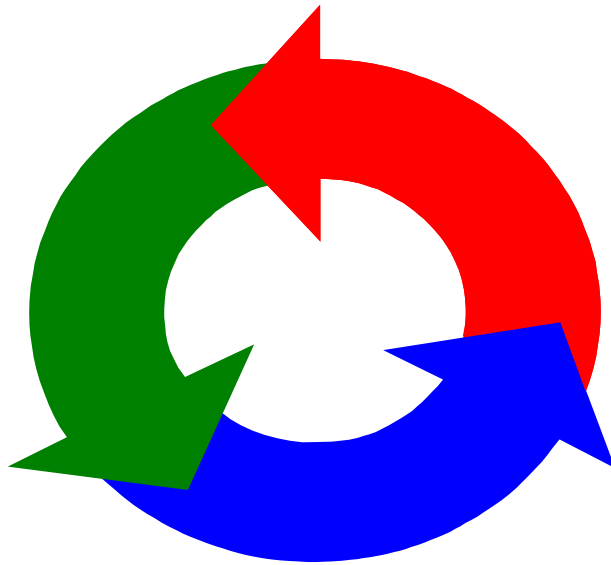


O QUE É CAPITAL DE GIRO E DE QUE MANEIRA ELE AFETA A CRIAÇÃO (OU DESTRUIÇÃO) DE VALOR PARA O AÇIONISTA



- *O que é e como calculá-lo*
- *Utilidades da análise do capital de giro*
- *De que maneira um maior ou menor capital de giro influencia no cálculo do EVA®.*

Autor: Francisco Cavalcante(f_c_a@uol.com.br)

- Administrador de Empresas graduado pela EAESP/FGV.
- É Sócio-Diretor da Cavalcante & Associados, empresa especializada na elaboração de sistemas financeiros nas áreas de projeções financeiras, preços, fluxo de caixa e avaliação de projetos. A Cavalcante & Associados também elabora projetos de capitalização de empresas, assessora na obtenção de recursos estáveis e compra e venda de participações acionárias.
- O consultor Francisco Cavalcante já desenvolveu mais de 100 projetos de consultoria, principalmente nas áreas de planejamento financeiro, formação do preço de venda, avaliação de empresas e consultoria financeira em geral.

EVA® e Economic Value Added são marcas registradas de Stern Stewart & Co.

Up-To-Date® - no 57 - O QUE É CAPITAL DE GIRO E DE QUE MANEIRA ELE AFETA A CRIAÇÃO (OU DESTRUIÇÃO) DE VALOR PARA O AÇIONISTA

ÍNDICE

| | PÁG |
|---|----------|
| ◆ CAPITAL DE GIRO FAZ PARTE DO “TRIPÉ” | 3 |
| ◆ O QUE É CAPITAL DE GIRO | 4 |
| ◆ IMPACTO DAS POLÍTICAS DE ADMINISTRAÇÃO DO CAPITAL DE GIRO NA CRIAÇÃO DE VALOR PARA O ACIONISTA (IMPACTO NO EVA®) | 9 |
| Up-To-Date® - no 57 - O QUE É CAPITAL DE GIRO E DE QUE MANEIRA ELE AFETA A CRIAÇÃO (OU DESTRUIÇÃO) DE VALOR PARA O ACIONISTA | 2 |

CAPITAL DE GIRO FAZ PARTE DO “TRIPÉ”

O administrador financeiro tem como missão elevar o valor da empresa para seus acionistas. Para tanto toma decisões em 3 áreas:

- ✓ *Investimentos de longo prazo;*
- ✓ *Financiamentos de longo prazo e capital de risco, e*
- ✓ *Administração do capital de giro (investimentos e financiamentos de curto prazo).*

“Capital de giro refere-se aos ativos circulantes que sustentam as operações do dia-a-dia das empresas. Capital de giro líquido é a diferença entre os ativos e passivos circulantes; é uma medida de liquidez da empresa e reflete sua capacidade de gerenciar suas relações com fornecedores e clientes.

*Neste **Up-To-Date**® abordaremos o cálculo do capital de giro líquido (que por simplificação passaremos a chamar de capital de giro) e de que maneira sua administração impacta na geração de valor para o acionista.*

O executivo que deseja estar sempre atualizado precisa conhecer o cálculo e impactos da administração do capital de giro na riqueza dos acionistas”

Leituras de Up-To-Dates® recomendadas
Up-To-Date® 1 – O que é EVA® e como calculá-lo.
Up-To-Date® 2 – EVA® da operação e dos ativos não operacionais.
Up-To-Date® 20 – Desvendando a dinâmica do capital de giro.
Up-To-Date® 21 – Os determinantes do EVA®.
A leitura destes Up-To-Dates®, embora não seja essencial, ajudará na compreensão dos assuntos tratados neste Up-To-Date®.

O QUE É CAPITAL DE GIRO

Antes de definirmos o que significa o termo “capital de giro”, vamos definir o que é “giro”:

O termo giro refere-se aos recursos correntes (curto prazo) da empresa, geralmente identificados como aqueles capazes de serem convertidos em caixa no prazo máximo de um ano. A delimitação de um ano não costuma ser seguida por empresas cujo ciclo produção-venda-produção ultrapasse este prazo (estaleiros, atividade rural etc.), prevalecendo nesta situação o ciclo operacional para se definirem os recursos correntes.

Quadro 1: Principais componentes da estrutura patrimonial de uma empresa

| | | | |
|--|---|--------------------------------|--|
| ATIVO CIRCULANTE (AC) | | PASSIVO CIRCULANTE (PC) | |
| Disponibilidades | | Fornecedores | |
| Valores a Receber | | Salários e Encargos Sociais | |
| Estoques | | Empréstimos e Financiamentos | |
| ATIVO REALIZÁVEL A LONGO PRAZO (AP) | PASSIVO EXIGÍVEL A LONGO PRAZO (ELP) | | |
| Investimento Imobilizado | | Empréstimos e Financiamentos | |
| Diferido | | Debêntures | |
| | | PATRIMÔNIO LÍQUIDO (PL) | |
| | | Capital | |
| | | Reservas | |
| | | Lucros Acumulados | |

Os elementos de giro, diante da definição apresentada, são identificados no ativo circulante e passivo circulante, ou seja, no curto prazo.

O capital de giro (circulante) líquido - CCL - é obtido pela diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante. Reflete a folga financeira da empresa e, dentro de um conceito mais rigoroso, o CCL representa o volume de recursos de longo prazo (exigibilidades e patrimônio líquido) que se encontra financiando os ativos correntes (de curto prazo).

Os elementos que compõem o ativo circulante não costumam apresentar sincronização temporal equilibrada em seus níveis de atividade. Evidentemente, se as atividades de seus vários elementos ocorressem de forma perfeitamente sincronizada, não haveria necessidade de se manterem recursos aplicados em capital de giro. Por exemplo, se todas as vendas fossem realizadas à vista, inexisteriam investimentos em valores a receber. Identicamente, se verificasse sincronização entre produção e vendas, isto é, se as atividades ocorressem de maneira totalmente integrada, seriam desnecessários os investimentos em estoques de produtos acabados.

Desta forma, pelo fato das atividades de produção, venda e cobrança não serem sincronizadas entre si, faz-se necessário o conhecimento integrado de suas evoluções como forma de se dimensionar mais adequadamente o investimento necessário em capital de giro e efetivar seu controle.

O entendimento mais correto do capital circulante líquido processa-se de baixo para cima, ou seja, através da parcela de recursos de longo prazo que excede as aplicações de mesma maturidade. Algebricamente, tem-se:

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

ou:

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

Calculando-se o valor do capital circulante líquido com base no quadro apresentado abaixo, temos:

$$\text{CCL} = \$35 - \$20 = \$15, \text{ ou:}$$

$$\text{CCL} = (\$50 + \$30) - \$65 = \$15$$

| | | |
|------------|------------|-------------|
| | AC \$35 | PC \$20 |
| CCL (\$15) | | ELP \$30 |
| | AP \$65 | PL \$50 |

Onde,

AC = Ativo Circulante

AP = Ativo Permanente

PC = Passivo Circulante

ELP = Exigível a Longo Prazo

PL = Patrimônio Líquido

Observe na ilustração que, do total de \$35 aplicados no ativo circulante, \$20 são financiados por créditos de curto prazo (passivo circulante), e os \$15 restantes, que representam o capital de giro líquido da empresa, são oriundos de recursos de longo prazo (exigível de longo prazo e patrimônio líquido).

Em outras palavras, dos \$80 captados a longo prazo, \$65 estão aplicados em ativos também de longo prazo (ativo permanente) e os \$15 excedentes são direcionados para financiar o capital de giro da empresa, mostrando certa folga financeira.

Uma empresa com capital de giro líquido negativo, isto é, com passivo circulante maior que ativo circulante, mostra que os recursos de longo prazo da empresa não são suficientes para cobrir suas aplicações de longo prazo, devendo utilizar recursos do passivo circulante para tal fim. Ou seja, um CCL negativo revela que a empresa está usando recursos passivos correntes para financiar seus investimentos permanentes.

A figura abaixo ilustra a estrutura financeira de uma empresa com capital de giro líquido negativo.

| | |
|-------------|-------------|
| AC \$70 | PC \$110 |
| | CCL (-\$40) |
| AP \$130 | ELP \$40 |
| | PL \$50 |

A folga financeira é negativa pela presença de exigibilidade de curto prazo financiando aplicações com prazos de retorno maiores. Em outras palavras, parte da dívida da empresa tem prazo de resgate menor que o retorno da aplicação destes recursos.

Na figura acima, o CCL é de (\$40), indicando que \$40 dos \$130 aplicados em ativo permanente são financiados por dívidas de curto prazo.

De outra maneira, observa-se que a empresa tem \$90 de recursos de longo prazo (exigível e patrimônio líquido). No entanto, este montante não é suficiente para cobrir suas aplicações permanentes de \$130, sendo a diferença de \$40 coberta por obrigações correntes (passivo circulante).

Esta situação de aperto de liquidez é, muitas vezes, uma decisão de estrutura financeira da empresa, permitindo que ela tenha condições de criar mais valor para os acionistas.

A posição de liquidez é decidida com base na estrutura que melhor satisfaça às necessidades e aos objetivos da empresa. Por exemplo, empresas com fluxos de caixa bastante previsíveis podem operar com capital circulante líquido baixo ou, até mesmo, negativo.

No entanto, para a maioria das empresas a presença de um CCL positivo é básica a seus negócios, principalmente ao se constatar que as saídas de caixa (pagamentos) são eventos relativamente previsíveis, enquanto as entradas de caixa (recebimentos) são geralmente de difícil previsibilidade.

IMPORTANTE !

A empresa deve avaliar com bastante atenção a vantagem de se possuir um capital de giro elevado, quando poderia estar reduzindo os custos com sua estrutura de capital, que é o que veremos no próximo ítem.

IMPACTO DAS POLÍTICAS DE ADMINISTRAÇÃO DO CAPITAL DE GIRO NA CRIAÇÃO DE VALOR PARA O ACIONISTA (IMPACTO NO EVA®)

Frisamos acima que é imprescindível para a empresa avaliar a necessidade de se possuir um alto investimento em capital de giro em detrimento de uma redução nos custos com a sua estrutura de capital.

Um indicador bastante importante para esta análise é o EVA® - Economic Value Added, do qual já falamos em **Up-To-Dates®** anteriores.

De forma geral, o EVA® é o que resta ao acionista após o pagamento dos custos com a estrutura de capital da empresa (capital próprio e de terceiros).

Uma de suas fórmulas é a que segue abaixo:

$$\text{EVA} = \left(\frac{\text{LO}}{\text{Vendas}} \times \frac{\text{Vendas}}{\text{AOL}} - \frac{\text{CT}}{\text{AOL}} \times \text{CCT} (\%) - \frac{\text{CP}}{\text{AOL}} \times \text{CCP} (\%) \right) \times \text{AOL}$$

Onde,

- LO = Lucro operacional
- AOL = Ativo operacional líquido
- CT = Capital de terceiros
- CCT = Custo do capital de terceiros
- CP = Capital próprio
- CCP = Custo do capital próprio
- LO / Vendas = margem
- Vendas / AOL = giro
- E o restante dos elementos da expressão são relações de endividamento.

É com a otimização destes determinantes (aumento da margem e do giro e aumento da relação *debt / equity*) que o EVA® se eleva.

Ora, se o capital de giro é composto da diferença entre os ativos circulantes e passivos circulantes, então podemos fazer a seguinte dedução:

$$\text{AOL} = \text{Ativo total} - \text{Passivo circulante}$$

Como $\text{Ativo total} = \text{Ativo circulante} + \text{Ativo realizável a longo prazo} + \text{Ativo permanente}$, temos:

$$\text{AOL} = \text{Ativo circulante} + \text{Ativo realizável a longo prazo} + \text{Ativo permanente} - \text{Passivo circulante}$$

Reordenando, temos:

$$\text{AOL} = \text{Ativo circulante} - \text{Passivo circulante} + \text{Ativo realizável a longo prazo} + \text{Ativo permanente}$$

$$\text{AOL} = \text{Capital de giro} + \text{Ativo realizável a longo prazo} + \text{Ativo permanente}$$

Então significa dizer que um gerenciamento eficiente do capital de giro afeta diretamente a criação de valor para o acionista.

Exemplo:

Suponhamos que uma empresa tenha feito o seguinte orçamento para o ano de 1999:

Alíquota de IR e CSLL = 30%

Custo de Capital Próprio = 20% ao ano

Custo dos empréstimos = 10% ao ano bruto (7% líquido = $10\% \times (1 - 0,30)$).

| BALANÇO PATRIMONIAL PROJETADO | | |
|--|------------------|------------------|
| | 31/Dez/98 | 31/Dez/99 |
| <i>ATIVO</i> | | |
| CIRCULANTE | \$9.400 | \$12.196 |
| <i>Disponível e aplicações financeiras</i> | \$6.000 | \$8.740 |
| <i>Duplicatas a receber</i> | \$1.800 | \$1.836 |
| <i>Estoques</i> | \$1.600 | \$1.620 |
| PERMANENTE | \$35.000 | \$32.500 |
| TOTAL DO ATIVO | \$44.400 | \$44.696 |
| <i>PASSIVO</i> | | |
| CIRCULANTE | \$8.800 | \$9.096 |
| EMPRÉSTIMOS DE LONGO PRAZO | \$7.500 | \$7.500 |
| PATRIMÔNIO LÍQUIDO | \$28.100 | \$28.100 |
| TOTAL DO PASSIVO | \$44.400 | \$44.696 |

| RESULTADO PROJETADO POR PERÍODO | | 31/Dez/99 |
|---|--|------------------|
| <i>Vendas brutas</i> | | \$42.840 |
| <i>(-)Impostos</i> | | (\$10.710) |
| <i>(=)Vendas líquidas</i> | | \$32.130 |
| <i>(-)Custo das mercadorias vendidas</i> | | (\$19.740) |
| <i>(=)Lucro bruto</i> | | \$12.390 |
| <i>(-)Despesas comerciais</i> | | (\$1.530) |
| <i>(-)Despesas administrativas</i> | | (\$2.000) |
| <i>(-)Outras despesas operacionais</i> | | (\$1.200) |
| <i>(+)Receitas financeiras</i> | | \$360 |
| <i>(-)Despesas financeiras de CP</i> | | \$0 |
| <i>(=)Lucro operacional antes IR e CS</i> | | \$8.020 |
| <i>(-) Provisão para IR e CS</i> | | (\$2.406) |
| <i>(=)Lucro operacional após IR e CS</i> | | \$5.614 |
| <i>(-)Despesas financeiras bruta</i> | | (\$750) |
| <i>(+)Economia de IR e CS</i> | | \$225 |
| <i>(-)Despesas financeiras líquida</i> | | (\$525) |
| <i>(=)Lucro líquido</i> | | \$5.089 |
| <i>(-)Provisão para dividendos</i> | | (\$5.089) |
| <i>(=)Lucros retidos</i> | | \$0 |

| INDICADORES | 31/Dez/98 | 31/Dez/99 |
|--|------------------|------------------|
| AOL | \$35.600 | \$35.600 |
| CAPITAL DE TERCEIROS | \$7.500 | \$7.500 |
| CAPITAL PRÓPRIO | \$28.100 | \$28.100 |
| Total | \$35.600 | \$35.600 |
| | | 31/Dez/99 |
| (=) Lucro operacional antes IR e CS | ////////// | \$8.020 |
| (-) Provisão para IR e CS | ////////// | (\$2.406) |
| (=) Lucro operacional após IR e CS | ////////// | \$5.614 |
| (-) Despesas financeiras bruta | ////////// | (\$750) |
| (+) Economia de IR e CS | ////////// | \$225 |
| (-) Despesas financeiras líquida | ////////// | (\$525) |
| (=) Lucro líquido | ////////// | \$5.089 |
| (-) CCP | ////////// | (\$5.620) |
| (=) EVA | ////////// | (\$531) |

| PROVA DO EVA® | 31/Dez/99 |
|--|------------------|
| RAOL | 15,77% |
| Lucro operacional / Vendas (1) | 13,10% |
| Vendas / AOL (2) | 1,20 |
| PROVA DO RAOL (1 x 2) | 15,77% |
| CMPC | 17,26% |
| CCT (1a) | 7,00% |
| CT / AOL (1b) | 21,07% |
| CCP (2a) | 20,00% |
| CP / AOL (2b) | 78,93% |
| PROVA DO CMPC (1a x 1b + 2a x 2b) | 17,26% |
| EVA = (RAOL - CMPC) x AOL | (\$531) |

De acordo com o orçamento apresentado, a empresa teria um EVA® negativo de \$531, isto é, ela não teria condições de arcar com os custos da estrutura de capital.

Simulando agora que ela tivesse tido condições de, em 1998, ter reduzido seu investimento em contas a receber e estoques, e com o excedente de caixa ter reduzido seu patrimônio líquido, aumentando conseqüentemente seu giro e margem, teríamos a seguinte situação abaixo:

| BALANÇO PATRIMONIAL PROJETADO | | |
|--|------------------|------------------|
| | 31/Dez/98 | 31/Dez/99 |
| <i>ATIVO</i> | | |
| CIRCULANTE | \$6.550 | \$9.346 |
| <i>Disponível e aplicações financeiras</i> | \$6.000 | \$8.787 |
| <i>Duplicatas a receber</i> | \$300 | \$306 |
| <i>Estoques</i> | \$250 | \$253 |
| PERMANENTE | \$35.000 | \$32.500 |
| TOTAL DO ATIVO | \$41.550 | \$41.846 |
| <i>PASSIVO</i> | | |
| CIRCULANTE | \$8.800 | \$9.096 |
| EMPRÉSTIMOS DE LONGO PRAZO | \$7.500 | \$7.500 |
| PATRIMÔNIO LÍQUIDO | \$25.250 | \$25.250 |
| TOTAL DO PASSIVO | \$41.550 | \$41.846 |

| RESULTADO PROJETADO POR PERÍODO | | 31/Dez/99 |
|---|--|------------------|
| <i>Vendas brutas</i> | | \$42.840 |
| <i>(-)Impostos</i> | | (\$10.710) |
| <i>(=)Vendas líquidas</i> | | \$32.130 |
| <i>(-)Custo das mercadorias vendidas</i> | | (\$19.740) |
| <i>(=)Lucro bruto</i> | | \$12.390 |
| <i>(-)Despesas comerciais</i> | | (\$1.530) |
| <i>(-)Despesas administrativas</i> | | (\$2.000) |
| <i>(-)Outras despesas operacionais</i> | | (\$1.200) |
| <i>(+)Receitas financeiras</i> | | \$360 |
| <i>(-)Despesas financeiras de CP</i> | | \$0 |
| <i>(=)Lucro operacional antes IR e CS</i> | | \$8.020 |
| <i>(-) Provisão para IR e CS</i> | | (\$2.406) |
| <i>(=)Lucro operacional após IR e CS</i> | | \$5.614 |
| <i>(-)Despesas financeiras bruta</i> | | (\$750) |
| <i>(+)Economia de IR e CS</i> | | \$225 |
| <i>(-)Despesas financeiras líquida</i> | | (\$525) |
| <i>(=)Lucro líquido</i> | | \$5.089 |
| <i>(-)Provisão para dividendos</i> | | (\$5.089) |
| <i>(=)Lucros retidos</i> | | \$0 |

| INDICADORES | 31/Dez/98 | 31/Dez/99 |
|---|------------------|------------------|
| AOL | \$32.750 | \$32.750 |
| CAPITAL DE TERCEIROS | \$7.500 | \$7.500 |
| CAPITAL PRÓPRIO | \$25.250 | \$25.250 |
| Total | \$32.750 | \$32.750 |
| | | 31/Dez/99 |
| (=) Lucro operacional antes IR e CS //////////////// | | \$8.020 |
| (-) Provisão para IR e CS //////////////// | | (\$2.406) |
| (=) Lucro operacional após IR e CS //////////////// | | \$5.614 |
| (-) Despesas financeiras bruta //////////////// | | (\$750) |
| (+) Economia de IR e CS //////////////// | | \$225 |
| (-) Despesas financeiras líquida //////////////// | | (\$525) |
| (=) Lucro líquido //////////////// | | \$5.089 |
| (-) CCP //////////////// | | (\$5.050) |
| (=) EVA //////////////// | | \$39 |

| PROVA DO EVA® | 31/Dez/99 |
|--|------------------|
| RAOL | 17,14% |
| Lucro operacional / Vendas (1) | 13,10% |
| Vendas / AOL (2) | 1,31 |
| PROVA DO RAOL (1 x 2) | 17,14% |
| CMPC | 17,02% |
| CCT (1a) | 7,00% |
| CT / AOL (1b) | 22,90% |
| CCP (2a) | 20,00% |
| CP / AOL (2b) | 77,10% |
| PROVA DO CMPC (1a x 1b + 2a x 2b) | 17,02% |
| EVA = (RAOL - CMPC) x AOL | \$39 |

Podemos perceber que, assumindo uma redução no investimento em duplicatas a receber e estoques e distribuindo o valor desta redução sob a forma de dividendos, a empresa conseguiria gerar um EVA® de \$39.

Podemos concluir então que, apesar da queda do capital de giro da empresa (de \$600 para -\$2.250, ela conseguiu criar valor para seus acionistas.

É por isto que repetimos à exaustão: é preciso determinar se realmente a empresa tem necessidade de investir muito em capital de giro, já que esta decisão compromete a geração de valor para os acionistas.

Veja o quadro abaixo:

Situação 1 – Sem redução do investimento em duplicatas a receber e em estoques

| | |
|---------------------|----------------|
| AC \$9.400 | PC \$8.800 |
| CCL (\$600) | ELP \$7.500 |
| AP \$35.000 | PL \$28.100 |
| EVA = -\$531 | |

Situação 2 – Com redução dos investimentos em duplicatas a receber e estoques e distribuição de dividendos decorrentes desta nova política.

| | |
|----------------|----------------|
| AC \$6.550 | PC \$8.800 |
| AP \$35.000 | CCL (-\$2.250) |
| | ELP \$7.500 |
| | PL \$25.250 |

EVA = \$39

