

A RELAÇÃO ENTRE UTILIZAÇÃO DO CAPITAL DE GIRO LÍQUIDO E O LUCRO POR AÇÃO: UM ESTUDO EMPÍRICO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS COM AÇÕES LISTADAS NA BOVESPA.

RESUMO

Este estudo tem por objetivo analisar como a administração do capital de giro interfere na lucratividade – Lucro por Ação das empresas que tem suas ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA. A análise foi feita utilizando-se do modelo dinâmico de análise financeira, que possibilitou mensurar as variáveis de utilização de Capital de Giro e a rentabilidade das empresas, considerando o conceito de Capital de Giro Líquido (Ativo Circulante menos Passivo Circulante) e o Lucro por Ação (resultado do exercício dividido pelo número de ações das empresas). Foi estudada uma série de cinco exercícios financeiros, no período de 1999 a 2003, onde 130 empresas apresentaram resultados de lucro por ações (valor positivo ou negativo) em todos os períodos e a utilização de capital de giro com preponderância de recursos próprios ou de terceiros. O estudo demonstrou que as empresas que obtiveram lucros em todos os períodos estavam utilizando capital de giro positivo ao final daqueles anos e, por outro lado, entre as empresas que apresentaram prejuízos em todos os anos, apenas uma utilizava capital de giro positivo ao final de cada ano.

INTRODUÇÃO

A gestão do capital de giro se reveste de grande importância para as empresas, haja vista seu relacionamento direto com o desenvolvimento do ciclo operacional e giro de negócios.

No que diz respeito ao tempo, é unânime entre os autores consultados que a maior parte do tempo de administrador financeiro é dedicada à administração do capital de giro. (GENTRY et. al., 1979; OPPEDAHN, 1990; KARGAR, 1994; COTE e LATHAN, 1999; MOURA e MATOS, 2003; ASSAF NETO, 2006).

A administração do capital de giro e a tomada de decisões para o planejamento de curto prazo para ROSS; WESTERFIELD; JAFFE (2002, p.599) envolvem entradas e saídas de caixa no prazo máximo de um ano e também fluxos de caixa e valor presente.

A gestão consiste na aplicação de estratégias agressivas ou conservadoras, pois essas envolvem riscos. Para GITMAN (1997, p.624-628) a forma conservadora é aquela em que as empresas financiam a longo prazo todas as necessidades esperadas de recursos, recorrendo a financiamentos de curto prazo apenas em circunstâncias emergenciais ou sazonais, enquanto que, a forma agressiva é aquela que utiliza fontes de curto prazo para financiamento de suas necessidades operacionais e, também, parcelas de suas necessidades permanentes.

As estratégias consideram que os custos de financiamentos de curto prazo são menores, porém voláteis, enquanto que as fontes de longo prazo (em financiamentos de terceiros ou por meio do patrimônio líquido, por injeção de capital ou retenção de lucros e reservas), se mostram mais caras.

À primeira vista uma empresa intensamente endividada pode dar a impressão de que caminha para uma situação de overtrading ou falência. Na verdade, só a análise conjunta com índices de liquidez e rentabilidade poderão mostrar a verdadeira configuração da empresa.

A posição do endividamento de uma empresa indica o montante de recursos de terceiros sendo usado com intuito de gerar lucros. Em geral, quanto mais dívidas a empresa usa em relação ao seu total de ativos, maior é a sua alavancagem financeira. Maior também será o *risco e retorno* ocasionado pelo uso de financiamento a custo fixo, tal como dívidas e ações preferenciais.

Para Fusco (1996, p. 54), “*a principal função de quem toma decisões correspondentes à administração de capital de giro é administrar as várias contas que compõem o capital de giro com relação ao nível de liquidez da empresa*”, ou seja, nem muita nem pouca liquidez, perseguindo a harmonia e o equilíbrio próprio das características do negócio explorado.

Diante deste contexto, surgem as seguintes interrogativas:

A maior utilização de recursos de terceiros que a utilização de recursos próprios, que determina a existência de Capital Circulante Negativo, ou Capital de Giro Negativo, impacta de forma negativa no resultado das empresas e na determinação do de menor Lucro por Ação?

Para uma elevação nas despesas com recursos de terceiros qual seria a reação nos lucros por ação?

O presente trabalho tem como objetivo analisar como a administração do capital de giro interfere na lucratividade – Lucro por Ação das empresas que tem suas ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA.

Este trabalho se justifica pela necessidade de verificar as variáveis que impactam o lucro por ação, onde a variável a ser testada neste estudo é o capital de giro líquido, sendo de grande relevância para investimentos futuros.

1 REVISÃO DA LITERATURA

1.1 ANÁLISE DINÂMICA DA ESTRUTURA DE CAPITAL

1.1.1 GESTÃO DO CAPITAL DE GIRO

Com base nas informações patrimoniais das empresas o capital de giro pode ser calculado de duas formas. Sendo a primeira mais prática, pois se pode afirmar que o Capital de giro é o próprio Capital Circulante Líquido, ou seja, a diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante. Vejamos o que diz ROSS (2002, p.42) “*O capital de giro líquido é igual ao ativo circulante menos o passivo circulante. O capital de giro líquido é positivo quando o ativo circulante é maior do que o passivo circulante*”. Nesta afirmativa é limitada no momento do desenvolvimento da interpretação. Quando é falado que o capital de giro é o Capital Circulante Líquido esta interpretação não possibilita avançar e desenvolver alternativas para o melhoramento dos recursos de capital de giro, pois fica condicionado apenas a avaliar as contas circulantes. Nesta avaliação é possível inferir que o Capital Circulante Líquido são os recursos disponíveis (ativos) superiores aos compromissos de curto prazo.

Nesta opção de cálculo, estamos centrados na liquidez da empresa, o que demonstra a grande importância da gestão de capital de giro para as empresas.

Vejamos o que diz SILVA (2002, p.35): “*O capital de giro representa os recursos demandados por uma empresa para financiar suas necessidades operacionais, que vão desde a aquisição de matérias-primas (mercadorias) até o recebimento pela venda do produto acabado*”.

Para Fleuri et al. (2003, p. 12), “*o capital de giro é um conceito econômico financeiro e não uma definição legal, constituindo uma fonte de fundos permanente utilizada para financiar a necessidade de capital de giro da empresa*”.

A importância do capital de giro também é colocada por Dorabella (1995, p. 102) ao considerar que capital de giro “*são os recursos financeiros aplicados pela empresa na execução do ciclo operacional de seus produtos, recursos estes que serão recuperados financeiramente ao final deste ciclo*”.

A administração do capital de giro é mostrada por Belt (1979, p.44) como “*a política de administração do capital de giro é um conjunto de princípios e planos que estabelece um curso de ação para lidar com ativos e passivos correntes*”.

Já para Braga (1991, p.1), “*a administração do capital de giro constitui um processo de planejamento e controle dos recursos financeiros aplicados no ativo circulante das empresas*”.

A outra forma de calcular o Capital Circulante Líquido é com base nas fontes e aplicações, ou seja, nas contas não circulantes do balanço patrimonial, como se refere BRASIL (1991, p.8):

Contas permanentes (não circulantes) do passivo menos contas permanentes (não circulantes) do ativo será igual ao CDG, esta definição difere pelo fato de que é calculada através das contas de longo prazo e não pelo circulante ou contas de curto prazo, apesar do resultado matemático ser o mesmo. Essa diferença de enfoque tem repercussões importantes nas análises.

Utilizando este conceito, podemos efetuar o outro cálculo do Capital de Giro determinado pela diferença entre as fontes (próprias e de longo prazo) e as aplicações (permanentes e de longo prazo), conforme demonstramos abaixo:

$$\text{CDG} = (\text{Patrimônio Líquido} + \text{Exigível Longo Prazo}) - (\text{Ativo Permanente} + \text{Realizável Longo Prazo})$$

Este outro método permite avaliar em separado as fontes e aplicações de capital de giro. Através deste cálculo podemos verificar que para a empresa melhorar o seu Capital de Giro, ela deverá aumentar as suas fontes de longo prazo (**Patrimônio Líquido + Exigível Longo Prazo**) ou reduzir suas aplicações (**Ativo Permanente + Realizável Longo Prazo**). Estas duas condições influenciarão positivamente no Capital Circulante Líquido (objeto de avaliação do primeiro cálculo), sendo que se as fontes aumentarem, por consequência, o passivo circulante diminuirá ou, se as aplicações diminuírem, o ativo circulante aumentará, nas duas situações haverá melhoria na liquidez da empresa.

1.1.2 NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO – NCG

A Necessidade de Capital de Giro (NCG) de uma empresa é proveniente das aplicações nas contas do Ativo Circulante Operacional (ACO), como clientes e estoques, menos as origens derivadas do Passivo Circulante Operacional (PCO), como fornecedores, por exemplo. A NCG pode ser financiada por meio do capital próprio ou de terceiros.

Para a composição da **NCG** será necessário então considerar apenas as contas de curto prazo, isolando as contas de natureza operacional daquelas de natureza financeira.

Para MATARAZZO (1998, p. 344), a NCG é definida a partir das atividades operacionais:

“O Ativo Circulante Operacional - ACO é o investimento que decorre automaticamente das atividades de compra/ produção/ estocagem/ venda, enquanto o Passivo Circulante Operacional - PCO é o financiamento, também automático, que decorre dessas atividades”.

“Portanto: $NCG=ACO-PCO$ ”

O mais comum é a empresa ter o ACO maior do que o PCO, portanto necessitar de capital de giro ($ACO > PCO \Rightarrow NCG > 0$). Quando acontece o contrário, ou seja, o PCO é maior do que o ACO, a empresa tem uma necessidade negativa de capital de giro ($PCO > ACO \Rightarrow NCG < 0$), havendo uma disponibilidade de recursos que pode ser aplicada em outras atividades.

A NCG depende basicamente da natureza e do nível de atividades dos negócios da empresa, sendo sensível às modificações que ocorrem na economia. A natureza dos negócios determina seu ciclo financeiro, enquanto o nível de atividade é função das vendas.

A Necessidade de Capital de Giro – NCG, pode ser financiada por Capital de Terceiros, Exigíveis a Curto e Longo Prazo, como empréstimos em geral, capital próprio como aumento de capital, e lucros retidos, e estas fontes de financiamentos possuem custos diversos para a empresa, uma vez que juros cobrados são de acordo com a opção e da disponibilidade dos recursos para a empresa.

As variações da NCG podem ser, por vários motivos, como as variações nos preços dos Estoques, como aumentos ou reduções do valor dos produtos, variações no “giro” dos Estoques como reduzir ou aumentar o tempo de permanência dos estoques antes que sejam vendidos, a empresa estará diminuindo ou reduzindo (respectivamente) o ciclo operacional, as variações nos Níveis da Atividade Econômica.

Quando ocorre uma expansão dos negócios, certamente irão aumentar os investimentos nos ACO, as variações nos Prazos de Produção, quando se consegue diminuir o tempo de produção, apresenta como consequência positiva a redução da NCG, as variações nos Prazos de Pagamentos dos Fornecedores, sendo uma decisão que, via de regra, não depende da empresa, principalmente nas pequenas e médias, e que afeta imediatamente o PCO, variações nos Prazos de Recebimentos dos Clientes. Conceder mais prazos significa um aumento do ACO.

Os motivos apresentados acima demonstram algumas formas de variação na necessidade de capital de giro e esta necessidade faz com que as empresas busquem fontes de financiamento.

1.1.3 DINÂMICA DO LUCRO

O empreendedor, ao iniciar qualquer atividade econômica, tem uma visão inicial única que é o lucro. Após a rentabilidade de seu investimento surgem as outras visões como ampliação e expansão do negócio, desenvolvimento de marca, mas o objetivo sempre é o retorno que nada mais é que o lucro.

Hendriksen e Van Breda (1999:181) conceituam o lucro de duas formas “*O lucro, no sentido amplo, é a variação do patrimônio de uma empresa durante um período*” ou “*O teste do sucesso (ou insucesso) das operações de uma empresa é a medida pela qual o dinheiro obtido é superior (ou inferior) ao dinheiro gasto (investido) no longo prazo*”.

Esses conceitos econômicos são variações de riqueza e a maximização de lucro sob condições especificadas de estrutura de mercado sendo, o primeiro, conceito de preservação de capital, e o segundo, uma versão do conceito de maximização de lucro.

A correta mensuração do resultado é de extrema importância para a Contabilidade. Dela dependem todos os demonstrativos contábeis e sobre estes são realizadas as avaliações e análises de uma empresa. A mensuração do resultado depende da avaliação dos ativos e, neste assunto, Hendriksen e Van Breda trazem em sua obra algumas alternativas de contabilização de ativos, entre as quais estão: avaliação de estoques: PEPS *versus* UEPS; depreciação e exaustão: fiscal *versus* contábil; investimentos em companhias interligadas: custo histórico *versus* equivalência patrimonial etc. (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999, p. 60). Cada forma de medir afeta o gerenciamento de resultado da empresa.

O lucro, resultado positivo da empresa, é consequência direta destas mensurações e contabilizações. Hendriksen e Van Breda (1999, p. 181) afirmam que, “[...] embasados em conceitos econômicos, o lucro em termos contábeis pode ser definido de duas maneiras”. A primeira seria através da “[...] *maximização do lucro sob condições especificadas de estrutura de mercado, demanda de produtos e custos de fatores de produção*”; a outra, por meio da “*preservação do capital*”.

1.1.3.1 FORMAS DE APRESENTAÇÃO DO LUCRO

Existem vários grupos de usuários das informações geradas pela Contabilidade, cada grupo tem interesses específicos e, segundo Hendriksen e Van Breda (1999, p. 200), estes interesses específicos incluem:

1. *O uso do lucro como uma medida de eficiência da gestão da empresa.*
2. *O uso de dados históricos de lucro como instrumento de predição da trajetória futura da empresa ou dos pagamentos futuros de dividendos.*
3. *O uso do lucro como medida de desempenho e orientação para decisões gerenciais futuras.*

A Lei 6404/76, visando atender os objetivos dos diversos grupos de usuários, exige a divulgação de um conjunto de demonstrativos: Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício, Demonstração dos Lucros ou Prejuízos Acumulados ou Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido e Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos.

1.1.3.2 LUCRO POR AÇÃO

O Lucro por Ação (LPA) é um quociente amplamente utilizado pelos investidores nos EUA e Europa para medir a rentabilidade de uma entidade.

No Brasil, a Lei nº 6.404/76, em seu artigo 187, estabelece a obrigatoriedade da divulgação do lucro ou prejuízo líquido por ação do Capital Social. Sendo esta informação divulgada por meio da demonstração do resultado do exercício.

Seu propósito é indicar quão lucrativo se apresentou um empreendimento pela utilização dos recursos disponibilizados pelos acionistas. Além disso, Hendriksen e Van Breda (1999:500) salientam que sobre o mesmo reside uma "(...) *crença de que contém informação útil para a elaboração de predições a respeito de dividendos por ação e preços de mercado futuros*".

Assaf Neto (2006: 194), demonstra a forma de mensuração do lucro por ação (LPA), na seguinte expressão:

$$\text{LPA} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Número de Ações Emitidas}}$$

O Lucro por Ação é obtido por meio da divisão do lucro (prejuízo) líquido do exercício pelo número de ações ordinárias em circulação (no final do exercício, segundo a prática brasileira, e em função do número médio de ações, no caso dos Estados Unidos e Europa).

Ainda para Assaf Neto (2006: 194), "*o indicador não revela o quanto cada acionista irá efetivamente receber em função do retorno produzido na aplicação de seus capitais*".

O cálculo do LPA pode tornar-se mais complexo nas hipóteses de existência de instrumentos financeiros diversos, tais como ações preferenciais conversíveis, debêntures conversíveis e bônus de subscrição, os quais podem ser convertidos em ações ordinárias. Esses instrumentos, potencialmente conversíveis em ações ordinárias, são chamados de instrumentos financeiros dilutivos, e o cálculo do LPA ignorando esses instrumentos pode tornar o número resultante enganador. Além disso, a falta de padronização na forma como esses instrumentos são incluídos no cálculo do LPA faz com que a comparabilidade entre entidades se torne bastante difícil.

2 METODOLOGIA

Para a concretização deste estudo, utilizou-se como técnica de trabalho a pesquisa empírico-analítica que, segundo Martins (2002, p. 34), "*são abordagens que apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos. Privilegiam estudos práticos. Suas propostas têm caráter técnico, restaurador e incrementalista*".

A abordagem deste estudo tem caráter positivo, onde desenvolveremos uma pesquisa de levantamento de dados necessários para efetivação de testes com vista à resolução do problema de pesquisa deste estudo. Sobre a diferença entre pesquisa positiva e normativa,

destaca Lopes e Martins (2005, p.4): “*Nas proposições normativas procura-se o ideal, enquanto nas discussões positivas discute-se o que realmente acaba acontecendo com os agentes econômicos*”.

Tabela 01: Distribuição dos Setores Econômicos – 1999 a 2003

Setor da Economia / Ano	1999	2000	2001	2002	2003	TOTAL	PART %
Telecomunicações	44	42	27	25	20	158	15%
Energia Elétrica	22	28	30	30	31	141	13%
Siderurgia & Metalurgia	28	27	27	23	24	129	12%
Química	24	22	24	21	20	111	10%
Têxtil	21	12	21	15	18	87	8%
Veículos e peças	19	16	18	16	14	83	8%
Alimentos e Bebidas	21	16	15	12	13	77	7%
Construção	9	11	9	8	10	47	4%
Eletroeletrônicos	7	10	8	7	8	40	4%
Papel e Celulose	9	8	7	7	9	40	4%
Máquinas Industriais	7	6	8	9	9	39	4%
Petróleo e Gás	7	8	9	8	7	39	4%
Comércio	10	8	8	6	5	37	3%
Minerais não Metálicos	4	6	3	3	3	19	2%
Mineração	4	3	3	3	3	16	1%
Transporte Serviços	3	4	2	3	3	15	1%
Agro e Pesca	1	1	1	1	1	5	0%
Total	240	228	220	197	198	83	100%

Fonte: Elaborada pelos autores

Durante as pesquisas, foram segregadas informações com identificação das empresas, setor de atividade, saldo contábil do Capital de Giro Líquido e valor da rentabilidade Lucro por Ação, disponibilizados pela fonte da pesquisa ao final de cada ano estudado.

Foram analisadas informações de cinco anos – de 1999 a 2003, compreendendo os exercícios financeiros encerrados no período, cujo universo pesquisado foi restringido às empresas nacionais que apresentaram suas ações cotadas na BOVESPA.

O estudo foi dividido em etapas de pesquisa, análise dos dados pesquisados e seleção das empresas.

Na primeira etapa foram pesquisadas, a cada ano, as empresas brasileiras com ações listadas na BOVESPA, quando foram observados 17 setores econômicos e 1.083 resultados, distribuídos conforme a Tabela 01:

Durante essa fase a pesquisa contemplou a participação de 305 empresas, com a participação demonstrada na Tabela 02, apresentada neste trabalho.

No contexto, 7 setores da economia responderam por mais de 70% do universo pesquisado, com 222 empresas, destacando os setores de Telecomunicações, Energia Elétrica, Siderurgia e Metalurgia, Química, Têxtil, Alimentos e Bebidas e Veículos e Peças.

Tabela 02: Participação dos Setores da Economia – 1999 a 2003

Setor da Economia	Total de Empresa	Participação	Participação acumulada
Telecomunicações	53	17%	17%
Energia Elétrica	37	12%	30%
Siderurgia & Metalurgia	34	11%	41%
Química	31	10%	51%
Têxtil	24	8%	59%
Alimentos e Bebidas	22	7%	66%
Veículos e peças	21	7%	73%
Eletroeletrônicos	14	5%	77%
Construção	13	4%	82%
Máquinas Industriais	11	4%	85%
Comércio	10	3%	89%
Papel e Celulose	9	3%	91%
Petróleo e Gás	9	3%	94%
Minerais não Metálicos	6	2%	96%
Transporte Serviços	6	2%	98%
Mineração	4	1%	100%
Agro e Pesca	1	0%	100%
Total	305	100%	

Fonte: Elaborada pelos autores

Para que o estudo demonstrasse consistência, após a fase de pesquisa de dados e análise das informações, foram identificadas 130 empresas que mantiveram suas ações em bolsa durante todos os anos, proporcionando 5 observações para cada empresa e 650 resultados anuais estudados, conforme apresentado na Tabela 03.

Tabela 03: Empresas que mantiveram Ações na Bovespa – de 1999 a 2003

Setor da Economia	Quantidade	Participação	Participação acumulada
Energia Elétrica	17	13%	13%
Siderurgia & Metalurgia	16	12%	25%
Telecomunicações	16	12%	38%
Veículos e peças	12	9%	47%
Alimentos e Bebidas	10	8%	55%
Química	10	8%	62%
Têxtil	10	8%	70%
Construção	6	5%	75%
Papel e Celulose	6	5%	79%
Petróleo e Gás	6	5%	84%
Comércio	5	4%	88%
Eletroeletrônicos	5	4%	92%
Máquinas Industriais	5	4%	95%
Mineração	3	2%	98%
Minerais não Metálicos	2	2%	99%
Agro e Pesca	1	1%	100%
Transporte Serviços	0	0%	100%
Total	130	100%	

Fonte: Elaborada pelos autores

Na segunda fase do estudo, os mesmos 7 setores da economia continuaram respondendo por 70% do universo das 130 empresas, alterando-se apenas a ordem de participação, que passou para Energia Elétrica, Siderurgia e Metalurgia, Telecomunicações, Veículos e Peças, Alimentos e Bebidas, Química e Têxtil, conforme os dados da Tabela 03. Nesta etapa, o setor de Transportes e Serviços não apresentou nenhuma empresa.

No desenvolvimento da pesquisa, as 130 empresas foram distribuídas em três grupos, por resultados de exercícios:

- ⇒ Empresas que apresentaram prejuízo por ação em todos os exercícios;
- ⇒ Empresas que apresentaram lucro por ação em pelo menos um exercício, e
- ⇒ Empresas que apresentaram lucro por ação em todos os exercícios.

Também foram realizadas análise de regressão linear e análise descritiva para a finalização da pesquisa.

2.1 ANÁLISE DA PESQUISA

A aplicação da Análise de Regressão Linear evidenciou que a Variável Independente representada pelo Capital de Giro das empresas, e a Variável Dependente representando o Lucro por Ação.

No universo de 650 resultados com todas as 130 empresas, a Variável Independente pouco explicativa para a determinação do lucro por ação, ao obter reduzido valor para R^2 , 0,0040, com Coeficientes de interseção de -2074,353 e Variável Independente de 0,000127.

No grupo de 9 empresas que obtiveram prejuízos em todos os exercícios do estudo, com 45 resultados, a Variável Independente apresentou um poder de explicação um pouco melhor para a determinação do lucro por ação (prejuízo por ação), ao obter o valor de 0,0317 para o R^2 , e expressivo ponto de interseção em -2273,5402 e Variável Independente de 01,84065E-05.

No segundo grupo, com 69 empresas que apresentaram lucro em pelo menos um exercício, foram estudados 345 resultados, também o R^2 teve pouco poder de explicação, 0,00078, e expressivo ponto de interseção em -5,2311 e Variável Independente de 0,00209.

No terceiro grupo, com 52 empresas que apresentaram lucro em todos os períodos, com 260 resultados observados, o R^2 continuou explicando pouco, 0,000823, e expressivo ponto de interseção positivo de 17,1349 e Variável Independente de -2,81491E07.

A análise através da regressão linear não se mostrou necessariamente compreensiva, e complementamos o estudo com uma análise descritiva das informações.

A análise descritiva mostrou que no estudo dos 650 resultados anuais obtidos nos anos de 1999 a 2003, no universo das 130 empresas com ações negociadas na BOVESPA, os administradores optaram por realizar uma política de curto prazo com Capital de Giro Positivo (maior parcela de recursos próprios), como se pode observar, na Tabela 04, com 64% das empresas.

Tabela 04: Resultado das Empresas com Capital de Giro Negativo – 1999 a 2003

Lucro por Ação	Capital de Giro Positivo	Capital de Giro Negativo	Total de Resultados	Participação Percentual
Resultados com Lucro por Ação Positivo	352	109	461	71%
Resultados com Lucro por Ação Negativo	64	125	189	29%
Total de resultados	416	234	650	100%
Participação Percentual	64%	36%	100%	-
Média de Lucro por Ação, valores em R\$	7,07	(543,73)	(191,22)	-

Fonte: Elaborada pelos autores

Os resultados dos exercícios nas empresas em que o capital de curto prazo predominante era de terceiros – Capital de Giro Negativo, 53% das empresas apresentaram o Lucro por Ação com resultado negativo; 47% dos resultados das empresas tiveram alavancagem financeira positiva (109 resultados em 650, equivalentes a 17% dos resultados).

Quanto à média de lucro por ação, foi de R\$ 7,07, para 64% dos resultados onde foi adotada a política financeira de curto prazo na forma de utilizar maior parcela de recursos próprios – capital de giro positivo, enquanto que para 36% dos resultados, a média de lucro por ação foi deficitária de R\$ 543,73, numa média geral de R\$ 191,22 de prejuízo por ação.

A Tabela 05 mostra o grupo de 9 empresas que obtiveram prejuízos em todos os exercícios do estudo, com 45 resultados.

Tabela 05: Empresas com Prejuízos em todos os exercícios – 1999 a 2003

Lucro por Ação	Capital de Giro Positivo	Capital de Giro Negativo	Total de Resultados
Resultados Negativos do Lucro por Ação	7	38	45
Participação Percentual	16%	84%	100%
Média de Lucro por Ação, valores em R\$	(26,16)	(3.328,84)	(2.815,09)

Fonte: Elaborada pelos autores

A alavancagem financeira negativa proporcionada pela utilização de capital de terceiros foi observada com maior intensidade e o capital de giro negativo esteve presente em 84% dos resultados deficitários observados desse universo de empresas.

Dos 7 resultados de Capital de Giro Positivo, dois ocorreram com duas empresas e apenas uma empresa, do setor eletroeletrônico, apresentou capital de giro positivo em todos os períodos, embora tenha apresentado prejuízos em todos os períodos.

O grupo seguinte, apresentado na Tabela 06, que contou com 69 empresas que apresentaram lucro em pelo menos um exercício e foram estudados 345 resultados, ocorreu um equilíbrio entre as empresas quanto à utilização de Capital de Giro Positivo ou Negativo, com a participação de 51% e 49% respectivamente.

Tabela 06: Empresas com Lucro em pelo menos um exercício – 1999 a 2003

Lucro por Ação	Capital de Giro Positivo	Capital de Giro Negativo	Total de Resultados	Participação Percentual
Resultados Positivos do Lucro por Ação	118	83	201	58%
Resultados Negativos do Lucro por Ação	57	87	144	42%
Total de Resultados	175	170	345	100%
Participação Percentual	51%	49%	100%	-
Média de Lucro por Ação, valores em R\$	(5,77)	(6,05)	(5,91)	-

Fonte: Elaborada pelos autores

Neste grupo de empresas, apresentado na Tabela 06 administração da política de ativos e passivos circulantes, considerando os valores médios de lucro por ação se encontrarem muito próximo, evidencia que as empresas que utilizaram Capital de Giro Negativo, naqueles períodos, podem ter alavancado seus resultados, e maximizando o valor para os acionistas.

No último grupo de 52 empresas que apresentaram lucro em todos os períodos, com 260 resultados observados, em apenas 10% desses períodos 13 empresas de 7 setores da

economia utilizaram Capital de Giro Negativo, e das 13 empresas, apenas uma e tão somente uma empresa utilizou capital de giro negativo nos cinco anos estudados, conforme apresentado na Tabela 07.

Tabela 07: Empresas com Lucro em todos os exercícios – 1999 a 2003

Lucro por Ação	Capital de Giro Positivo	Capital de Giro Negativo	Total de Resultados
Resultados positivos do Lucro por Ação	234	26	260
Participação Percentual	90%	10%	100%
Média de Lucro por Ação, valores em R\$	17,66	11,21	17,02

Fonte: Elaborada pelos autores

Dos 15 setores que formaram neste grupo de empresas, apenas 5 setores respondem por 55% dos resultados que utilizaram capital de giro positivo – siderurgia e metalurgia, veículos e peças, têxtil, telecomunicações e comércio, onde os 4 primeiros demandam, notoriamente, por recursos de longo prazo, para montagem e manutenção de seus ativos geradores de receita, e podem ter praticado políticas de curto prazo semelhantes: utilizar o maior volume possível de capitais próprios.

As demais empresas, representando outros dez seguimentos do universo da pesquisa, respondem com 45% restante de participações de empresas que foram lucrativas em todos os períodos analisados e também utilizaram capital de giro positivo.

2.1.1 A INFLUÊNCIA DA UTILIZAÇÃO DO CAPITAL DE GIRO PARA O LUCRO POR AÇÃO

A pesquisa realizada revelou que a participação do Capital de Giro para a determinação do Lucro por Ação é uma variável que pode ser influenciada pela Política de Administração do Fluxo de Caixa das empresas, ou política financeira de curto prazo.

A análise com utilização da regressão linear ao apresentar o R^2 pouco representativo, expressou que o Capital de Giro como variável explicativa do Lucro por Ação, responde por baixa participação na determinação do LPA.

Com uma análise descritiva pode ser observado que, concretamente, em apenas uma empresa do universo de 130 ocorreu utilização de capital de giro negativo, e a empresa apresentou um dos maiores valores absoluto de prejuízo por ação nos estudos realizados.

Nas empresas que apresentaram lucros em todos os exercícios, a administração do capital de giro foi centrada em utilizar maior parcela de recursos próprios com capital de giro positivo.

3 CONCLUSÃO

A análise realizada no período de 5 anos, de 1999 a 2003, mostrou que empresas que obtiveram lucros em todos os períodos estavam utilizando Capital de Giro Positivo ao final daqueles anos; por outro lado, nas empresas que apresentaram prejuízos em todos os exercícios apenas uma utilizava capital de giro positivo ao final de cada ano.

Setores da economia que demandam expressivos volumes de capital para realizarem suas atividades, como foi observado na pesquisa, praticam uma administração e planejamento de curto prazo com utilização de capital de giro positivo, maximizando o valor presente das empresas para seus acionistas.

As empresas que alternaram resultados de lucros ou prejuízos no período estudado apresentaram, no conjunto, rentabilidade dada por meio do lucro por ação negativa, sendo observado que para cada metade dos resultados obtidos foi utilizada uma prática ou outra em relação ao Capital de Giro.

Entre aquelas que utilizaram capital de giro negativo, 51% apresentou prejuízo naqueles períodos, enquanto que naquelas empresas que utilizaram capital de giro positivo em 32% dos resultados ocorreram prejuízos, como mostra a Tabela 06.

A pesquisa mostrou que a administração, planejamento e a política de capital de giro podem atuar de alguma forma na determinação do lucro por ação ou resultado das empresas. As tomadas de decisões ao envolverem fluxos de caixa e valor presente líquido estão tratando da circulação dos ativos, interferindo na geração de fluxos de fluxos futuros, tudo visando a maximizar o valor atual da empresa.

Por fim sugerimos uma linha de pesquisa do Capital de Giro com os resultados operacionais das empresas antes e depois das despesas financeiras, uma vez que estes itens podem representar valor presente praticamente na mesma data base e, então comparar os resultados do estudo com a rentabilidade ou lucro por ação.

Outra proposta seria escolher um setor da economia como, por exemplo, o setor da indústria de Alimentos e Bebidas no Brasil, ou regional, com uma base de dados representativa do número de empresas, por um período de 10 anos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 7ª ed., São Paulo: Atlas, 2006.

ASSAF NETO, Alexandre, SILVA, César Augusto Tibúrcio. **Administração do Capital de Giro**. 2ª ed., São Paulo: Atlas, 1997.

BELT, B.. **Working capital polity and liquidity in the small business**. Journal of Small Business Management, v.17, p. 43-51, 1979.

BRAGA, R. Análise avançada do capital de giro. **Caderno de Estudos FIECAFI**, n.3, set/1991.

BRASIL Haroldo Vinagre; BRASIL Haroldo Guimarães. **Gestão Financeiras das Empresas: Um modelo Dinâmico**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1991.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. **Princípios fundamentais de contabilidade e normas brasileiras de contabilidade**. 2. ed. Brasília: CFC, 2000.

COTE, M. J.; LATHAM, C. K.. The merchandising ration: a comprehensive measure of working capital strategy. **Issues in Accounting Education**, v. 14, n. 2, p. 255-267, 1999.

DELANEY, Patrick R., EPSTEIN, Barry J., ADLER, James R., FORAN, Michael F. **GAAP2000: Interpretation and application of generally accepted accounting principles 2000**. New York: John Wiley & Sons, 2000.

DOLABELLA, Maurício Melo. **Mensuração e simulação das necessidades de capital de giro e dos fluxos financeiros operacionais: um modelo de informação contábil para a gestão financeira**. Universidade de São Paulo, 1995. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria) – Departamento de Contabilidade e Atuária – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

FIPECAFI. **Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações**. 6ª ed., São Paulo: Atlas, 2003.

FLEURIET, Michel, KEHDY, Ricardo, BLANC, Georges. **O Modelo Fleuriet A dinâmica Financeira das empresas brasileiras**. 2ª ed., São Paulo: Campus, 2003.

FREZATTI, Fábio. **Gestão do Fluxo de caixa diário: como dispor de um instrumento fundamental para o gerenciamento do negócio**. 1ª ed., São Paulo: Atlas, 1997.

FUSCO, J. P. A. **Necessidade de capital de giro e nível de vendas**. Revista de Administração de empresas, São Paulo, v. 36, n. 2, p. 53-66, 2 trim. 1996.

GENTRY, J. A. et al. **An international study of management perceptions of the working capital process**. **Journal of International Business Studies**, v. 10, p. 28-38, 1979.

GENTRY, J.A. State of the art of short-run financial management. **Financial Management**, v. 17, n. 2, p. 41-57, 1988.

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

HENDRIKSEN, Eldon S.; BREDA, Michael F.Van. **Teoria da Contabilidade**. Tradução de Antonio Zoratto Sanvicente, 5ª ed., São Paulo: Atlas, 1999.

IBRACON, **Normas internacionais de contabilidade 1997**. São Paulo: IBRACON, 1998.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE. **International accounting standards 2000**. London: IASC, 2000.

IUDÍCIBIUS, Sérgio de. MARTINS, Eliseu, GELBCKE, Ernesto Rubens. **Manual de contabilidade das sociedades por ações: aplicável também às demais sociedades**. São Paulo: Atlas, 1995.

IUDÍCIBIUS, Sérgio de. **Teoria da Contabilidade**. 5ª ed., São Paulo: Atlas, 1997.

KARGAR, J.. Leverage impact on working capital in small business. **TMA Journal**, v. 14, n. 6, p. 46-52, 1994.

LOPES, Alessandro Broedel; MARTINS, Eliseu. **Teoria da Contabilidade – Uma Nova Abordagem**. 1 ed. São Paulo: Atlas, 2005.

MATARAZZO, Dante C. **Análise Financeira de Balanços**. São Paulo: Atlas, 1998.

MOURA, Heber José de, MATOS, Diana Macedo. **Dimensionamento do Capital de Giro: Uma Abordagem Financeira**. ENANPAD 2003. 1 CD-ROOM.

OPPEDAHL, R. A. Working capital management. **South Dakota Business Review**, v. 49, n. 2, p. 1-7, 1990.

ROSS, Stephen A, WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey F; tradução SANVICENTE, Antonio Zoratto, **Administração Financeira**. 2ª ed., São Paulo: Atlas, 2002.

SEIDEL, André, KUME, Ricardo. Contabilização das Variações da Necessidade Capital de Giro. **Revista Contabilidade & Finanças, USP**, São Paulo, n. 31, p.66-77. 2003.

SILVA, A. A. **Gestão financeira: um estudo acerca da contribuição da contabilidade na gestão do capital de giro das médias e grandes indústrias de confecções do estado do Paraná**. 2002, 163 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVA, José Pereira da. **Análise Financeira das Empresas**. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2001.