61.344.215</b>	<b>61.870.704</b>
<b>T</b>	<b>31.985.226</b>	<b>56.718.367</b>	<b>57.557.206</b>	<b>63.828.506</b>	<b>60.926.179</b>	<b>58.472.465</b>

Fonte: Coleta de Dados (2014)

No que tange a estrutura financeira identificada através dos resultados da pesquisa, é possível verificar que nos anos de 2008, 2012 e 2013 é utilizado o do Tipo II, com situação financeira sólida, onde embora a NCG apresente índice positivo, o CDG gerado é suficiente para cobri-la com folga, além disso, o T também positivo aponta que a empresa dispõe de fundos de curto prazo para possíveis aplicações. Já nos anos de 2009, 2010 e 2011, verifica-se a estrutura do Tipo I, onde a NCG revela-se negativa, de modo que o CDG gerado não se encontra totalmente comprometido, deixando a empresa em situação financeira excelente.

#### 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo tem como objetivo geral analisar o comportamento financeiro das empresas relacionadas, diante da Necessidade de Capital de Giro e Efeito Tesouras. Para isso, os objetivos específicos, (1) identificar os indicadores financeiros gerados nas Empresas de Telefonia Fixa por meio do Modelo de Fleuriet, e (2) investigar e relacionar, através dos índices gerados, os efeitos da Necessidade de Capital de Giro, Capital de Giro, Saldo de Tesouraria e Efeito Tesoura, colaboraram para o alcance do propósito do estudo.

Durante a pesquisa percebeu-se que à luz do Modelo Dinâmico, o comportamento financeiro das empresas do setor de Telefonia Fixa brasileiro mostrou-se, na maioria das empresas, de modo inconstante, fortemente influenciado devido às variações nas atividades operacionais da empresa. O estudo mostrou uma tendência no setor quanto ao Efeito Tesoura, onde quando houve presença do mesmo, as empresas mostraram, em geral, características do Perfil 2, descrito por Brasil & Brasil. Já com

relação ao tipo de estrutura financeira definido por Marques e Braga, ao longo do período amostral cada empresa apresentou variações em decorrência das mudanças de crescimento ou decréscimo de suas atividades.

Diante do exposto, destaca-se que a presente pesquisa possibilita o estudo do modelo Dinâmico de análise financeira como uma ferramenta verificação da dinâmica financeira das empresas desse setor, sendo este, de suma importância para ampliar os conhecimentos acerca das temáticas em questão e contribuir para o desenvolvimento do campo acadêmico. Recomenda-se, para estudos futuros, que se investigue também outro modelo de análise financeira aplicado ao mesmo setor, de modo a verificar qual pode exercer maior influência na gestão financeira das empresas. Além de colaborar com a academia, esse estudo buscou fornecer informações relevantes acerca do Modelo Dinâmico de análises financeiras, levando em consideração como este diagnosticou a saúde financeira das empresas do setor de telefonia fixa no Brasil. Desse modo, os resultados obtidos demonstram que a abordagem utilizada do modelo mostra-se adequada e pode ter apoiado na gestão financeira das empresas estudadas.

## REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A. Finanças Corporativas e Valor. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

ASSAF NETO, Alexandre; SILVA, César Augusto Tibúrcio. Administração do Capital de Giro. 3 ed. São Paulo: Atlas 2011.

BRASIL, Haroldo Vinagre; BRASIL, Haroldo Guimarães. Gestão Financeira das Empresas: um Modelo Dinâmico. 4 ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1992.

CASTELO, Samuel Leite. Necessidade de Capital de Giro e os Prazos de Rotação. Universidade Estadual do Ceará, Revista Científica Faculdade Lourenço Filho, v.3, n.1, 2003.

COMPETIÇÃO Dá Sobrevida à Telefonia Fixa no País. Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/noticias/impresso,competicao-da-sobrevida-a-telefonia-fixa-no-pais,691496,0.htm>> Acesso em: 21 de março de 2014.

FLEURIET, Michel; KEHDY, Ricardo; Blanc, Georges. O Modelo Fleuriet: A Dinâmica Financeira das Empresas Brasileiras. 6. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.

GIL, Antônio Carlos. Métodos e técnicas de pesquisa social. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GITMAN, Lawrence J. Princípios da Administração Financeira. 10 ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.

HOJI, Masakazu. Administração Financeira e Orçamentária: Matemática Financeira Aplicada, Estratégias Financeiras, Orçamento Empresarial. 10. Ed. São Paulo: Atlas, 2012.

KITZBERGER, Hurgor. Proposta de Análise das Demonstrações Contábeis: Abordagem Tradicional Integrada com Modelo Fleuriet. São Paulo: Centro Universitário Nove de Julho, 2003.

KOMATSU, Solange Akemy; SANTANA, Marcelo Rodrigues. A Análise do Gerenciamento do Capital de Giro e da Necessidade do Capital de Giro na Gestão dos Negócios: Um Estudo Aplicado na Empresa Vivo S/A. VI Encontro de Produção Científica e Tecnológica, 2011.

MARQUES, Jose augusto Veiga da Costa; BRAGA, Roberto. Análise Dinâmica do Capital de Giro. O Modelo de Fleuriet. Revista de Administração de Empresas. São Paulo, v. 35, n 3, p. 49-63. Mai/Jun. 1995.

MATARAZZO, Dante Carmine. Análise financeira de balanços: abordagem gerencial. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MEDEIROS, Natália Carolina Duarte de; ANDRADE, Lélis Pedro de. Modelos de Avaliação Financeira e Criação de Valor de Empresas Brasileiras de Capital Aberto. IX Congresso Virtual Brasileiro – Administração, 2012.

MESQUITA, Gustavo Bahury. Gestão de Capital de Giro: Uma Aplicação do Modelo Fleuriet a Empresas Argentinas, Brasileiras, Chilenas e Mexicanas. 2008. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 2009.

SOUSA, Simone Valadares; MOREIRA, Heber Lavor. Liquidez. A Saúde Financeira das Empresas. In: Avaliação do CEF, UFPA, 2003.