

ANÁLISE DA DEMONSTRAÇÃO DOS FLUXOS DE CAIXA (DFC) DAS EMPRESAS DE PAPEL E CELULOSE POR MEIO DE INDICADORES

RESUMO

O presente estudo aborda a importância da DFC para a organização, pois além de ser uma ferramenta para a análise e o planejamento financeiro, a DFC serve também como instrumento para avaliação da liquidez da organização, podendo ser utilizada por usuários externos, como bancos, credores, investidores, entre outros, que possuam a necessidade de conhecer a capacidade e garantia de pagamento das dívidas nas datas de vencimento. A DFC no Brasil não era um demonstrativo obrigatório, até a Lei nº 11.638 de 27 de dezembro de 2007, instituir sua obrigatoriedade para as sociedades de grande porte em substituição à Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos (DOAR). Apesar de não ser obrigatória, muitas empresas publicavam a DFC como uma demonstração acessória, principalmente aquelas que possuem ações nas bolsas de valores, a fim de fornecer melhores informações aos usuários externos. O objetivo geral do estudo está em analisar as DFC, das empresas do ramo de atividade de papel e celulose, por meio de indicadores. Para isso, o estudo quanto aos objetivos é uma pesquisa descritiva, quanto aos procedimentos é pesquisa documental e quanto à abordagem é qualitativa.

Palavras-chave: demonstração dos fluxos de caixa, índices, medidas de desempenho.

1. INTRODUÇÃO

A Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) é uma importante ferramenta para a análise e gestão financeira, pois permite que a empresa tenha controle sobre as entradas e saídas de dinheiro, ou seja, possibilita que importantes decisões sejam tomadas no momento exato em que se tornem necessárias. Além disso, a DFC também serve de instrumento para avaliação da liquidez da organização, podendo ser utilizada por usuários externos, como bancos, credores, investidores, entre outros, a fim de conhecer a capacidade e garantia de pagamento das dívidas nas datas de vencimento.

Apesar da utilização da DFC há algumas décadas, como forma de avaliação da capacidade financeira das empresas, estudos mais efetivos, visando à elaboração e o aperfeiçoamento de um modelo em condições de atender à necessidade de seus usuários, ocorreram somente a partir da década de 60.

É importante ressaltar que as primeiras publicações acerca da DFC, ocorreram nos Estados Unidos por meio do *International Accounting Standards Committee* (IASC), a partir de 1963, e em Londres por meio da *Financial Accounting Standards Board* (FASB), a partir de 1976.

A DFC no Brasil não era um demonstrativo obrigatório até a Lei nº 11.638, de 27 de dezembro de 2007, instituir sua obrigatoriedade para as sociedades de grande porte em substituição à Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos (DOAR). Apesar de não ser obrigatória, muitas empresas publicavam a DFC como uma demonstração acessória, principalmente aquelas que possuem ações nas bolsas de valores, a fim de fornecer melhores informações aos usuários externos.

O presente estudo teve por objetivo analisar, por meio de indicadores, as DFC das empresas do ramo de atividade de papel e celulose que publicam esse demonstrativo e estão classificadas no Nível 1 de Governança Corporativa no site da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), identificando as informações que podem ser geradas por este tipo de análise.

Este estudo tem como justificativa o fomento à discussão e a divulgação dos indicadores da DFC, pois este é um assunto ainda pouco discutido, principalmente pelo fato da DFC ter passado a ser obrigatória a partir de 01 de janeiro de 2008.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

No Brasil, a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, estabeleceu, no art. 176, as demonstrações contábeis obrigatórias que deveriam ser apresentadas pelas companhias, sendo elas: balanço patrimonial (BP); demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados (DLPA); demonstração do resultado do exercício (DRE); e demonstração das origens e aplicações de recursos (DOAR). No § 4º do mesmo artigo, foi ressaltado que as demonstrações contábeis obrigatórias seriam complementadas por notas explicativas e outros quadros analíticos ou demonstrações contábeis necessárias para o esclarecimento da situação patrimonial e dos resultados do exercício. Nota-se que a DFC não era obrigatória, mas encontrou amparo no § 4º do art. 176 da Lei 6.404/76, pois tal demonstração complementa as demais, auxiliando no esclarecimento da situação patrimonial da companhia, principalmente no aspecto financeiro do patrimônio, servindo de apoio ao processo decisório na gestão empresarial e proporcionando, por meio de suas informações, os dados necessários aos usuários mais interessados na capacidade de geração de caixa das empresas. As empresas que, normalmente, publicavam a DFC de forma espontânea no Brasil, como uma informação acessória, eram as que possuíam ações nas bolsas de valores.

De acordo com Braga e Marques (2001), vale ressaltar que a melhor referência no desenvolvimento de pesquisas e divulgação da DFC é os Estados Unidos, sendo que tal demonstração passou a ser exigida das empresas norte-americanas em 1987. Na seqüência, outros países também instituíram a obrigatoriedade da DFC, sendo eles: Canadá, Reino Unido e Irlanda do Norte, Austrália, Nova Zelândia e África do Sul.

A Lei nº 11.638, de 27 de dezembro de 2007, tornou obrigatória a elaboração e publicação da DFC, a partir de 01 de janeiro de 2008, sendo o demonstrativo regulamentado a nível nacional, conforme Quintana (2009) por meio do Pronunciamento Técnico CPC 03, aprovado pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis e pela Resolução nº 1.125, do Conselho Federal de Contabilidade, que aprovou a NBC T 3.8 – Demonstração dos Fluxos de Caixa.

2.1. NÍVEL 1 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BOVESPA

Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, implantados pela BOVESPA em dezembro de 2000, são segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o objetivo de estimular tanto o interesse dos investidores quanto a valorização das companhias. A premissa básica é que a adoção de boas práticas de governança corporativa, realizada pelas empresas, confere maior credibilidade ao mercado acionário, aumentando a confiança e a disposição dos investidores em adquirir ações. (BOVESPA, 2008)

A adesão das companhias ao Nível 1 é realizada por meio de um contrato, assinado pela BOVESPA, pela companhia, seus administradores, conselheiros fiscais e controladores. Neste contrato, as partes acordam em observar o Regulamento de Listagem do segmento específico, que consolida os requisitos que devem ser atendidos pelas Companhias. Portanto, as companhias listadas no Nível 1 se comprometem, principalmente, com as melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. (BOVESPA, 2008)

2.2. INDICADORES OBTIDOS POR MEIO DA DFC

Assim como as demais demonstrações financeiras, a DFC também pode ser analisada por meio de indicadores ou índices financeiros. De acordo com Braga e Marques (2001), as medidas de desempenho mais importantes estão dispostas em quatro categorias distintas, conforme é demonstrado no quadro 1.

1ª Categoria	Quocientes de cobertura de caixa	<p>Cobertura de juros com caixa = FCO* antes de juros e impostos / juros</p> <p>Cobertura de dívidas com caixa = (FCO – dividendo total) / exigível</p> <p>Cobertura de dividendos com caixa = FCO / dividendos totais</p>
2ª Categoria	Quocientes de qualidade do resultado	<p>Qualidade das vendas = caixa das vendas / vendas</p> <p>Qualidade do resultado = FCO / resultado operacional</p>
3ª Categoria	Quocientes de dispêndios de capital	<p>Aquisições de capital = (FCO – dividendo total) / caixa pago por investimentos de capital</p> <p>Investimento / financiamento = fluxo de caixa líquido para investimentos / fluxo de caixa líquido de financiamentos</p>
4ª Categoria	Retornos do fluxo de caixa	<p>Fluxo de caixa por ação = (FCO – dividendos preferenciais) / quantidade de ações ordinárias</p> <p>Retorno do caixa sobre os ativos = FCO antes de juros e impostos / ativos totais</p> <p>Retorno sobre passivo e patrimônio líquido = FCO / (patrimônio líquido + exigível a longo prazo)</p> <p>Retorno sobre o patrimônio líquido = FCO / patrimônio líquido</p>

* FCO – Fluxo de caixa operacional

Quadro 1 – Medidas de desempenho da DFC
Fonte: adaptado de Braga e Marques (2001)

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Quanto aos objetivos a pesquisa é considerada descritiva, pois o presente estudo identificou as empresas do ramo de atividade de papel e celulose que publicam a DFC no site da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) classificadas no Nível 1 de Governança Corporativa, calculou e interpretou os indicadores para os exercícios findos em 31 de dezembro de 2005, 2006 e 2007, comparando os indicadores obtidos entre as empresas, e descrevendo os resultados.

Quanto aos procedimentos é pesquisa documental, para Gil (2007) esta pesquisa vale-se de materiais que ainda não receberam uma análise intensa ou que podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa.

Quanto à abordagem do problema esta pesquisa classifica-se como qualitativa, de acordo com Rodrigues (2007), a pesquisa qualitativa analisa e interpreta dados relativos à natureza dos fenômenos.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Por meio dos dados obtidos no site da Bovespa, foram identificadas quatro empresas no setor de atuação de materiais básicos, subsetor madeira e papel, segmento papel e celulose, com Nível 1 de Governança Corporativa, sendo elas: Aracruz Celulose S.A., Klabin S.A., Suzano Papel e Celulose S.A. e Votorantim Celulose e Papel S.A. Em consequência desses dados foram calculados índices nas DFCs.

É importante ressaltar que entre os índices calculados para as quatro empresas, nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2005, 2006 e 2007, o único não realizado é o índice de cobertura de juros com caixa, pertencente à 1ª Categoria – Quocientes de cobertura de caixa, devido à dificuldade de padronização, relativa a informação complementar de valor total de juros pagos durante o ano, nas demonstrações divulgadas pelas empresas.

Índices		Ano	Empresas			
			Aracruz	klabin	Suzano	Votorantim
1ª Categoria – Quocientes de cobertura de caixa	Cobertura de dívidas com caixa	2007	0,24	0,14	0,16	0,38
		2006	0,22	0,27	0,14	0,43
		2005	0,15	0,60	0,17	0,23
	Cobertura de dividendos com caixa	2007	2,91	2,95	7,07	5,16
		2006	2,55	4,43	4,83	7,19
		2005	2,66	4,97	5,75	5,33
2ª Categoria – Quocientes de qualidade do resultado	Qualidade das vendas	2007	0,35	0,30	0,31	0,44
		2006	0,36	0,31	0,28	0,45
		2005	0,28	0,35	0,21	0,35
	Qualidade do resultado	2007	1,29	0,99	1,10	1,58
		2006	1,48	1,42	1,47	2,39
		2005	0,93	2,66	0,88	2,08
3ª Categoria – Quocientes de dispêndios de capital	Aquisições de capital	2007	0,74	0,31	0,69	0,98
		2006	1,17	0,84	0,31	2,12
		2005	0,87	2,06	0,53	1,37
	Investimento / Financiamento	2007	(1,58)	2,19	10,13	1,33
		2006	(0,78)	0,99	1,20	0,66
		2005	(2,17)	1,68	1,69	1,41
4ª Categoria – Retornos do fluxo de caixa	Fluxo de caixa por ação	2007	1,30	0,0009	0,003	0,007
		2006	1,35	0,0009	0,002	0,008
		2005	0,89	0,001	0,002	0,006
	Retorno do caixa sobre os ativos	2007	0,14	0,10	0,09	0,12
		2006	0,15	0,14	0,09	0,17
		2005	0,10	0,21	0,08	0,13
	Retorno sobre passivo e patrimônio líquido	2007	0,15	0,12	0,10	0,16
		2006	0,16	0,17	0,10	0,20
		2005	0,11	0,27	0,10	0,14
	Retorno sobre o patrimônio líquido	2007	0,37	0,21	0,18	0,47
		2006	0,36	0,34	0,17	0,49
		2005	0,24	0,75	0,21	0,29

Quadro 2 – Indicadores Calculados

Na primeira categoria, os quocientes de cobertura com caixa permitem a avaliação da liquidez do empreendimento. O índice de cobertura de dívidas com caixa revela a capacidade da empresa, no nível dos fluxos de caixa atuais, de quitar todo o exigível, com caixa. Neste caso, a Aracruz apresenta um aumento do índice nos últimos três anos, sendo mais considerado no ano de 2006; das empresas analisadas, a Klabin apresentou o índice mais alto no ano de 2005, mas é a empresa que no ano de 2007 apresenta o menor índice; a Suzano tem se mantido estável nos

três anos analisados; e a Votorantim apresentou a melhor evolução e desempenho neste indicador. O índice de cobertura de dividendos com caixa fornece evidência da capacidade de pagar dividendos preferenciais e ordinários atuais com base no fluxo de caixa operacional normal, ou seja, permite avaliar a capacidade da empresa em pagar os dividendos de acordo com o estatuto social. A Aracruz demonstra um acréscimo no índice no ano de 2007, mas das quatro empresas analisadas é a que apresenta o menor índice; a Klabin demonstra um decréscimo nos três anos analisados; a Suzano é a empresa que apresenta o maior aumento no índice, relativo tanto às outras três empresas analisadas quanto aos três anos analisados; a Votorantim demonstra um decréscimo no índice em relação ao ano de 2006.

Na segunda categoria, estão os quocientes de qualidade do resultado, sendo eles: o índice de qualidade das vendas e o índice de qualidade do resultado. O índice de qualidade das vendas mede a proporção das receitas de vendas convertidas em dinheiro no exercício pelos recebimentos e cobranças dos clientes. Nas empresas e nos períodos analisados, houve pouca variação deste índice, sendo a empresa Votorantim, nos anos de 2006 e 2007, a que apresenta a melhor proporção das receitas de vendas convertidas em dinheiro. O índice de qualidade de resultado fornece uma indicação da dispersão entre os fluxos de caixa e os lucros divulgados. Dentre as empresas analisadas, a Votorantim apresenta o melhor índice nos últimos dois anos, pois em 2006, para cada R\$ 1,00 de lucro operacional líquido o empreendimento gerou R\$ 2,39 em caixa operacional, e em 2007, para cada R\$ 1,00 de lucro operacional líquido o empreendimento gerou R\$ 1,58 em caixa operacional.

A terceira categoria envolve os quocientes de dispêndios de capital, sendo eles: o índice de aquisições de capital e o índice de investimento / financiamento. O índice de aquisições de capital demonstra a habilidade do negócio em atender suas necessidades por dispêndios líquidos de capital (aquisições menos alienações), sendo calculado como fluxos de caixa operacionais retidos divididos pelas aquisições líquidas de ativos produtivos (imobilizado). Neste caso, quanto maior for o índice, melhor é a situação financeira da empresa. Em 2005, a empresa que apresentou o melhor índice foi a Klabin; em 2006 e 2007, foi a Votorantim. O índice de investimento/financiamento compara os fluxos líquidos necessários para finalidades de investimento, com aqueles gerados de financiamentos. Para a empresa Aracruz, o índice não adicionou nenhuma informação, pois existiram saídas das atividades de financiamento ao invés de entradas; a Klabin e a Votorantim apresentaram um aumento do índice em 2007; a Suzano apresenta o melhor índice, relativo tanto às outras três empresas analisadas quanto aos três anos analisados, sendo de 10,13 em 2007, o que significa que os fluxos de caixa usados para investimentos foram mais de dez vezes superiores aos obtidos das atividades de financiamentos.

A quarta categoria abrange os retornos do fluxo de caixa em quatro índices: o fluxo de caixa por ação, o retorno do caixa sobre os ativos, o retorno sobre passivo e patrimônio líquido e o retorno sobre o patrimônio líquido. O índice fluxo de caixa por ação demonstra o fluxo de caixa operacional atribuível a cada ação ordinária. Das quatro empresas analisadas, a Aracruz apresenta o melhor índice nos três anos consecutivos. O índice retorno do caixa sobre os ativos equivale ao retorno sobre o investimento total. Entre as empresas analisadas, a Klabin apresentou o melhor índice no ano de 2005. Em 2007, a empresa que apresentou o melhor índice foi a Aracruz com 0,14, o que significa que a base total de investimento da empresa (ativo total) trouxe um retorno de 14% em disponibilidades. O índice retorno sobre passivo e patrimônio líquido evidencia o potencial de recuperação de caixa do negócio para os investidores, sejam eles credores ou acionistas. A Aracruz praticamente manteve o mesmo índice nos últimos dois anos; a Klabin foi a empresa com o melhor índice, relativo tanto às outras três empresas analisadas quanto aos três anos analisados, sendo de 0,27 em 2005; a Suzano manteve o mesmo índice nos três anos analisados; a Votorantim apresenta o melhor índice entre as empresas analisadas nos últimos dois anos, sendo de 0,20 em 2006 e 0,16 em 2007. E o índice retorno sobre o patrimônio líquido mede a taxa de recuperação de caixa dos investimentos realizados pelos acionistas. Neste caso, a Aracruz apresenta crescimento nos últimos três anos; a Klabin, apresentou o melhor índice, relativo tanto às outras três empresas analisadas quanto aos três anos analisados, sendo de 0,75 em 2005; a Suzano praticamente manteve o mesmo índice nos últimos dois anos; a Votorantim apresentou um crescimento significativo no ano de 2006 e é a empresa com o melhor índice nos últimos dois anos analisados.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo se propôs a abordar a importância da DFC para a organização, pois além de ser uma ferramenta para a análise e o planejamento financeiro, a DFC serve também como instrumento para avaliação da liquidez da organização, podendo ser utilizada por usuários externos, como bancos, credores, investidores, entre outros, que possuam a necessidade de conhecer a capacidade e garantia de pagamento das dívidas nas datas de vencimento.

O objetivo proposto foi analisar, por meio de indicadores, as DFC das empresas do ramo de atividade de papel e celulose que publicam esse demonstrativo e estão classificadas no Nível 1 de Governança Corporativa no site da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), identificando as informações que podem ser geradas por este tipo de análise. Concluindo que a empresa Votorantim teve melhor desempenho, no período pesquisado, em relação aos quocientes de cobertura de caixa e qualidade do resultado; enquanto a Suzano obteve melhores resultados na relação do fluxo de caixa com os dispêndios de capital, e que por fim, a empresa Aracruz atingiu melhor resultado no retorno gerado pelos fluxos de caixa.

A realização desse estudo demonstrou a possibilidade de discussão sobre esse assunto, uma vez que a DFC passou a ser um demonstrativo obrigatório, e que pode gerar informação importante para o processo de gestão.

6. REFERÊNCIAS

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO – BOVESPA. Governança Corporativa – Nível 1. Disponível em: http://www.bovespa.com.br/Empresas/NovoMercadoNiveis/cias_niveisdif_intro1.asp Acesso em: 31 ago. 2008.

BRAGA, Roberto; MARQUES, José Augusto Veiga da Costa. Avaliação da liquidez das empresas através da análise da demonstração de fluxos de caixa. **Revista Contabilidade & Finanças – FIECAFI – FEA – USP**, São Paulo, FIECAFI, v.14, nº 25, p. 6-23, janeiro/abril 2001.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2007.

MARION, José Carlos. **Análise das Demonstrações Contábeis: Contabilidade Empresarial**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2005.

QUINTANA, Alexandre Costa; MUNHOZ, Cristiane Gonçalves; AZEVEDO, Sandro Teixeira de. A Demonstração do Fluxo de Caixa: um comparativo histórico e conceitual. **Revista Brasileira de Contabilidade**. Brasília, nº 166, p. 69-81, jul/ago 2007.

QUINTANA, Alexandre Costa. Fluxo de caixa: demonstrações contábeis – de acordo com a lei 11.638. Curitiba: Juruá, 2009.

RODRIGUES, Rui Martinho. **Pesquisa acadêmica: como facilitar o processo de preparação de suas etapas**. São Paulo: Atlas, 2007.