

QUAIS AS CONDIÇÕES DE LIQUIDEZ E INSOLVÊNCIA DAS EMPRESAS ESTATAIS S/A NÃO FINANCEIRAS?

WHAT ARE THE LIQUIDITY AND INSOLVENCY CONDITIONS OF STATE S/A NON-FINANCIAL COMPANIES?

RESUMO

Nas organizações inúmeras decisões são tomadas relacionadas ao montante de capital, é uma questão importante para a maximização de seu valor e 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) e o índice de sustentabilidade financeira (ISF). As evidências retratam que os indicadores CCL, NCG e ST mostram as condições de liquidez e solvência das empresas. A análise traz subsídios para uma avaliação e tomada de decisão por parte dos investidores, sobre o comportamento das empresas estatais na condução da gestão de liquidez.

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

ABSTRACT

In organizations, numerous decisions are made related to the amount of capital, it is an important issue for the maximization of its value and the capital structure. The purpose of this article is to show how liquidity and insolvency are aspects related to capital structure that impact on the performance of state-owned companies. Methodologically, the research was defined as quantitative in nature and explanatory as to type and developed through data from bibliographical and documentary research. The sample consisted of 18 state-owned non-financial companies, and the annual financial statements were collected through the Economatica system and on the companies' website between the period 2011 to 2017. The research portrays a comparative analysis between publicly traded state-owned companies non-financial using financial indicators (Fleuriet Model) and the financial sustainability index (FSI). The evidence shows that the NWC, WCR, and TB indicators show the liquidity and solvency conditions of companies. The analysis provides subsidies for investors to evaluate and make decisions about the behavior of state-owned companies in conducting liquidity management.

Keywords: State-owned companies; Balance Structure; Liquidity; Insolvency.

RODOLFO VIEIRA NUNES

rodolfonunes@usp.br

Doutorando em Administração de Empresas na FEA/USP. Professor Substituto na UEMA.

GEORGE ANDRÉ WILLRICH SALES

george.sales@fipecafi.org

Doutor em Administração de Empresas pela Universidade Presbiteriana Mackenzie. Professor na FIPECAFI e na UNIFESP.

Recebido em 16/05/20.

Avaliado pelo sistema *double blind review*. Aceito para publicação pelo Editor-Chefe Dr. Leonardo José Seixas Pinto em 22/07/20 e publicado em 31/10/20

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.

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. A situação das empresas públicas de capital aberto não é diferente em relação aos dilemas enfrentados pelas empresas privadas.

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.

A justificativa desse 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).

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.

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

2.1 Fundamento Jurídico Empresa Estatal

Todo o aspecto legal e jurídico que abrangem 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. 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.

Entretanto, a 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).

2.2 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, atualmente 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 interferências políticas, 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.

2.3 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 E BRAGA, 1995; FLEURIET, KEHDY, BLANC, 2003; PEROBELLI, PEREIRA E DAVID, 2006; DO PRADO, DE MELO CARVALHO, DE BENEDICTO, DE CASTRO ALCÂNTARA E 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 compram 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 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); FLEURIET *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”.

2.3.1 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 “saudável” 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 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).

2.3.2 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

3.1 População e Amostra

Nesta pesquisa, o universo populacional é composto por todas as 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 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 feito 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	Setor 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
CELGPAR	GPARG3	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
ELETRORBRAS	ELET3	Energia Elétrica	Utilidade Pública	N1
ELETRORPAR	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).

3.2 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 trimestrais, e foram obtidas por duas formas, por meio do banco de dados do sistema Economatica e coletados diretamente das demonstrações financeiras das empresas.

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

O valor resultante dos modelos de insolvência é classificado levando em consideração os pontos críticos (números ou score) estabelecido pelo modelo. 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

4.1 Perfis dos Balanços

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	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	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	INS
	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	SOL
	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	EXC
	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	PES

Fonte: Elaborado pelos autores (2020).

Na visão de Fleuriet, Kehdy, 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 desfrutaram 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 conseqüentemente 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, 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 uma 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 uma série de problemas financeiros e jurídicos à Petrobras. Diante desse cenário caótico, aos 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 a 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 Ceee-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 quase todos os tipos de classificação no balanço. Uma possível explicação seria as intervenções que o governo federal fez no setor de energia, acarretando 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

ALTMAN, Edward I.; BAIDYA, Tara K. N.; DIAS, Luiz Manoel Ribeiro. Previsão de problemas financeiros em empresas. **Revista de administração de empresas**, v. 19, n. 1, p. 17-28, 1979.

- AMIHUD, Yakov; MENDELSON, Haim. Liquidity and cost of capital: implications for corporate management. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 2, n. 3, p. 65-73, 1989.
- ARANHA, José A. Moura; LINS FILHO, Oduvaldo da Silva. 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.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- 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, Paula Bez; CITTADIN, Andréia; DE OLIVEIRA RITTA, Cleyton. 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**, v. 10, n. 29, p. 27-39, 2011.
- BRAGA, Roberto. Análise avançada do capital de giro. **Caderno de Estudos nº 3**. São Paulo: FIDECABI, 1991.
- BRANCO, Adriel Martins de Freitas. **Sustentabilidade Financeira Empresarial no Brasil**. 136 f. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2013. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/96132/tde-12022014-110452/en.php>.
- BRASIL, Haroldo Vinagre; BRASIL, Haroldo Guimarães. **Gestão Financeira das Empresas – Um Modelo Dinâmico**. 4ª ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.
- CASTRO JÚNIOR, Francisco Henrique Figueiredo de. **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, 2003. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-16092004-121634/en.php>.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTO CONTÁBIL - CPC. **Pronunciamento Técnico CPC 03 (R2) – Demonstração dos Fluxos de Caixa**, 2010. 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, Liliane. **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, 1999. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/81054/143780.pdf?sequence=1>.
- DA SILVA, José Pereira. **Gestão e análise de risco de crédito**. 9ª ed. São Paulo: Cengage Learning, 2017.
- DAVIS, James Allan; BURGLIN, Patrick. **Levantamento de Dados em Sociologia: uma análise estatística elementar**. Zahar, 1976.
- DE ALMEIDA FERNANDES, Miriane; MEIRELES, Manuel. Justificativa e proposta de indicador de sustentabilidade financeira. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 10, n. 20, p. 75-95, 2013.
- DE ANDRADE FIGUEIRA, J. G. As empresas públicas e as sociedades de economia mista, dos estados e dos municípios. **Revista de Direito Administrativo**, v. 125, p. 467-469, 1976.
- DO PRADO, José Willer; DE MELO CARVALHO, Francisval; DE BENEDICTO, Gideon Carvalho; DE CASTRO ALCÂNTRA, Valderí; DOS SANTOS, Antonio Carlos. Uma abordagem para análise do risco de crédito utilizando o modelo Fleuriet. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 12, n.3, 2018.
- FAMA, Rubens; GRAVA, J. William. Liquidez e a teoria dos elementos causadores de insolvência. **Caderno de pesquisas em administração**, v. 1, n. 12, p. 10-21, 2000.
- FISCHMANN, Adalberto A.; ZILBER, Moisés A. 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, 1999.
- FLEURIET, Michel; KEHDY, Ricardo; BLANC, Georges. **O modelo Fleuriet: a dinâmica financeira das empresas brasileiras**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 2003.
- FONTES-FILHO, Joaquim Rubens. A governança corporativa em empresas estatais brasileiras frente à Lei de Responsabilidade das Estatais (Lei nº 13.303/2016). **Revista do Serviço Público**, v. 69, p. 209-238, 2018.
- GOMES, Adriano. **Gerenciamento do crédito e mensuração do risco de vender**. Barueri: Manole Ltda, 2003.
- GUASTI, Paula Corrêa. **Rescisão do Contrato de Trabalho do Empregado Público: Análise sobre a Motivação do Ato de Dispensa**. Boletim Científico ESMPU, 2015. Disponível em: <file:///C:/Users/rodol/Downloads/Rescisao%20do%20contrato%20de%20trabalho%20de%20empregado%20publico.pdf>.
- ITURRALDE, Txomin; MASEDA, Amaia; SAN-JOSE, Leire. Cash Management Routines: Evidence From Spain. **Frontiers in Finance & Economics**, v. 6, n. 1, p. 93-117, 2009.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de Balanços**. 11ª ed. São Paulo: Atlas, 2017.
- KANITZ, Stephen Charles. **Como prever falências**. São Paulo: McGraw do Brasil, 1978.
- Kassai, J. R., & Kassai, S. (1998). Desvendando o termômetro de insolvência de Kanitz. **Encontro ANPAD**, XXII, Anais. Foz do Iguaçu.
- KEYNES, John Maynard. (1936). **The General Theory of Employment, Investment, and Money**. London: Palgrave Macmillan, 1936.
- LYRA, Ricardo Luiz Wüst Corrêa de. **Análise hierárquica dos indicadores contábeis sob a óptica do desempenho empresarial**. 171 f. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-12012009-182631/en.php>.
- MÁRIO, Poueri do Carmo. **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, 2002. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-06012006-152208/en.php>.
- MARQUES, José Augusto Veiga da Costa; BRAGA, Roberto. Análise dinâmica do capital de giro: o modelo Fleuriet. **Revista de Administração de Empresas**, v. 35, n. 3, p. 49-63, 1995.
- MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços: abordagem gerencial**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- Minussi, J. A., Damacena, C., & Ness Jr, W. L. (2002). Um modelo de previsão de solvência utilizando regressão logística. **Revista de Administração Contemporânea**, 6(3), 109-128.
- MORANTE, Antonio Salvador; JORGE, Fauzi Timaco **Controladoria: análise financeira, planejamento e controle orçamentário**. São Paulo: Atlas, 2008.
- NASCIMENTO, Sabrina do; PEREIRA, Alexandre Matos; HOELTGEBAUM, Marianne. Aplicação dos modelos de previsão de insolvências nas grandes empresas aéreas brasileiras. **Revista de contabilidade do mestrado em Ciências contábeis da UERJ**, v. 15, n. 1, p. 40-51, 2011.
- NEVES, Silvério das. **Contabilidade Básica e Estrutura das Demonstrações Financeiras**. 14ª ed. São Paulo: Frase, 2009.
- NUNES, Rodolfo Vieira; SALES, George André Willrich. Uma Análise Comparativa Baseada em Indicadores entre a Petrobras e as Concorrentes Estrangeiras—Do Anúncio do Pré-Sal até os dias atuais. **Revista Eletrônica do Departamento de Ciências Contábeis & Departamento de Atuária e Métodos Quantitativos (REDECA)**, v. 4, n. 2, p. 61-78, 2017.
- PAMPLONA, Edgar; DA SILVA, Alini; DA SILVA, Tarcísio Pedro. Efeito da Folha Financeira no Desempenho Econômico de Empresas Brasileiras em Períodos de Recessão Econômica. **USP International Conference in Accounting**, XVII, Anais. São Paulo, 2017.

- PEREIRA, Rívia Carla Cassiano; ALVES, Kátia D'Angelo Fernandes; DE FREITAS MARIANO, Rudni.; NOBRE, Fábio Chaves. Análise Financeira Empresarial sob a luz dos 5 Modelos de Previsão de Insolvência: Um Estudo Comparativo de Empresas de Capital Aberto. **CONVIBRA – Congresso Online de Administração**, X, Anais, São Paulo, 2013.
- PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; PEREIRA, Jonas Ferreira; DAVID, Marcus Vinícius. Relação liquidez-retorno: existiria também uma “estrutura de liquidez” ideal para cada perfil de empresa. **XXX ENANPAD–Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração**, 2006.
- Pinheiro, L. E. T., Santos, C. P., Colauto, R. D., & Pinheiro, J. L. (2007). Validação de modelos brasileiro de previsão de insolvência. *Contabilidade Vista & Revista*, 18(4), 83-103.
- RATTNER, Henrique. As empresas estatais brasileiras e o desenvolvimento tecnológico nacional. *Revista de Administração de Empresas*, v. 24, n. 2, p. 5-12, 1984.
- SÁ, Carlos Alexandre. **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, Brasil, 2004. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/306>.
- SABADIN, Anderson Léo. **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, 2006. Disponível em: http://www.bc.furb.br/docs/DS/2006/325382_1_1.pdf.
- TÁCITO, Caio. O retorno do pêndulo: serviço público e empresa privada. O exemplo brasileiro. *Revista de Direito Administrativo*, v. 202, p. 1-10, 1995.
- 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, Salete; DA SILVA, Tarcísio Pedro. Análise do Grau de Endividamento na Estrutura de Capital das Empresas Estatais Brasileiras e Chilenas. **XII CONVIBRA – Congresso Online Administração**, 2015.
- WALSH, Ciaran. **Rácios fundamentais da gestão: como analisar, comparar e controlar os números que determinam o valor da empresa**. 2ª ed. Lisboa: Dom Quixote, 2004.
- WRUCK, Karen Hopper. Financial distress, reorganization, and organizational efficiency. *Journal of Financial Economics*, v. 27, n. 2, p. 419-444, 1990.