



100% ON-LINE

A Contabilidade e as
Novas Tecnologias

10º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças
10º Congresso UFSC de Iniciação Científica em Contabilidade
3º UFSC International Accounting Congress

7 a 9 de setembro



Quais as Condições de Liquidez e Insolvência das Empresas Estatais S/A não Financeiras?

Rodolfo Vieira Nunes
Universidade de São Paulo (USP)
rodolfonunes@usp.br

George André Willrich Sales
Faculdade FIPECAFI (FIPECAFI)
george.sales@fipecafi.org

Resumo

Na rotina das organizações inúmeras decisões são tomadas relacionadas ao montante de capital de giro, o nível desse montante é uma questão tão importantes quanto a maximização de seu valor e àquelas relacionadas à estrutura de capital. O objetivo desse artigo é mostrar como a liquidez e a insolvência são aspectos relacionados a estrutura de capitais que impactam sobre o desempenho das empresas estatais. Metodologicamente, a pesquisa foi definida como quantitativa quanto à natureza e explicativa quanto ao tipo e desenvolvida por meio de dados oriundos de pesquisa bibliográfica e documental. A amostra foi composta por 18 empresas estatais não financeiras, sendo que as demonstrações financeiras anuais foram coletadas por meio do sistema Economatica e no site das empresas entre o período de 2011 até 2017. A pesquisa retrata uma análise comparativa entre as empresas estatais de capital aberto não financeiras utilizando os indicadores financeiros (Modelo Fleuriet). As evidências retratam que os indicadores Capital Circulante Líquido, Necessidade de Capital de Giro e Saldo em Tesouraria mostram as condições de liquidez e solvência das empresas. A análise traz subsídios de informações para uma avaliação e tomada de decisão por parte dos investidores, com base nos indicadores, sobre o comportamento das empresas estatais na condução da gestão de liquidez.

Palavras-chave: Empresas Estatais; Estrutura de Balanço; Liquidez; Insolvência.

Linha Temática: Finanças e Mercado de Capitais - Finanças Públicas



ORGANIZAÇÃO



APOIO





100% ON-LINE

A Contabilidade e as
Novas Tecnologias

10º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças
10º Congresso UFSC de Iniciação Científica em Contabilidade
3º UFSC International Accounting Congress

7 a 9 de setembro



1 INTRODUÇÃO

Na rotina das organizações inúmeras decisões são tomadas relacionadas ao montante de capital de giro, o nível desse montante é uma questão tão importantes quanto a maximização de seu valor e àquelas relacionadas à estrutura de capital. Estes questionamentos também fazem parte do dia-a-dia das empresas estatais de capital aberto, de modo que uma organização dificilmente conseguirá manter grandes níveis de ativos líquidos e, ao mesmo tempo, proporcionar alto retorno a seus acionistas.

Uma temática bastante explorada na literatura de Finanças, porém ainda não pacificada é a questão sobre a estrutura de capital ideal das companhias. A relevância desse aspecto dentro da Teoria de Finanças está conectada com o objetivo de maximizar o valor da empresa.

Esse objetivo das organizações em identificar e compreender o tipo de capital a ser utilizado, os custos associados à maturidade do capital, a escolha de dívida de curto ou de longo prazos com seus fornecedores e entre outros elementos, convergem para um mesmo ponto central, o montante de capital de giro para suportar as operações da empresa. Dessa forma o capital de giro das companhias é tão ou mais importante que maximizar valor na questão de estrutura de capital (Perobelli, Pereira & David, 2006).

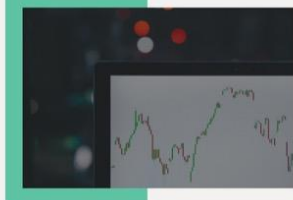
Por esse prisma, a preocupação das empresas com sua estrutura de capital está verificada em dois elementos, liquidez e solvência. Na visão de Marques e Braga (1995), as organizações só terão uma situação econômico-financeira saudável quando tiverem um equilíbrio entre liquidez e rentabilidade. Ou seja, quando descobrirem o valor ideal do capital de giro, de modo a não perder rentabilidade e não reduzir o potencial de rentabilidade (Perobelli, Pereira & David, 2006).

Seguindo os preceitos básicos da Teoria de Finanças, uma empresa precisa realizar o *trade-off* entre risco-retorno, já que não é possível ter excedentes de ativos líquidos e alto retorno de mercado simultaneamente, pois quanto maior a liquidez, menos arriscado é o negócio e assim, menores serão os retornos.

A situação das empresas públicas de capital aberto não é diferente em relação aos dilemas enfrentados pelas empresas privadas. Como um todo, as empresas estatais e privadas buscam constantemente melhorar a qualidade do seu produto ou serviço em relação aos seus concorrentes, objetivando ganhos financeiros (Mamede, Nakamura, Nakamura, Jones & Jardim, 2017). Para lograr esses ganhos, todas as empresas passaram por esse tipo de decisão, entre liquidez e rentabilidade, e como essa escolha impacta na solvência, ou seja, na situação financeira da companhia.

Existem algumas lacunas de pesquisas em relação à análise da liquidez e da solvência das empresas públicas, visto que as pesquisas têm um maior foco de verificação nos determinantes da estrutura de capital, e poucas tem se relacionado à liquidez. Assim sendo, o objetivo cerne desse artigo é verificar a situação financeira das empresas estatais de capital aberto por meio do indicadores do Modelo Fleuriet (Dinâmico).

A hipótese da pesquisa é que mesmo as empresas públicas por possuírem características jurídicas distintas das empresas privadas, o Estado como um grande garantidor, está submetido à mesma forma de avaliação por parte do mercado seja pela liquidez ou pela solvência. Em sintonia com outros trabalhos já desenvolvidos na literatura, o cerne desta pesquisa é verificar a capacidade de solvência das empresas públicas S.A. de capital aberto, mediante a situação financeira do balanço patrimonial.



100% ON-LINE

A Contabilidade e as
Novas Tecnologias

10º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças
10º Congresso UFSC de Iniciação Científica em Contabilidade
3º UFSC International Accounting Congress

7 a 9 de setembro



Observando-se os argumentos apresentados, justifica-se esse estudo passa pela importância estratégica das empresas públicas, pois é um dos principais mecanismos de ação governamental, além de administrarem uma enorme parcela dos investimentos totais nas atividades de produção de bens intermediários, seja, petróleo, petroquímico, energia elétrica e mineração (Turra & da Silva, 2015). Além do mais, a relação liquidez e insolvência das empresas brasileiras estatais, está diretamente relacionada aos benefícios governamentais, custos mais baixos de dívida, possibilitando uma maior tendência a se endividar (Borisova & Megginson, 2011).

Este trabalho está estruturado em cinco seções, incluindo esta introdução. A segunda parte trata da fundamentação teórica que abrange aspectos gerais sobre as empresas públicas, liquidez das empresas e os modelos de previsão de insolvência. Na terceira seção descreve-se a metodologia empregada no desenvolvimento do trabalho. Na quarta parte, apresentam-se os resultados e uma análise dos dados e informações. Por fim, a quinta seção é dedicada à conclusão.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Fundamento Jurídico Empresa Estatal

Todo o aspecto legal e jurídico que abrange as empresas estatais estão contemplados na legislação que rege essas instituições no âmbito nacional. O surgimento desse arcabouço jurídico aliado a leis administrativas, formam o componente originário e funcional que subsidia o Estado a exercer atividade tipicamente intervencionista na economia (Rattner, 1984; Tácito, 1995).

Assim sendo, uma empresa estatal está inserida dentro da Administração Pública como um ente público indireto, porém sua estrutura legal é regida pela legislação do direito privado, conforme o art. 173, da Constituição Federal de 1988. Na visão de Guasti (2015), essa decisão tem o claro intuito de proteger o setor privado da concorrência brutal do Estado, que possui maior poderio econômico.

A constituição de uma empresa estatal deve partir de uma motivação social, ou seja, que esteja relacionado com a segurança nacional ou interesse do coletivo. No entendimento de Miranda e Amaral (2011) a questão social muitas vezes inerente nas empresas estatais não deve ser vista como algo prejudicial à geração de valor aos acionistas e ao governo, pois pela teoria dos *stakeholders* essa ação social pode ser uma estratégia eficiente de criação de valor. De forma que, a identificação de um problema ou obstáculo é a justificativa para a intervenção do Estado por meio das empresas estatais (Fontes-Filho, 2018). Essa explicação justifica que o motivo de se criar uma empresa estatal, é justamente essa razão o limite de atuação de um ente público indireto.

Porém, “a utilização de estatais como instrumento de políticas públicas normalmente resulta em choques entre os empreendimentos públicos e os privados, principalmente quando atuam em setores competitivos” (Miranda & Amaral, 2011, p. 1071). O choque é aspecto recorrentes nas discussões sobre a função da empresa estatal na economia, ele advém da indecisão inerente a qualquer empresa estatal, ou seja, sua face pública - desenvolver políticas públicas e sua face privada - interesses dos acionistas (Abranches, 1979). Essa forma que está estabelecida as relações entre governo e empresa pública, é muito criticada em aspectos da responsabilidade e controle do Estado sobre tais atividades (de Andrade Figueira, 1976).

O fato histórico de ainda existirem inúmeras empresas estatais no Brasil, é um fenômeno explicado pela forte presença governamental, como indutor ou fomentador do desenvolvimento

econômico, deixando evidente que o plano econômico nacional é periférico, onde o Estado assume a responsabilidade de setores chaves da economia (Rattner, 1984).

Empresa Estatais e o Mercado de Capitais

As empresas estatais, ao longo do período das privatizações, foram incentivadas a tornarem-se empresas de capital aberta, principalmente pela necessidade de recursos, porém em alguns casos as empresas estatais, por critérios da legislação das privatizações tiveram que realizar a abertura de capital.

Assim, durante meados da década de 90 até final dos anos 2000, as empresas estatais consideradas as maiores empresas brasileira, dominaram as negociações entre ações na BM&FBovespa (hoje B3). Em decorrência apresentavam, uma participação considerável na composição do índice Bovespa (Ibovespa), em média representava 26,40% do índice, nos dias atuais fica em torno de 16,30% aproximadamente.

Mesmo com um aumento no número de empresas estatais com níveis de governança corporativa, ainda existe uma enorme desconfiança em relação à capacidade administrativa e as interferência política, pois em uma análise sobre essas companhias devem ser considerados esses tipos de riscos. A origem dessa desconfiança emerge do grau de liberdade que essas companhias possuem nas suas decisões, um exemplo clássico da interferência do Estado na gestão das empresas estatais é o controle de preços e tarifas de alguns setores, energia e petróleo.

Um estudo de Barros e Lucena (2005) realiza uma comparação entre empresas estatais e privadas, onde 3 fatores, concorrência, fonte de renda e flexibilidade, influenciam no aumento ou na diminuição da rentabilidade, porém para as empresas estatais o único fator de influência é a flexibilidade. Outro estudo de Taffarel, Pacheco, Clemente e Gerigk (2008) corrobora a evidência que as empresas estatais apresentam mais risco do que as privadas, porém sobre a ótica das ações ordinárias. Em um trabalho mais recente de Mamede, Nakamura, Nakamura, Jones e Jardim (2017) há indícios de que companhias que possuem o Estado como acionista controlador, ou seja, concentração de capital, possuem uma maior propensão a alavancagem financeira se comparadas com empresas controladas por acionistas privados.

Perfis de Estrutura Financeira

Dentro do Modelo Dinâmico existem seis tipos de estruturas de Balanços Patrimoniais resultantes da combinação do Capital Circulante Líquido (CCL), Necessidade de Capital de Giro (NCG) e Saldo de Tesouraria (ST) (Braga, 1991; Marques & Braga, 1995; Fleuriel, Kehdy & Blanc, 2003; Perobelli, Pereira & David, 2006; do Prado, de Melo Carvalho, de Benedicto, de Castro Alcântara & dos Santos, 2018). São eles:

- I. Perfil Excelente:** CCL positivo, NCG negativa e ST positivo. Uma situação não muito comum de se ver na prática, específica para atividades que comprem a prazo e vendem à vista, proporcionando um ciclo financeiro negativo.
- II. Perfil Sólido:** CCL positivo, NCG positiva e ST positivo. Este tipo de estrutura revela uma estrutura financeira sólida, pois a organização tem um saldo de tesouraria positivo para suportar períodos de alta necessidade de capital de giro.
- III. Perfil de Alto Risco:** CCL negativo, NCG negativa e ST positivo. Neste caso, apesar dos recursos de longo prazo operacionais darem cobertura às necessidades de recursos para o giro dos



100% ON-LINE

A Contabilidade e as
Novas Tecnologias

10º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças
10º Congresso UFSC de Iniciação Científica em Contabilidade
3º UFSC International Accounting Congress

7 a 9 de setembro



negócios, para investimento e ainda permitirem a aplicação no mercado financeiro, a entidade não dispõe de outras fontes de longo prazo, que não as operacionais, para tal.

IV. Perfil Insatisfatório: CCL positivo, NCG positiva e ST negativo. A empresa apresenta insuficiência de fundos de longo prazo para o financiamento de suas necessidades de capital de giro, utilizando-se, assim, de créditos de curto prazo.

V. Perfil Muito Ruim: CCL negativo, NCG negativa e ST negativo. Tal combinação ainda retrata uma situação financeira delicada, uma vez que, apesar de não estarem financiando o giro, os recursos de curto prazo ainda estão financiando parte dos investimentos permanentes.

VI. Perfil Péssimo: CCL negativo, NCG positiva e ST negativo. Trata-se de uma situação financeira delicada, uma vez que os capitais de longo prazo são insuficientes para investimentos em ativos permanentes e a empresa utiliza recursos de curto prazo para financiar aplicações de longo prazo em investimento e em giro.

A Tabela 1 apresenta uma síntese de cada perfil dos balanços patrimoniais das empresas.

Tabela 1. Tipos de estrutura de balanços e situação financeira

Perfil	CCL	NCG	ST	Situação do Balanço
I	+	-	+	Excelente
II	+	+	+	Sólido
III	-	-	+	Alto Risco
IV	+	+	-	Insatisfatória
V	-	-	-	Muito Ruim
VI	-	+	-	Péssimo

Fonte: Adaptado de Braga (1991); Marques e Braga (1995); Fleuri et al. (2003); do Prado et al. (2018).

No entendimento de Brasil e Brasil (2008, p. 31), “essas três variáveis NCG, CDG e ST permitem definir o perfil conjuntural e estrutural das empresas, vinculado, respectivamente, à política financeira adotada (nível de risco) e ao negócio”.

Liquidez

Quando se aborda a liquidez nos estudos é primordial diferenciar em duas partes: liquidez das empresas e liquidez dos ativos financeiros (Famá & Grava, 2000).

Com um olhar mais financeiro, uma definição como base para iniciar a explicação sobre a liquidez, teremos que a partir do estudo do fluxo de caixa para conceber o surgimento da liquidez. Com isso, uma análise e o conhecimento de quais atividades estão gerando um fluxo positivo ou negativo na empresa. Fazendo essa análise e mostrando a real importância e funcionalidade da liquidez, nota-se a necessidade de executar uma gestão de liquidez “saúdável” na empresa. Dentro desse contexto, Sá (2004, p. 12) explica que “a geração de liquidez é mais importante do que a geração de lucro já que o que quebra uma empresa não é a falta de lucro; é a falta de liquidez”.

Nesse artigo, o foco é a liquidez das empresas, que está conectada com a forma de gerenciar essa liquidez. Na opinião de Famá e Grava (2000, p. 10), a liquidez empresarial tem o intuito de “determinar a maneira mais adequada de se administrar a conta caixa, em função de ativos e passivos circulantes, e da atividade operacional da empresa”. Em resumo, a liquidez empresarial



100% ON-LINE

A Contabilidade e as
Novas Tecnologias

10º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças
10º Congresso UFSC de Iniciação Científica em Contabilidade
3º UFSC International Accounting Congress

7 a 9 de setembro



apresenta os meios para quitar, no prazo estabelecido, as obrigações estabelecidas com terceiros, além de proporcionar credibilidade e oportunidade no mercado, e possíveis descontos nas transações (Dalbello, 1999).

A decisão financeira de quanto alocar em ativos líquidos e em quais ativos é uma preocupação diária de várias empresas nacionais ou estrangeiras, pois, essa decisão pode impactar o valor da empresa pela escolha da quantidade de liquidez. Isso ocorre por uma simples constatação: o aumento da liquidez não é uma situação sem custos, por isso é necessário que as empresas realizem um *trade-off* sobre os benefícios e custos do aumento da liquidez (Amihud & Mendelson, 1989).

Insolvência

A falta de compreensão sobre o desempenho financeiro aflige muitas organizações, em razão do desconhecimento das ferramentas ou meios necessários para detectar tal problema. Desta forma, uma das soluções do problema pode vir dos modelos de previsão, que permitem a identificação da insolvência, seja de saldo ou de fluxo, antes que a situação seja irreversível.

O entendimento que a insolvência é a incapacidade de pagar dívidas, é uma premissa básica do conceito. Porém, para Wruck (1990) existem duas formas de insolvência nas organizações, de saldo ou de fluxo. A insolvência de saldo é quando o valor dos ativos é menor que montante das dívidas, ou seja, patrimônio líquido negativo. Já a insolvência de fluxo ocorre pela falta de capacidade de honrar as obrigações, de modo que a geração de receita das operações não paga as dívidas correntes.

Da Silva (2017) sintetiza a explicação de Wruck (1990), relevando que a insolvência das organizações pode ser vista como a incapacidade honrar as suas obrigações financeiras na data de seu vencimento, e como falta de liquidez do patrimônio, quando seus ativos forem inferiores ao valor dos seus passivos.

As características de uma situação de insolvência ou não, vai mais além de simples definição de concordatas e/ou falências para as empresas. A comparação entre as empresas permite identificar por meio dos índices quais organizações são confiáveis/seguras para novos investimentos ou concessão de empréstimos (Aranha & Lins Filho, 2005).

A constatação de um bom desempenho financeiro por parte das organizações, é um elemento cada vez mais primordial para validar uma gestão organizacional. Conforme Sabadin (2006, p.21) argumenta que “para que as empresas possam sobreviver num mercado altamente competitivo, há a necessidade de compreensão dos objetivos, das atividades e dos resultados da empresa”. Destarte, a utilização de métodos ou modelos de previsão para os riscos de insolvência ou falência, serve como uma avaliação mais assertiva das reais condições das organizações (Castro Júnior, 2003).

3 METODOLOGIA

População e Amostra

Nesta pesquisa, o universo populacional é composto por todas empresas brasileiras listadas na B3 (Brasil, Bolsa e Balcão). Para a amostra do estudo seleciona-se as empresas estatais, que são compostas por empresas públicas e empresas de economia mista, a justificativa por essa escolha



ORGANIZAÇÃO



APOIO





100% ON-LINE

A Contabilidade e as
Novas Tecnologias

10º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças
10º Congresso UFSC de Iniciação Científica em Contabilidade
3º UFSC International Accounting Congress

7 a 9 de setembro



está baseada no objetivo central do artigo que é conhecer e compreender os aspectos de liquidez e insolvência dessas empresas.

Após a definição da amostra, segue uma nova etapa, onde é feita uma filtragem (seleção) das empresas usando como base as empresas estatais não financeiras, ou seja, exclui-se todas as empresas estatais do setor financeiro. Assim sendo, temos um total de 18 empresas na amostra durante o período de 01/01/2011 a 31/12/2017.

A Tabela 2 apresenta as características e informações de mercado sobre cada uma das empresas da amostra.

Tabela 2. Informações das empresas que compõem a amostra

Empresas	Código	Segmento B3	Sector Econômico B3	Listagem B3
CASAN	CASN3	Água e Saneamento	Utilidade Pública	-
CEB	CEBR3	Energia Elétrica	Utilidade Pública	-
CEEE-D	CEED4	Energia Elétrica	Utilidade Pública	N1
CEEE-GT	EEEL3	Energia Elétrica	Utilidade Pública	N1
CELESC	CLSC4	Energia Elétrica	Utilidade Pública	N2
CELGP	GPAP3	Energia Elétrica	Utilidade Pública	-
CEMIG	CMIG4	Energia Elétrica	Utilidade Pública	N1
CESP	CESP6	Energia Elétrica	Utilidade Pública	N1
COPASA	CSMG3	Água e Saneamento	Utilidade Pública	NM
COPEL	CPLE6	Energia Elétrica	Utilidade Pública	N1
ELETRON	ELET3	Energia Elétrica	Utilidade Pública	N1
ELETRAP	LIPR3	Energia Elétrica	Utilidade Pública	-
EMAE	EMAE4	Energia Elétrica	Utilidade Pública	-
PETROBRAS	PETR3	Exploração, Refino e Distribuição	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	N2
SABESP	SBSP3	Água e Saneamento	Utilidade Pública	NM
SANEPAR	SAPR4	Água e Saneamento	Utilidade Pública	N2
SP TURIS	AHEB3	Produção de Eventos e Shows	Consumo Cíclico	-
TELEBRAS	TELB4	Telecomunicações	Telecomunicações	-

Fonte: Elaborado pelos autores (2020).

Coleta de Dados

Em relação aos procedimentos da coleta dos dados, a pesquisa documental ambienta-se como uma análise dupla (fontes primárias e secundárias), por meio de uma abordagem quantitativa. Sobre a abordagem quantitativa, aplica-se instrumentos estatísticos, seja na etapa da coleta de dados quanto no tratamento dos dados.

Os dados extraídos, são informações financeiras contidas nas demonstrações anuais, e foram obtidas por duas formas, por meio do banco de dados do sistema Economatica e coletados diretamente das demonstrações financeiras das empresas.

Instrumentos Analíticos

Os indicadores selecionados no artigo servirão para a realizar uma análise comparativa entre as empresas públicas, utilizando como parâmetros a classificação de estrutura financeira.



100% ON-LINE

A Contabilidade e as
Novas Tecnologias

10º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças
10º Congresso UFSC de Iniciação Científica em Contabilidade
3º UFSC International Accounting Congress

7 a 9 de setembro



Todo esse estudo permitirá uma melhor avaliação da perspectiva econômico-financeira e da solvência das organizações.

Em um procedimento de avaliação de desempenho os indicadores demonstram sua importância, nas palavras de Fischmann e Zilber (1999, p. 2) “tradicionalmente e sistematicamente as empresas têm usado instrumentos que privilegiam o uso de indicadores financeiros para avaliar o seu desempenho”. Sendo mais específico, os indicadores são ferramentas de gestão que transmitem situações ou tendências em relação ao desempenho das empresas, além de auxiliar o planejamento e a tomada de decisão (Pamplona, da Silva & da Silva, 2017).

Em um apanhado sobre as explicações, os índices estabelecem o marco do processo de verificação com o escopo de aferição e planejamento do desempenho, de modo a viabilizar uma perspectiva holística do momento patrimonial e econômico-financeiro das organizações (Lyra, 2008).

Tendo como sustentação os conceitos relatados, vê-se que o método de avaliação se utilizando de indicadores necessita de padrões de comparação formalizados para cada indicador utilizado (Matarazzo, 2010). Esses parâmetros prefixados dos indicadores têm como função validar e subsidiar a tomada de decisão, e o processo de análise de tendências das empresas (Iudícibus, 2017).

A insolvência é classificada levando em consideração os pontos críticos (pagamentos de curto prazo) estabelecido na análise. Assim sendo, a empresa será considerada solvente se o valor resultante for maior que o ponto crítico, e será insolvente se o valor for menor que o ponto crítico (Mário, 2002; Gomes, 2003; Morante & Jorge, 2008; Matarazzo, 2010; Birolo, Cittadin & de Oliveira Ritta, 2011).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A Tabela 3 a seguir apresenta os perfis dos balanços patrimoniais das empresas analisadas pelos indicadores durante os anos de 2011 até 2017.

Tabela 3. Estrutura dos Balanços Patrimoniais no curto prazo

	CASAN							CEB							CEEE-D						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CCL	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	+	-	-	-	+	+	+	-	-	-
NCG	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
ST	-	-	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Situação Balanço	INS	INS	INS	SOL	INS	INS	INS	PES	PES	MR	MR	PES	INS	PES	PES	INS	INS	PES	INS	INS	MR

	CEEE-GT							CELESC							CELGP						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CCL	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	+	+	+
NCG	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+
ST	+	+	+	+	+	-	+	-	-	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	+	+
Situação Balanço	SOL	SOL	SOL	SOL	SOL	INS	SOL	INS	INS	EXC	EXC	SOL	PES	PES	MR	MR	PES	PES	PES	SOL	SOL

	CEMIG							CESP							COPASA						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CCL	-	-	+	-	+	-	-	-	-	+	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+
NCG	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
ST	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Situação Balanço	PES	PES	INS	PES	INS	PES	PES	PES	PES	INS	SOL	INS	INS	INS	PES	INS	INS	INS	INS	INS	INS



100% ON-LINE

A Contabilidade e as Novas Tecnologias

10º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças
10º Congresso UFSC de Iniciação Científica em Contabilidade
3º UFSC International Accounting Congress

7 a 9 de setembro



	COPEL							ELETROBRAS							ELETROPAR						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CCL	+	+	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+
NCG	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+
ST	+	+	+	+	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
Situação Balanço	SOL	SOL	SOL	SOL	INS	INS	PES	EXC	EXC	EXC	EXC	EXC	AR	EXC	SOL	SOL	SOL	SOL	SOL	SOL	SOL

	EMAE							PETROBRAS							SABESP						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CCL	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	+	+	-	-	-
NCG	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
ST	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-	-
Situação Balanço	SOL	SOL	SOL	SOL	SOL	SOL	SOL	SOL	SOL	SOL	SOL	SOL	SOL	SOL	INS	PES	INS	INS	PES	PES	PES

	SANEPAR							SPTuris							TELEBRAS						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CCL	-	+	+	-	-	+	+	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	-	-	+	+
NCG	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	+	+	+	-	+	-	-	-	-	-	-
ST	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+
Situação Balanço	PES	INS	INS	PES	PES	INS	INS	MR	MR	MR	PES	PES	PES	MR	SOL	EXC	EXC	AR	AR	EXC	EXC

Fonte: Elaborado pelos autores (2020).

Na visão de Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), as empresas com o perfil EXC (Excelente) são raras e devem ser analisadas, pois possuem um alto grau de liquidez, ou seja, uma excelente posição financeira. As empresas com o perfil SOL (Sólido), mostram uma conjuntura financeira consolidada, pois desfrutam de um ST positivo que lhe consenti sustentar aumentos ocasionais da NCG (Fleuriet *et al.*, 2003).

Marques e Braga (1995) argumentam que, o perfil AR (Alto Risco) advindo da estrutura III, demonstra que o CCL e a NCG são negativos, entretanto, o montante da NCG é inferior ao do CCL. Esse cenário resulta para que o ST seja positivo, de modo que as operações da organização não estão adequadas. No perfil INS (Insatisfatória), a NCG é maior do que o CCL e, por isso, o Saldo de Tesouraria é negativo. Para Perobelli, Pereira e David (2006), essa estrutura evidencia uma companhia em desequilíbrio financeiro, mesmo com capital de giro positivo. Ou seja, existe um financiamento de parcela da NCG com créditos de curto prazo.

Para Marques e Braga (1995), a estrutura MR (Muito Ruim) é uma situação extremamente complicada por parte das empresas. Onde o CCL e a NCG são negativos, porém o montante da NCG é superior ao do CCL. Isso sugere que as fontes de curto prazo são utilizadas para financiar ativos de longo prazo. E por último o perfil PES (Péssimo), tido como grave, que para Fleuriet *et al.* (2003) categoriza essa estrutura como padrão para empresas que estão tentando sobreviver.

As explicações sobre cada perfil são características fundamentais que auxiliam nas explicações sobre alguns setores da amostra. O setor de água e saneamento passou por um período de crise hídrica que perdurou de 2014 até 2016, esse período de dramático risco de escassez de água em algumas das suas mais importantes cidades do Brasil, principalmente na região do Sudeste, trouxe enormes modificações para as empresas estatais que prestavam atividades nesse setor. O principal efeito sentido por essas empresas foi a queda brusca de faturamento, e consequentemente de receita, oriundos de duas variáveis: i) o menor consumo de água por parte das pessoas e empresas, visto o baixo nível dos reservatórios, e ii) a renúncia de receita adotadas pelas empresas estatais prestadoras de serviço por meio da política de bonificação para contingenciamento, ou seja,



100% ON-LINE

A Contabilidade e as
Novas Tecnologias

10º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças
10º Congresso UFSC de Iniciação Científica em Contabilidade
3º UFSC International Accounting Congress

7 a 9 de setembro



clientes que alcançassem metas baixas de consumo teriam descontos progressivos nos valores a pagar.

Já o setor de energia elétrica brasileiro e as empresas atuantes, tiveram desde 2011 até 2015 um período caracterizado por um excesso de intervenções governamentais que tinha como proposta um política pública social de baixo custo da energia. Porém, toda essa alteração de concessões e contratos, modificações de tarifas e custos, e até mudanças na contabilidade do setor de energia, provocou uma enorme imprevisibilidade de receita para essas empresas, isso acarretou em uma descapitalização do quase todo o setor de energia elétrica brasileiro, além disso, deixou uma imagem ruim aos investidores sobre a segurança jurídica.

E por fim, a Petrobras única empresa representante do setor de exploração, refino e distribuição da nossa amostra. A empresa passou recentemente por uma grave crise de corrupção envolvendo seu sócio majoritário o Estado Brasileiro, que ignorando totalmente os aspectos jurídicos-legais e de boas práticas de governança, produziu um série de problemas financeiros e jurídicos à Petrobras. Diante desse cenário caótico, ao longos dos últimos anos a empresa se viu na necessidade de introduzir uma política de desinvestimentos em diversas áreas, isso estava diretamente associado a uma política de liquidez implementada na Petrobras, onde o companhia priorizou a sua liquidez ao invés da rentabilidade de projetos.

5 CONCLUSÃO

Este estudo se propôs a analisar a relação existente entre Capital Circulante Líquido (CCL), Necessidade de Capital de Giro (NCG) e o Saldo de Tesouraria (ST) de empresas públicas de capital aberto e a liquidez (solvência). Esta proposição partiu dos pressupostos básicos do Modelo Fleuriet, que afirma que os 3 indicadores são mecanismos para identificar a situação de liquidez do balanço, de modo a classificá-los em razão da situação em que se encontram os indicadores.

Sendo assim, a hipótese de pesquisa onde mesmo as empresas públicas por possuírem características jurídicas distintas das empresas privadas, o Estado como um grande garantidor, está submetido à mesma forma de avaliação por parte do mercado seja pela liquidez ou pela solvência. Essa hipótese é comprovada pelos resultados evidenciados das análises das situações dos balanços das empresas públicas que fazem parte da amostra do estudo.

Vendo as empresas e separando em setores, temos que o segmento de água e saneamento (Casan, Copasa, Sabesp e Sanepar), apresentam muitas vezes situações insatisfatórias ou péssimas no balanço. Os momentos insatisfatórios mostram que as contas operacionais do ativo circulante são as responsáveis por deixar o CCL positivo, ou seja, as contas financeiras do ativo são insuficientes para cobrir as contas financeiras do passivo, mostrando um descontrole do caixa financeiro. Contudo, as situações tidas como péssimas retratam que mesmo com uma NCG positiva, ela é insuficiente para cobrir o alto valor negativo do ST, implicando em um CCL negativo, de modo que, o déficit no ST é tão grande que mesmo a geração do caixa operacional não consegue cobrir os custos financeiros.

Outro setor importante no estudo foi a energia elétrica com um total de 11 empresas. Houve um subgrupo de destaque nesse setor, as empresas Cee-gt, Copel, Eletropar e Emae estiveram quase todo o período de análise na situação de sólidas. Mostrando que tanto o caixa operacional e o caixa financeiro eram positivos, ou seja, tinham boa capacidade de liquidez durante o período. Porém outras empresas do mesmo setor tiveram uma oscilação muito grande onde passaram por

7 a 9 de setembro

ORGANIZAÇÃO



APOIO





100% ON-LINE

A Contabilidade e as
Novas Tecnologias

10º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças
10º Congresso UFSC de Iniciação Científica em Contabilidade
3º UFSC International Accounting Congress

7 a 9 de setembro



quase todos os tipos de classificação no balanço. Uma possível explicação seria as intervenções que o governo federal fez no setor de energia, acarretando em uma imprevisibilidade das receitas do setor, ou seja, descapitalização das empresas do setor de energia.

Uma empresa que merece atenção e destaque é a Petrobras, que durante todo o período do estudo apresentou solidez no seu balanço. Indicando que possuía saldo positivo tanto na geração de caixa operacional como no caixa financeiro, mostrando solvência e liquidez. Vale recordar que nesse período de estudo a Petrobras passou pelo maior escândalo de governança corporativa de uma empresa brasileira, envolvida em corrupção. Uma explicação para essa liquidez, passa pela questão da desvalorização que a companhia teve no mercado acionário; essa queda no valor das ações, e consequentemente, no valor de mercado, proporcionou uma política de liquidez por parte da companhia como uma estratégia, ela priorizou a liquidez ao invés da rentabilidade.

A contribuição do estudo parte de um prisma ou ponto de vista para se analisar a estrutura de capital das empresas públicas de capital aberto com parâmetros de mercado. Essa ótica se refere ao Modelo Fleuriet e sua verificação por meio de indicadores dos balanços das empresas, isso enriquece a literatura sobre o tema e possibilita aos participantes do mercado de capitais novas informações para uma tomada de decisão.

A principal limitação da pesquisa está na pequena amostra das empresas públicas não financeiras, porém é uma característica do mercado acionário brasileiro que nem toda empresa pública é de capital aberto. Esta pesquisa sugere que novos estudos sejam realizados a partir da inclusão de outros métodos de mensuração como meio de comprovar as evidências e como forma de robustez, por exemplo, modelos de insolvência (Kanitz, Altman, Matias, Elizabetsky e etc.), além do índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e do índice de sustentabilidade financeira (ISF).

REFERÊNCIAS

Abranches, S. H. (1979). Questão da empresa estatal: economia, política e interesse público. *Revista de Administração de Empresas*, 19(4), 95-105.

Amihud, Y., & Mendelson, H. (1989). Liquidity and cost of capital: implications for corporate management. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2(3), 65-73.

Aranha, J. A. M., & Lins Filho, O. da S. (2005). Modelos de previsão de insolvências: o termômetro de Kanitz na avaliação de empresas do setor de aviação comercial. *Jornada Científica do Centro-Oeste de Economia e Administração*, v. 5, 2005.

Barros, A. R., & Lucena, P. (2005). Alguns Comentários sobre o Impacto da Privatização no Risco das Ações das Empresas. *REAd-Revista Eletrônica de Administração*, 11(1), 1-15.

Birolo, P B., Cittadin, A., & de Oliveira Ritta, C. (2011). Análise de crédito por meio de modelos de previsão de insolvência: um estudo de caso na Empresa Cerâmica Alfa SA. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 10(29), 27-39.

Braga, R. (1991). Análise avançada do capital de giro. *Caderno de Estudos nº 3*. São Paulo: FIDECAFI.



ORGANIZAÇÃO



APOIO



Borisova, G., & Megginson, W. (2011). Does Government Ownership Affect the Cost of Debt? Evidence from Privatization. *Review of Financial Studies*, v. 24, n. 8, p. 2693–2737.

Brasil, H. V., & Brasil, H. G. (2008). *Gestão Financeira das Empresas—Um Modelo Dinâmico*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Qualitymark.

Castro Júnior, F. H. F. (2003). *Previsão de Insolvência de Empresas Brasileiras usando Análise Discriminante, Regressão Logística e Redes Neurais*. 187 f. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo, São Paulo. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-16092004-121634/en.php>.

Comitê de Pronunciamento Contábil - CPC. (2010). *Pronunciamento Técnico CPC 03 (R2) – Demonstração dos Fluxos de Caixa*. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=34>.

Constituição Federal do Brasil. Art. 37 - *Título III Da Organização do Estado, Capítulo VII Da Administração Pública, Seção I Disposições Gerais*. Disponível em: https://www.senado.leg.br/atividade/const/con1988/con1988_26.06.2019/art_37_.asp.

Dalbello, L. (1999). *A Relevância do uso do Fluxo de Caixa como ferramenta de gestão financeira para avaliação da liquidez e capacidade de financiamento de empresas*. 202 f. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, Brasil. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/81054/143780.pdf?sequence=1>.

da Silva, J. P. (2017). *Gestão e análise de risco de crédito*. 9ª ed. São Paulo: Cengage Learning.

de Andrade Figueira, J. G. (1976). As empresas públicas e as sociedades de economia mista, dos estados e dos municípios. *Revista de Direito Administrativo*, 125, 467-469.

do Prado, J. W., de Melo Carvalho, F., de Benedicto, G. C., de Castro Alcântara, V., & dos Santos, A. C. (2018). Uma abordagem para análise do risco de crédito utilizando o modelo Fleuriet. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 12(3).

Famá, R., & Grava, J. W. (2000). Liquidez e a teoria dos elementos causadores de insolvência. *Caderno de pesquisas em administração*, 1(12), 10-21.

Fischmann, A. A., & Zilber, M. A. (1999). Utilização de indicadores de desempenho como instrumento de suporte à gestão estratégica. *ENANPAD - Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, XXIII, Anais, Foz do Iguaçu.

Fleuriet, M., Kehdy, R., & Blanc, G. (2003). *O modelo Fleuriet: a dinâmica financeira das empresas brasileiras*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Campus.

Fontes-Filho, J. R. (2018). A governança corporativa em empresas estatais brasileiras frente à Lei de Responsabilidade das Estatais (Lei nº 13.303/2016). *Revista do Serviço Público*, 69, 209-238.

Gomes, A. (2003). *Gerenciamento do crédito e mensuração do risco de vender*. Barueri: Manole Ltda.

Guasti, P. C. (2015). *Rescisão do Contrato de Trabalho do Empregado Público: Análise sobre a Motivação do Ato de Dispensa*. Boletim Científico ESMPU. Disponível em: <file:///C:/Users/rodol/Downloads/Rescisao%20do%20contrato%20de%20trabalho%20de%20empregado%20publico.pdf>.

Iudícibus, S. de. (2017). *Análise de Balanços*. 11ª ed. São Paulo: Atlas.

Lyra, R. L. W. C. de. (2008). *Análise hierárquica dos indicadores contábeis sob a óptica do desempenho empresarial*. 171 f. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-12012009-182631/en.php>.

Mamede, S. D. P. N., Nakamura, W. T., Nakamura, E. A. M. V., Jones, G. D. C., & Jardim, J. R. D. P. S. (2017). Empresas brasileiras estatais e não estatais: uma análise das relações de endividamento. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 5(2), 4-22.

Mário, P. do C. (2002). *Contribuição ao estudo da solvência empresarial: uma análise de modelos de previsão - estudo exploratório aplicado em empresas mineiras*. 209 f. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo, São Paulo. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-06012006-152208/en.php>.

Marques, J. A. V. Da C., & Braga, R. (1995). Análise dinâmica do capital de giro: o modelo Fleuriet. *Revista de Administração de Empresas*, 35(3), 49-63.

Matarazzo, D. C. (2010). *Análise financeira de balanços: abordagem gerencial*. 7 ed. São Paulo: Atlas.

Miranda, R. A. D., & Amaral, H. F. (2011). Governança corporativa e gestão socialmente responsável em empresas estatais. *Revista de Administração Pública*, 45(4), 1069-1094.

Morante, A. S., & Jorge, F. T. (2008). *Controladoria: análise financeira, planejamento e controle orçamentário*. São Paulo: Atlas.

Pamplona, E., Da Silva, A., & Da Silva, T. P. (2017). Efeito da Folga Financeira no Desempenho Econômico de Empresas Brasileiras em Períodos de Recessão Econômica. *USP International Conference in Accounting*, XVII, Anais. São Paulo.



100% ON-LINE

A Contabilidade e as Novas Tecnologias

10º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças
10º Congresso UFSC de Iniciação Científica em Contabilidade
3º UFSC International Accounting Congress

7 a 9 de setembro



Perobelli, F. F. C., Pereira, J. F., & David, M. V. (2006). Relação liquidez-retorno: existiria também uma “estrutura de liquidez” ideal para cada perfil de empresa. *ENANPAD–Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, XXX, Anais. Salvador.

Rattner, H. (1984). As empresas estatais brasileiras e o desenvolvimento tecnológico nacional. *Revista de Administração de Empresas*, 24(2), 5-12.

Sá, C. A. (2004). *Liquidez e Fluxo de Caixa: Um estudo teórico sobre alguns elementos que atuam no processo de formação do caixa e na determinação do nível de liquidez de empresas privadas não financeiras*. 74 f. Dissertação de Mestrado, Faculdade Getúlio Vargas, Rio de Janeiro. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/306>.

Sabadin, A. L. (2006). *Análise de indicadores contábeis para avaliação de desempenho favorável: um estudo nas cooperativas do Estado do Paraná*. 253 f. Dissertação de Mestrado, Universidade Regional de Blumenau, Blumenau. Disponível em: http://www.bc.furb.br/docs/DS/2006/325382_1_1.pdf.

Tácito, C. (1995). O retorno do pêndulo: serviço público e empresa privada. O exemplo brasileiro. *Revista de Direito Administrativo*, 202, 1-10.

Taffarel, M., Pacheco, V., Clemente, A., & Gerigk, W. (2008). Risco das ações de instituições financeiras estatais e privadas do segmento bancário brasileiro. *Revista ADMPG*, 1(1).

Turra, S., & da Silva, T. P. (2015). Análise do Grau de Endividamento na Estrutura de Capital das Empresas Estatais Brasileiras e Chilenas. *XII CONVIBRA – Congresso Online Administração*, XII, Anais.

Wruck, K. H. (1990). Financial distress, reorganization, and organizational efficiency. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 419-444.