
NOVAS PERSPECTIVAS DA LIQUIDEZ FINANCEIRA NA ANÁLISE DE CONTAS

Fernando Moutinho Ramalho Bittencourt¹

1 - Introdução

Este trabalho pretende apresentar uma perspectiva pouco explorada na a interpretação teórica da avaliação da liquidez nos demonstrativos financeiros das entidades que adotam os padrões da Lei 6404/74. Em seguida, a título de exemplo, aplica as conclusões em breve análise dos demonstrativos financeiros relativos aos exercícios de 1995, 1996 e 1997 da Telecomunicações de Minas Gerais SA – TELEMIG, estudando, a partir dos indicadores nesses demonstrativos, os resultados operacionais, a liquidez, a estrutura de captação e aplicação de recursos (a curto e a longo prazo) e o investimento produtivo da TELEMIG. Esse estudo de caso permitirá demonstrar, em situação típica de análise de contas do Tribunal, as possibilidades que oferece essa interpretação para um estudo em maior profundidade da informação contábil trazida às contas apresentadas ao Tribunal de Contas da União.

2 – Os demonstrativos financeiros e o julgamento das contas

O objetivo básico da contabilidade é a geração de informação econômica relevante para os diferentes tipos de usuários, de forma a subsidiá-los na tomada de decisões racionais². Dentro desse quadro de referência de informação, um dos produtos mais nobres do sistema de informação contábil é a análise dos demonstrativos financeiros, cujos resultados oferecem ao gestor e ao observador externo conclusões e indicações sobre a qualidade da gestão, os riscos de crédito e solvência, a magnitude e os destinos do fluxo de renda transitado pela organização em análise.

Este poderoso ferramental não tem habitualmente um uso intensivo quando do julgamento das contas pelo Tribunal de Contas da União, na medida em que vem acompanhado de uma ampla variedade de outras fontes de informação de natureza qualitativa mais vinculada às questões de legalidade que devem ser, por excelência, o foco da atenção do julgamento (além do que as entidades jurisdicionadas, em sua maioria, dispõem de sistemas contábeis de elevada qualidade e submetidos a auditoria independente contábil, que apresentam baixos riscos de registros incorretos ou tendenciosos). Assim, mais destaque costumam merecer por exemplo os pontos de auditoria destacados pelo controle interno e o cumprimento das determinações anteriores do Tribunal. No entanto, casos existem em que os demonstrativos podem

¹ Analista de Finanças e Controle Externo do Tribunal de Contas da União.

² FASB, *apud* Hendriksen & Van Breda, p. 93.

assumir um destaque especial, por conter informação absolutamente central para o mérito dos processos estudados. Este é o exemplo dos processos de renovação de concessão ou permissão de serviços públicos, em que se discute o equilíbrio econômico-financeiro do contrato, que refletir-se-á nos números da empresa beneficiária. Também é fundamental nos processos de privatização, quando as considerações de preços mínimos e modalagem de venda não podem prescindir desse conhecimento sobre a renda e o patrimônio da entidade sob alienação. Mais freqüentemente, empresas federais cuja continuidade no setor público não está em jogo deparam-se com decisões relevantes – e de risco – sobre endividamento e investimento em sua atividade, cuja apreciação nas contas exige um estudo detalhado dos demonstrativos contábeis. É para este estudo que se pretende aqui contribuir, oferecendo uma visão um pouco diferente da convencional sobre o estudo da liquidez (liquidez que nas contas não recebe a mesma ênfase a ela atribuída pelo setor privado, especialmente para análise de risco de crédito e, portanto, pode ser melhor desenvolvida no âmbito do Tribunal).

3 – Novas perspectivas na análise de liquidez

*Shareholder value is, after all, created by cash flow, not by accounting convention*³

3.1 – Novas exigências sobre a análise das demonstrações financeiras

A análise financeira das empresas tem, tradicionalmente, o enfoque da liquidez contábil, ou seja, da capacidade de solvência dos compromissos. Desta forma, a comparação entre o ativo circulante e o passivo circulante permitiria dizer, nesta ótica, que se o primeiro for superior (Capital Circulante Líquido positivo), a empresa estaria equilibrada financeiramente.

Porém, críticas de várias ordens têm incidido sobre a adoção exclusiva deste enfoque. Uma delas é a de que não é coerente com o princípio contábil da continuidade, uma vez que analisa apenas o dado estático em um ponto determinado do tempo: “A liquidez pode ser boa ou má através da análise de um determinado balanço, mas, como o próprio balanço, ela se refere ao momento do fechamento das contas o qual não é, necessariamente, o mais representativo da vida da empresa.”⁴

Por outro lado, existe o problema da *duration* das carteiras de ativos e passivos circulantes. Os prazos de liquidez e exigibilidade dentro desses grupos são previsivelmente diferentes. em termos gerais, “pode haver uma concentração imediata dos vencimentos de seus compromissos contra um prazo médio mais lento de realização de seus ativos circulantes.”⁵ Esta aleatoriedade de prazos é agravada por

³ Leite & Sanvicente, 1990, p. 17; este referencial teórico está amplamente baseado em Fleuriot; Kehdy; Blanc, 1978 e Pereira Filho, 2000.

⁴ Hopp & Leite, 1989, p. 65.

⁵ Hopp & Leite, 1989, p. 65.

um viés desfavorável à própria empresa, pois “enquanto os passivos circulantes apresentam um prazo determinado para exigibilidade, os ativos circulantes, à exceção das disponibilidades, apresentam maior grau de incerteza e risco associados à sua capacidade de conversão em caixa”⁶.

Existe ainda o problema contábil representado pela forma de classificação dos elementos circulantes como tal, que depende exclusivamente das práticas contábeis⁷. Seu pressuposto (realização em caixa do circulante ao longo do próximo exercício social) não guarda relação com a realidade econômica das operações da empresa. Uma vez que os compromissos da empresa devem ser adimplidos continuamente em dinheiro, a variável relevante é o fluxo líquido de caixa gerado nas operações da empresa:

*Mais uma vez, não é a realização total dos ativos circulantes que vai fornecer recursos para o pagamento das dívidas a curto prazo. a operação da empresa é que gerará fluxos de recursos (conceito dinâmico, em oposição à estática do balanço patrimonial) para o pagamento dos seus compromissos.*⁸

Em síntese, o aperfeiçoamento da análise financeira exige que os itens do patrimônio sejam agrupados e relacionados em modelos que levem em conta não apenas o intervalo teórico de vencimento do direito ou obrigação, mas que guardem em sua construção uma forte correlação com os fatos econômicos associados às operações da empresa. Em particular, os modelos devem privilegiar como variável-objetivo os fluxos de caixa líquidos gerados pela empresa ao longo de suas operações e sua evolução em padrões de ciclo e tendência. Este enfoque no fluxo de caixa chega a ser essencial para o próprio valor prático da análise: os índices mais adequados para a previsão de falências são, empiricamente, os que relacionam o fluxo de caixa com os estoques patrimoniais (de dívida, de ativos), estando os índices de liquidez tradicionais entre os piores previsores⁹.

Adicionalmente, ao orientar-se para produzir informações a respeito do fluxo de caixa, a Contabilidade estende-se no cumprimento de seu objetivo básico de fornecer informações relevantes para tomada de decisão, já que um significativo número de decisões econômicas fundamenta-se em informações distintas da simples avaliação estática dos itens patrimoniais. De fato, a teoria financeira (insumidora por excelência do dado contábil) volta-se, desde o início, para as análises e previsões

⁶ Pereira Filho, 2000, p. 17.

⁷ Ou pior, de provisões legais que atendem a objetivos freqüentemente dissociados da simples evidência, tais como os fins de regulação econômica ou de política tributária.

⁸ Hopp & Leite, 1989, p. 65. (grifos nossos). Esse trabalho expõe (pp. 65-66) uma série de distorções no conteúdo informacional dos indicadores tradicionais advindas da aplicação do conceito estritamente convencional do “circulante” a diferentes realidades operacionais (ex: impostos indiretos a recolher, seguros pagos antecipadamente, jazidas minerais) em que a classificação contábil aponta para o sentido inverso da perspectiva de geração de caixa do fato contabilizado.

⁹ Hopp & Leite, 1989, p. 66-67.

dos fluxos de caixa. No exemplo clássico de uma decisão econômica de transcendência na realidade empresarial, a avaliação do valor de ações: “Nesse sentido, a variável estratégica é a operação que a empresa tem condições de conduzir, desenvolver e ampliar. O núcleo gerador de rendimentos ao acionista é a operação desenvolvida pela empresa emissora e não o valor contábil líquido de seus ativos.”¹⁰

3.2 – A análise financeira dinâmica

O modelo conceitual introduzido no Brasil por Fleuriel; Kehdy; Blanc (1978), denominado Modelo Dinâmico de Gestão Financeira de Empresas¹¹, pretende atender a estes objetivos fixados à análise financeira. Estrutura-se em linhas gerais a partir da reclassificação do balanço levantado na forma da lei societária relacionando as contas em função de sua dimensão temporal e de sua ligação com o desenvolvimento das atividades operacionais. A partir daí, examina e analisa os dados em função dos ciclos de atividade da empresa. Estes ciclos refletem, por um lado, as entradas e saídas de caixa decorrentes da atividade operacional da empresa (compras de insumos e *suppliers' credits* correspondentes; vendas de produtos e créditos a clientes a elas associados; carregamento de estoques). Como visto anteriormente, existem descasamentos entre essas entradas e saídas, que dão origem a uma contrapartida de itens de tesouraria, cuja finalidade é exatamente prever, captar e aplicar as disponibilidades necessárias para atender a estes descasamentos. Na significativa terminologia utilizada por Pereira Filho¹², estes dois lados relativos à operação corrente constituem o “ciclo de exploração” e o “ciclo de operações financeiras” executado através de operações de tesouraria.

Há que considerar-se, por fim, que o “ciclo de exploração” reflete as atividades operacionais em um nível predeterminado de atividade. No entanto, a empresa também decide e atua sobre esse nível, formulando o “conjunto de decisões inerentes à definição e/ou adequação da capacidade produtiva da empresa, mediante estabelecimento de adequada estrutura de investimentos em ativos permanentes.”¹³ Isto representa um terceiro ciclo, o “ciclo de investimentos”, que exige um perfil específico e mais alongado de financiamento (e que pode chegar a afetar, se desequilibrado, o próprio ciclo de tesouraria).

De início, toda a análise tem de ser precedida pela reestruturação do balanço, agrupando os itens circulantes em dois subgrupos¹⁴, aqueles diretamente relacionados com o exercício operacional e renovados periodicamente (cíclicos ou operacionais) e aqueles que não guardam relação direta com o processo produtivo, mas sim com

¹⁰ Leite & Sanvicente, 1990, p. 19.

¹¹ Pereira Filho, 2000, p. 35.

¹² Pereira Filho, 2000, p. 36.

¹³ Pereira Filho, 2000, p. 36.

¹⁴ Fleuriel; Kehdy; Blanc, 1978, pp. 12-13; Pereira Filho, 2000, p. 37.

decisões tipicamente financeiras (erráticos). Finalmente, aqueles itens ligados às decisões estratégicas de longo prazo (longo prazo aqui na definição microeconômica de prazo suficiente para o ajustamento de todos os fatores de produção da firma¹⁵), que conformam os ativos permanentes ou não-cíclicos, são por igual agrupados.

Especificamente, formam-se os seguintes grupos para fins analíticos¹⁶:

Ativo Cíclico ou Operacional	Passivo Cíclico ou Operacional
Duplicatas a receber Adiantamentos a fornecedores Impostos produtivos a recuperar	Duplicatas a pagar Adiantamento de Clientes Salários, encargos e impostos produtivos a pagar
Estoques Outras contas de ativo operacional	Participações de Empregados a Pagar Outras contas de passivo operacional
Ativo Errático ou Financeiro	Passivo Errático e Financeiro
Disponibilidades Aplicações financeiras Títulos e Valores mobiliários	Duplicatas descontadas Adiantamento de câmbio Empréstimos e financiamentos a curto prazo
Créditos de partes relacionadas Outras contas de ativo financeiro	Dívidas para com partes relacionadas Outras contas de passivo financeiro
Ativo Permanente ou Não-Cíclico	Passivo Permanente ou Não-Cíclico
Ativo Realizável a Longo Prazo Permanente/Investimentos Permanente/Imobilizado Permanente/Diferido	Passivo Exigível a Longo Prazo Resultado de Exercícios Futuros Capital Social Reservas Lucros Acumulados

Dos números assim organizados, extrai-se o conceito central do modelo dinâmico, a Necessidade de Capital de Giro (NCG), que representa a necessidade da empresa de carregar permanentemente um saldo financeiro necessário à manutenção corrente da atividade operacional (uma vez que, nesta, as saídas de caixa habitualmente ocorrem antes da sua entrada). Define-se a NCG como a diferença entre o ativo cíclico e o passivo cíclico¹⁷.

Assim, a NCG positiva descobre, no interior do circulante, uma necessidade de fundos de caráter permanente que deve ser financiada com fundos captados também em caráter permanente¹⁸. Dentre os fundos assim captados, parte virá a financiar aplicações não-cíclicas (o imobilizado é o exemplo mais típico) e parte pode ser

¹⁵ Varian, 1994. pp. 378-379.

¹⁶ Tabelas em Fleuriet; Kehdy; Blanc, 1978, p. 13; Pereira Filho, 2000, p. 37.

¹⁷ Ressalte-se a distinção entre este conceito e a noção clássica de Capital Circulante Líquido (Ativo Circulante – Passivo Circulante), utilizada na análise tradicional de liquidez (Leite, 1993, pp. 78-81): a NCG é composta por parcelas do Ativo e Passivo Circulantes, em proporção que obedece às circunstâncias operacionais de cada empresa individual, e portanto representa valor e conceito diferentes do CCL.

¹⁸ Isto é, fundos a longo prazo que não tenham características circulantes.

aplicada para custear o NCG. Essa proporção dos fundos permanentes potencialmente aplicáveis na cobertura da NCG é identificada como Capital de Giro (CDG), e quantificada pela diferença entre o Passivo Permanente (Não-Cíclico) e o Ativo Permanente (Não-Cíclico).

É do confronto entre ambos os índices que emergirá uma análise mais fina e consistente da liquidez e do risco de insolvência da empresa. Preliminarmente, observa-se que uma diferença entre NCG e CDG representará uma necessidade líquida de captação pela tesouraria de fundos, em caráter continuamente renovado, para solver a curto prazo as exigibilidades operacionais (visto que a empresa não dispõe de recursos permanentes para tanto) ou, se inversa, significa que as operações geram permanentemente um fluxo líquido de caixa disponível a curto prazo que não encontra utilização em sua atividade finalística. Essa diferença denomina-se Saldo de Tesouraria (T), que pode ser obtido da expressão $T = CDG - NCG$ ou, o que é numérica e economicamente equivalente, da subtração entre o ativo errático e o passivo errático.

A partir desta estrutura conceitual, Fleuriet¹⁹ apresenta quatro configurações básicas da liquidez da empresa. No primeiro caso, o CDG e a NCG são positivos e a NCG supera o CDG, o que significa que os créditos de curto prazo do saldo de tesouraria financiam parte das operações. Esta situação é admissível em caráter temporário, em resposta rápida a flutuações do ciclo operacional, mas incorre em risco de insolvência se é o estado permanente, uma vez que exige a renovação freqüente de créditos de curto prazo como pressuposto de manutenção das operações correntes da empresa.

O segundo tipo tem o CDG e o NCG positivos, sendo que o CDG é maior que a NCG. É um perfil sólido em termos de liquidez, gerando as operações um T positivo que permite enfrentar flutuações da NCG sem recorrer a endividamento. Convém lembrar que um excesso nessa situação não significa necessariamente o melhor desempenho: se o CDG supera a NCG além de certos limites prudenciais, significa que a empresa não encontra aplicação para todos os recursos permanentes nas operações, o que pode denotar ineficácia da gestão estratégica e, certamente, faz com que recursos mais caros (como são necessariamente os de prazo mais longo, em condições usuais de mercado) tenham que ser aplicados com retornos mais baixos (típicos da aplicação a prazos menores).

Já o terceiro tipo traz o CDG negativo e a NCG positiva. Representa o perfil típico de empresas em risco de sobrevivência, tendendo ao desaparecimento (salvo se contarem com significativo aporte de recursos concedidos, por razões alheias ao mercado, por parte dos cofres públicos). A dependência da captação de curto prazo (e os riscos da não-renovação) se estabelece não só para as aplicações de curto prazo na operação como no primeiro tipo mas também em caráter ininterrupto para custear aplicações permanentes. Ou seja, a empresa não terá como pagar parcela do saldo de tesouraria em nenhuma hipótese (salvo a da sua rolagem por operações da própria

¹⁹ Fleuriet; Kehdy; Blanc, 1978, pp. 22-25.

tesouraria), pois foram aplicados com retorno a longo prazo no permanente, o que representa evidente risco de quebra de pagamentos.

O quarto tipo, aparentemente estranho mas incidente em algumas grandes operações de distribuição varejista, consiste em um CDG negativo e uma NCG também negativa. Assim, o caixa gerado nas operações (basicamente, venda à vista e compra a prazo) permite uma aplicação de tesouraria que, dada a diferença entre o seu retorno e o custo financeiro dos prazos concedidos pelos fornecedores representa parte integrante da geração de lucros da empresa. Evidentemente, esta situação de financiamento da empresa pelos clientes e fornecedores só é sustentável num padrão extremamente estável de relacionamento com ambos (elevado poder de mercado da empresa tanto como compradora quanto como vendedora, caso típico de grades cadeias de supermercados), e é extremamente sensível às flutuações de vendas: a NCG é proporcional a estas, enquanto o CDG tem perfil mais estável²⁰, o que pode fazer com que as operações (conquanto superavitárias em caixa) não possam atender, em momentos de menores vendas, às aplicações permanentes que a empresa pretenda fazer.

Por sua vez, o vínculo entre estes indicadores de liquidez (de natureza estática, por mais refinada que seja a sua construção) são os fluxos de resultado obtidos durante os exercícios. Tais fluxos dependem das decisões da gestão quanto à produção e distribuição de riqueza, e são captadas, de forma bruta, na tradicional demonstração do resultado do exercício. Da mesma forma que no balanço, o modelo dinâmico reagrupa as contas em torno de conceitos que evidenciam o nível de recursos gerado pelas operações durante o ano e as decisões relativas a sua aplicação na própria operação.

Em primeiro lugar, os recursos que a exploração permitiu gerar no exercício (os produtos entregues ao mercado ou acrescidos aos estoques, deduzidos daqueles bens e serviços insumidos na produção, inclusive a remuneração do fator trabalho.²¹ Este é o conceito de Lucro Bruto Operacional (LBO), que é a fonte de recursos para que a empresa remunere o fator capital (por dividendos, juros sobre capital próprio, serviço de dívidas), arque com as exigências tributárias sobre a renda e, ainda, retorne recursos para as operações, custeando financeiramente o consumo físico dos bens de capital das depreciações, as ampliações do CDG que exigem eventuais mudanças no ciclo financeiro e, por fim, as operações de investimento físico e financeiro (amortização de dívidas e aquisições societárias).

De especial importância para o desempenho da empresa será a decisão de distribuição do LBO²². Remunerando a partir dele o fator capital e o Fisco, tem-se o

²⁰ Fleuriet; Kehdy; Blanc, 1978, pp. 18.

²¹ Neste ponto, o tradicional conceito macroeconômico de associar o consumo do fator capital a um custo inserido dentre os custos de produção não se aplica, pois o modelo neste ponto observa a produção, independentemente de como é financiada.

²² Decisão que, em relação ao capital próprio, está em grande parte sujeita essencialmente à escolha da empresa, que tem ampla discricionariedade quanto à fixação de dividendos.

resíduo que permanece na empresa para servir, em caráter permanente, ao seu processo produtivo. em termos da DRE, o Lucro Líquido subtraído das diversas participações e destinações a terceiros (ou, o que é o mesmo, os Lucros Retidos), somado ao valor de Depreciações e Amortizações (que não foi consumido financeiramente) determinam este montante reaplicado, o Autofinanciamento.

Embora o Autofinanciamento seja a variável central da aplicação de recursos no permanente, compõe um elenco de origens e aplicações de recursos cujo saldo líquido representará exatamente a variação do CDG:

Aplicações de recursos permanentes

- Operações de investimentos
- Amortização de empréstimos de longo prazo
- **Acréscimo de Capital de Giro (CDG)**

Origens de recursos permanentes

- Integralização de capital
- Tomada de empréstimos a longo prazo
- **Autofinanciamento**

De particular realce na análise dinâmica é o acompanhamento da variação relativa das vendas, do NCG e do Autofinanciamento. Isto porque permite verificar a ocorrência do “efeito-tesoura”, dificuldade que surge à empresa quando suas vendas crescem a taxas muito elevadas. A NCG guarda relativa proporcionalidade com o volume de vendas, uma vez que as demandas de fundos passam a financiar (previsivelmente) estoques e contas a receber igualmente maiores. O Autofinanciamento, por sua vez, não cresce automaticamente na mesma proporção, já que reflete a distribuição do lucro, que *ceteris paribus* eleva-se junto com as vendas mas na proporção da diluição do custo fixo - que é inferior ao ritmo de aumento das vendas (ou seja, o aumento de vendas não garante aumento de margem de contribuição).

Assim, na ausência de modificações na política de distribuição de resultados (que ampliassem o grau de retenção de lucros) ou de elevação do comprometimento de fundos permanentes através do suprimento de mais CDG, a empresa tende a ter maiores necessidades de financiamento a curto prazo (aumento do NCG) que apenas podem ser supridas mediante captação de fundos onerosos pela tesouraria, Surge então, de maneira muitas vezes insuspeitada, o fenômeno da dificuldade de liquidez originada de um melhor desempenho de vendas (um aparente paradoxo denominado “efeito-tesoura”).

4 – Estudo de caso: TELEMIG 1995 a 1997

4.1 – Síntese dos indicadores financeiros

Os dados financeiros da empresa foram extraídos das demonstrações financeiras societárias publicadas pela mesma²³, das quais diretamente extraem-se os indicadores da

²³ No âmbito do Tribunal, dados constantes dos processos TC 375.246/1996-2; TC 375.197/1997-4; TC 375265/1998-8.

análise tradicional. Após as reclassificações das rubricas, na forma já exposta, obtemos os indicadores da análise dinâmica.

INDICADORES DA ANÁLISE TRADICIONAL

	1995	1996	1997
Liquidez Corrente	0,28	0,43	0,57
Liquidez Geral	0,21	0,26	0,41
Grau de Endividamento	0,34	0,36	0,34
Participação de Capital de Terceiros	0,52	0,56	0,51
Perfil do Endividamento	0,67	0,54	0,65
Imobilização do Patrimônio Líquido	1,41	1,42	1,3
Margem Bruta	0,51	0,59	0,63
Margem Operacional	0,23	0,33	0,33
Margem Líquida	0,12	0,24	0,2
Giro do Ativo Total	0,27	0,38	0,44
Rentabilidade sobre o Ativo Total	0,03	0,09	0,10
Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido	0,05	0,14	0,15

OBS: Todos os valores em números-índice

	1995	1996	1997
CCL	(358.578,00)	(312.036,00)	(304.554,00)

OBS: Todos os valores em R\$ 1,00

INDICADORES DA ANÁLISE DINÂMICA

	1995	1996	1997
Vendas	648.040,00	1.066.879,00	1.437.654,00
NCG	(112.196,00)	(60.092,00)	(90.950,00)
CDG	(358.578,00)	(312.036,00)	(304.554,00)
T	(277.382,00)	(251.944,00)	(213.604,00)
LBO (*)	238.892,00	456.845,00	633.675,00
Autofinanciamento	221.122,00	189.941,00	221.734,00
FCO	n/a (**)	404.741,00	664.533,00

OBS: Todos os valores em R\$ 1,00

(*) LBO antes das despesas financeiras

(**) Não é passível de obtenção senão com recurso aos demonstrativos de 1994, aqui não analisados

	1995	1996	1997
NCG/Vendas	- 17,31 %	- 5,63 %	-6,33 %
Autofinanciamento/Vendas	34,12 %	17,80 %	15,42 %

4.1 – Aplicação do modelo teórico para análise das contas da empresa

Do ponto de vista financeiro, a TELEMIG apresenta razoável evolução dos indicadores tradicionais. A liquidez elevou-se, o endividamento reduziu-se, as margens cresceram, a rentabilidade triplicou no período. O quadro tradicional confirma que a gestão dos resultados é boa, elevando-se a rentabilidade sobre o ativo de 3 % para 10 % e sobre o patrimônio líquido de 5 para 15 % (melhorando inclusive no período a já positiva alavancagem dos recursos de terceiros).

Porém a própria análise tradicional ressalta já um grave risco de liquidez: o CCL é negativo ao longo de todo o período (em proporção de cerca de 10 % do Ativo Total, em ligeira queda no período), e a liquidez corrente mantém-se entre 0,28 e 0,57. Um resultado aparentemente contraditório, uma vez que os resultados econômicos das operações (refletidos nas margens e na rentabilidade) foram satisfatórios.

O foco de atenção passa a ser a liquidez, abrindo-se o espaço por excelência da análise dinâmica ou funcional. Examinando seu quadro de indicadores, vemos que as operações geram caixa a curto prazo (a NCG é negativa, embora tenha-se reduzido ao longo do período). De uma NCG de 17,31 % das vendas (negativa) em 1995, desceu a 6,33 % (também negativa) em 1997. Portanto, o giro comercial é superavitário em termos de fundos de curto prazo (o que, aliás, é compatível com uma empresa dedicada à prestação de serviços de telefonia, majoritariamente interagindo com consumidores individuais sujeitos a uma forte regulação em tarifas e prazos).

O esforço de Autofinanciamento também é considerável. Apesar de uma queda em relação ao primeiro ano do exercício (que atingiu a espantosa cifra de 34,12 % das vendas), manteve-se positivo, variando em proporções similares às da NCG, o que permitiria em princípio arcar com eventuais variações da NCG que pudessem afetar a empresa.

Assim, do giro das operações não decorre dificuldade de liquidez da empresa, pois a NCG é, sempre, negativa; o Autofinanciamento mantém-se em níveis elevados (sendo em 1995 praticamente igual a todo o lucro operacional antes das despesas financeiras) denotando elevado esforço de reaplicação de lucros no negócio; o Fluxo de Caixa operacional gerado é elevado (e crescente); o Lucro Bruto Operacional é crescente e significativo.

Persiste, porém, o elevado CDG negativo: comparado com o Ativo Total, representa proporções de 16,46 %, 11,11 % e 9,28 % em cada um dos três anos. Em todos, é bastante superior ao autofinanciamento. Esse CDG financia um aumento médio anual de 14,46 % do Imobilizado líquido no período, aumento este que consome uma média de 60,55 % do Lucro Bruto Operacional (pré-despesas financeiras) e supera o Autofinanciamento (representando uma média de 155,36 % do volume de lucros retidos).

Portanto, vê-se a TELEMIG numa situação singular de sobre-investimento: utiliza recursos próprios de curto prazo para financiar aumentos vultosos no imobilizado. Embora os saldos de CDG e NCG levem alguém mais afoito a classificá-la no “tipo quatro” de Fleuriet, essa classificação não representaria a realidade econômica da empresa (que não pode ser equiparada à de um supermercado). Isto porque no exemplo clássico do supermercadista a NCG negativa (saldo líquido de caixa gerado em bases permanentes pelas operações) é empregado em aplicações financeiras, cujo retorno positivo é uma das fontes principais do lucro da empresa. A TELEMIG também gera caixa continuamente (na verdade, tem no mínimo o mesmo poder de mercado frente ao consumidor isolado e ao fornecedor de bens, sendo uma

empresa monopolista e de grande porte no período considerado), porém esse saldo não é utilizado como fonte de rendimento financeiro (as DRE's dos três exercícios trazem despesas financeiras líquidas), mas para financiar o permanente. E a mesma NCG negativa faz com que essa arriscada imobilização não acarrete gargalos de liquidez: se os clientes e fornecedores financiam o giro a curto prazo, reduzem-se as chances de ocorrerem insuficiências de caixa para solver os compromissos a curto prazo.

Do ponto de vista do risco, esta estratégia depende da manutenção das premissas da operação nos mercados em que atua a empresa: prazos curtos (no máximo um mês) de recebimento das faturas de serviços, baixos estoques de circulante necessários à operação, prazos maiores para o pagamento a fornecedores. Na situação em que se encontrava a empresa no período 1995-1997 (titular por concessão de um monopólio estatal), esse suposto de permanência era razoável, fundamentando a opção por riscos de liquidez maiores.

Por outro lado, o setor de telecomunicações viveu exatamente nesse período um abrupto processo de atualização tecnológica: montavam-se as redes de telefonia celular, estruturavam-se os *backbones* das redes de comunicação de dados de alta velocidade (embrião dos atuais serviços de ISDN) e iniciava-se a substituição massiva da infra-estrutura de cabeamento por fibras óticas (e a correspondente troca das estações de serviço analógicas por estações digitais).

Adicionalmente, o segmento tradicional de telefonia fixa exigia, através de fortes pressões de opinião pública, uma rápida expansão da planta instalada, cobrindo a demanda reprimida que se acumulava há mais de uma década. Esta demanda forçou igualmente a uma pesada imobilização pra aumento da base de acessos instalados.

Assim, a empresa utilizou-se de recursos líquidos de curto prazo gerados nas operações (cujo fluxo positivo poderia estimar ser razoavelmente estável, afastando um risco mais grave de estrangulamento de liquidez) para financiar um forte salto tecnológico e de escala, refletido em aumento considerável no valor do imobilizado. Assumiu um risco financeiro de curto prazo para enfrentar um risco de obsolescência (tanto maior quanto se avizinhava a possibilidade de abertura do mercado à competição de várias operadoras, como de fato veio a acontecer) que poderia afetar estrategicamente a sobrevivência no negócio fora do guarda-chuva do monopólio estatal.

Dois desdobramentos gerais podem ser evidenciados. Primeiro, do ponto de vista de avaliação da gestão dos dirigentes da empresa, a estratégia demonstrou-se ousada e – até onde se pôde ver *a posteriori* – bem sucedida, uma vez que não há, presentemente, constatação de inadequação tecnológica da planta e dos serviços da empresa, mesmo em ambiente de competição (o que pode levar à conclusão de que a empresa e sua gerência tiveram perspectivas mais largas que o próprio acionista controlador, que não cedeu fundos permanentes). A segunda é a de que o esforço de atualização e expansão do parque tecnológico da TELEMIG virá a maturar ao longo de vários anos, e elevou fortemente os fluxos de caixa previstos para os anos seguintes. Por isso, deverá ter sido levado em conta na avaliação do preço mínimo de venda no

processo de privatização, caso contrário estar-se-ia transferindo com subsídios recursos públicos incorporados em valiosos projetos de investimento ainda não-maturados a serem entregues aos agentes privados adquirentes da ex-estatal.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Fleuriet, Kehdy, Blanc, 1978 - Fleuriet, Michel; Kehdy, Ricardo; Blanc; Georges. A dinâmica financeira das empresas brasileiras. Belo Horizonte: Edições Fundação Dom Cabral, 1978.

Hendriksen & Van Breda, 1999 – Hendriksen, Eldon & Van Breda, Michael. Teoria da contabilidade. São Paulo: Atlas, 1999.

Hopp & Leite, 1989 – Hopp, João Carlos & Leite, Hélio de Paula. O mito da liquidez. in Revista de Administração de Empresas. São Paulo, 29(4), out/dez 1989. pp. 63-69.

Leite, 1993 – Leite, Hélio de Paula. Introdução à administração financeira. São Paulo: Atlas, 1993.

Leite & Sanvicente, 1990 – Leite, Hélio de Paula & Sanvicente, Antônio Zoratto. Valor patrimonial: usos, abusos e conteúdo informacional. in Revista de Administração de Empresas. São Paulo, 30(3), jul/set 1990. pp. 17-31.

Pereira Filho, 2000 – Pereira Filho, Antônio Dias. Análise das demonstrações financeiras: tradicional e funcional. Belo Horizonte: PUC/MG/PREPES, 2000.

Varian, 1994 – Varian, Hal. Microeconomia. Rio de Janeiro: Campus, 1994.