

INFLUÊNCIA DOS CICLOS FINANCEIRO E OPERACIONAL NOS FLUXOS DE CAIXA DA EMPRESA SADIÁ S/A

Autor 1: Antônio Artur d Souza, Ph.D. – Universidade Federal de Minas Gerais

Autor 2: Terence Machado Boina – Universidade Federal de Minas Gerais

Autor 3: Ewerton Alex Avelar – Universidade Federal de Minas Gerais

RESUMO

O presente artigo apresenta os resultados de uma pesquisa que objetivou analisar se o ciclo financeiro (CF) e o ciclo operacional (CO) realmente influenciam os fluxos de caixa das empresas. Para tanto, realizou-se um estudo de caso com base na empresa Sadia, tendo em vista suas demonstrações financeiras (especificamente os balanços patrimoniais, e as demonstrações do resultado e dos fluxos de caixa). Uma série de outras informações pertinentes à empresa, divulgadas nos últimos 7 anos (2001 a 2007), presentes nos relatórios da administração e nas notas explicativas, também foram verificadas. Os dados secundários utilizados para a consecução da pesquisa foram coletados no sítio da empresa na internet, assim como no sítio da Bolsa de Valores de São Paulo. Verificou-se que o CF e o CO influenciam de maneira superficial os fluxos de caixa, principalmente, o caixa gerado ou consumido nas atividades operacionais da empresa. Constatou-se também que as atividades de investimento e financiamento no período analisado tiveram uma influência superior às atividades operacionais, para a determinação do saldo de caixa da empresa Sadia. Por fim, verificou-se a necessidade da análise de outros fatores qualitativos, internos e externos, que influenciaram relevantemente os fluxos de caixa da empresa.

Palavras-chave: Ciclo Financeiro; Ciclo Operacional; Fluxos de Caixa.

ABSTRACT

This paper presents the results of a research that aimed at verifying if both the financial cycle (FC) and the operational cycle (OC) influence the cash flows. A case study was carried out based on the company Sadia. The analysis was focused on the financial statements (specifically, the balance sheet, the income statement and the cash flow statement). Besides, the analysis also took into consideration information from both the annual reports and the notes to the financial statements. Data was collected for seven years (from 2001 to 2007) and the source was the web pages of both Sadia and São Paulo Stock Exchange (BOVESPA). It was verified that in the case of Sadia both the FC and the OC influence the cash flows, but only slightly. The strongest influence is made by the cash used for operational activities of the company. Furthermore, the influence by both the investment and the financing activities is stronger than the influence exerted by the operational activities. It was also verified that a better understanding of the working capital management requires the analysis of other qualitative factor, both internal and external, which may have significantly influenced Sadia's cash flows.

Keywords: Financial Cycle; Operational Cycle; Cash Flows.

1 INTRODUÇÃO

A existência das contas “caixa” e “equivalentes caixa” (contas bancárias e aplicações financeiras de curto prazo), doravante denominada apenas de “caixa”, está atrelada ao fato de as organizações necessitarem de recursos com alto grau de liquidez para realizar seus compromissos de curtíssimo prazo, como as contingências e as necessidades não-previstas (DAMODARAN, 2004). A falta de remuneração desse capital, por sua vez, pode afetar negativamente a empresa como um todo, visto que o montante “estocado” não está sendo remunerado, o que prejudica o resultado financeiro da empresa (MATSUMOTO; LIMA, 2006).

Assim, para maximizar os resultados, a empresa deve buscar a melhor remuneração possível para todos os seus ativos. No caso do caixa, foco deste trabalho, emerge a necessidade de os profissionais, principalmente os da área de administração, se dedicarem para a remuneração desse ativo, muitas vezes esquecida pelos gestores das organizações. Silva (2002, p. 38) afirma que o caixa “precisa de acompanhamento permanente, pois está continuamente sofrendo o impacto das diversas mudanças enfrentadas pela empresa, decorrente de forças advindas dos ambientes interno e externo”.

Pode-se dizer que a administração de caixa nas empresas tem como objetivo principal otimizar a utilização dos recursos financeiros, humanos e materiais ao integrar todas as atividades da empresa (ROGERS et al., 2005). O caixa é reflexo das políticas de investimentos e financiamentos, além das atividades operacionais, tais como vendas, créditos, compras, estoques, dentre outras; sendo que o saldo do caixa torna-se influenciado principalmente pelas decisões tomadas nessas áreas (ROSS et al., 2002). Nesse sentido, a gestão do caixa deve primar pela sincronização das entradas e saídas, para que a empresa não se torne insolvente ou não mantenha excesso de liquidez (BRIGHAM; HOUSTON, 1999).

A necessidade de tomada de decisões financeiras de curto prazo é indicada pela defasagem entre as entradas e saídas de caixa. Essa defasagem está estreitamente relacionada às extensões do ciclo operacional (CO) e de caixa/financeiro (CF) das empresas (SILVA, 2005). Tal defasagem pode ser coberta por empréstimos ou pela manutenção de uma reserva de liquidez com títulos negociáveis. Assim como, também pode ser reduzida com a mudança dos períodos de permanência em estoque, contas a receber e pagamentos e, como consequência, o CF e o CO das empresas.

Nesse contexto, apresenta-se o problema da pesquisa cujos resultados são destacados neste trabalho: O CF e o CO realmente influenciam os fluxos de caixa das empresas? Para responder essa pergunta, realizou-se um estudo de caso com base na empresa Sadia, tendo em vista suas demonstrações financeiras e demais resultados apresentados pela empresa nos últimos 7 anos (2001 a 2007). Este trabalho apresenta os resultados de uma pesquisa que teve como objetivo averiguar se o CF e o CO influenciam os fluxos de caixa da empresa Sadia.

Este trabalho está dividido em 6 seções, contando com esta introdução. Nas seções 2 e 3, a partir de uma revisão da literatura, discorre-se sobre a administração de caixa e os ciclos financeiro e operacional. A metodologia empregada na pesquisa é explicitada na seção 4. Na seção 5, descrevem-se os resultados da pesquisa. Por fim, na seção 6, apresentam-se as conclusões.

2 ADMINISTRAÇÃO DE CAIXA

Conforme Rogers et al. (2005), o termo “caixa” refere-se aos ativos de liquidez imediata, definido como depósitos à vista mais moeda, ou seja, essencialmente os recursos monetários armazenados pela empresa e os saldos mantidos em contas correntes bancárias de disponibilidade imediata. Ainda segundo esses autores, o saldo mínimo de caixa em uma empresa torna-se essencial para manter ou satisfazer fatores com alto custo, inflação, incerteza do fluxo de caixa, pagar compras rotineiras e impostos, dentre outras necessidades. Porém, o mínimo de caixa necessário para uma empresa dependerá da política adotada por seus gestores, por seu porte, além de outras características peculiares. Assim, não há um valor universal de caixa determinado a todas as empresas.

Assaf Neto e Silva (2002) também ressaltam que o mínimo de caixa exigido dependerá de uma série de fatores, dentre eles: (a) falta de sincronização entre os pagamentos e os recebimentos de caixa; (b) grande possibilidade de ocorrência de eventos não previstos no planejamento da empresa, que representem desembolsos de caixa; (c) política de crédito da empresa; (d) existência de um modelo de administração de caixa claramente definido e ajustado às operações da empresa; e (e) regularidade nos recebimentos da empresa.

Esses vários fatores, que motivam a existência de um caixa mínimo, podem ser sintetizados em três razões principais para as empresas manterem caixa, conforme inicialmente teorizado por Keynes (1936). As empresas mantêm caixa pelo motivo-transação, ou seja, mantêm dinheiro necessário para efetuar as operações de negócios normais da empresa, além de um saldo médio mantido em bancos, para compensar a provisão de empréstimos. Outra razão é o motivo-precaução, ou seja, dinheiro mantido em reserva para flutuações aleatórias e imprevistas, nos recebimentos e pagamentos de caixa. Por fim, as empresas podem manter caixa pelo motivo-especulação, com o intuito de aproveitar as vantagens quando do surgimento de negócios satisfatórios.

Nesse sentido, o objetivo básico da gestão de caixa geralmente está pautado em fazer com que o investimento nesse ativo seja tão baixo quanto possível. Entretanto, ele deve satisfazer as necessidades básicas da empresa, para que possa saldar seus compromissos programados e, na medida do possível, manter uma reserva de segurança, a fim de arcar com imprevistos (DAMODARAN, 2004).

Pode-se dizer que as operações da empresa são um dos aspectos que influenciam a gestão do caixa de uma entidade, conforme demonstrado na Figura 1. Além das operações, as atividades de investimento e financiamento também influenciam na gestão de caixa das empresas, por exemplo, com a venda e a aquisição de ativos permanentes e com a emissão e, geralmente, com o resgate de obrigações e ações, respectivamente (STICKNEY; WEIL, 2001). Todavia, Iudícibus (2006) ressalta que as atividades operacionais das empresas usualmente são as mais importantes para a gestão do caixa.

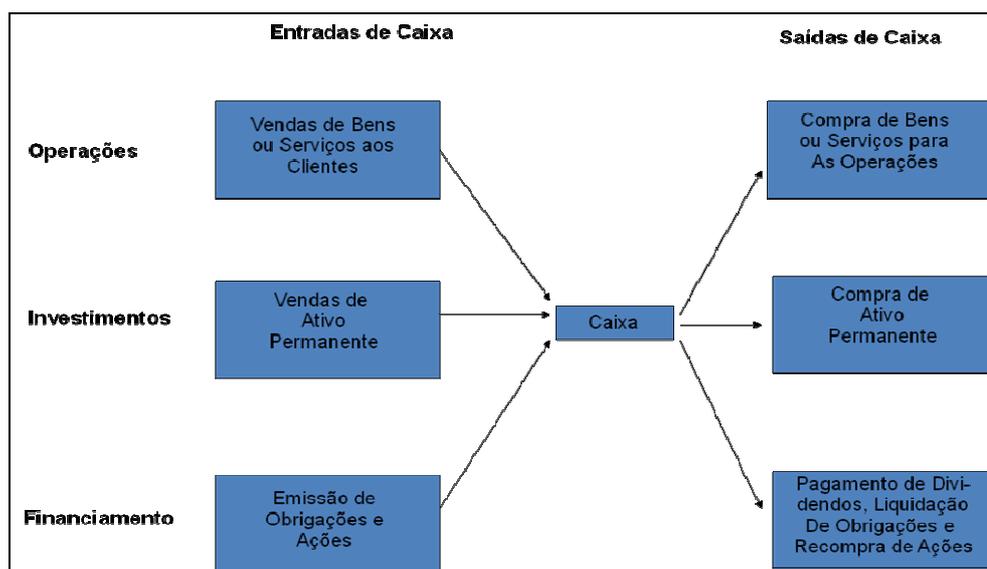


Figura1: Aspectos relacionados à gestão do caixa
 Fonte: Adaptado de Gitman (2002)

Nesse contexto, destaca-se que as finanças de curto prazo preocupam-se principalmente com as atividades operacionais da empresa realizada em um estreito intervalo de tempo (BRIGHAM; HOUSTON, 1999). Com base no Quadro 1, pode-se inferir que diversas são as decisões de curto prazo a serem tomadas, de acordo com o evento apresentado aos gestores das empresas.

EVENTOS	DECISÕES
Compra de matéria prima	Quanto encomendar
Pagamento de compras	Tomar emprestado ou reduzir o saldo de caixa
Fabricação de produto	Que tecnologia de produção deve ser utilizada
Venda de produto	Vender à vista ou a prazo
Receber o pagamento	Como cobrar dos clientes

Quadro1: Eventos e Decisões
 Fonte: Adaptado de Brigham e Houston (1999)

Percebe-se que os eventos e as decisões criam padrões de entradas e saídas de caixa, que são concomitantemente não sincronizados e incertos. Não são sincronizados porque o pagamento de compras de matérias-primas não ocorre ao mesmo tempo do recebimento de dinheiro com a venda do produto. São incertos porque as vendas e os custos futuros não são conhecidos com certeza (DAMODARAN, 2004).

Dependendo da atividade desenvolvida pela organização, os fluxos de entrada e saída de caixa influenciam sua gestão de capital de giro. Assim, o conhecimento dos prazos que envolvem suas operações e que influenciam diretamente sua gestão de caixa é de suma importância para as empresas. O conhecimento detalhado do período de tempo entre as compras de insumos e os recebimentos das vendas torna-se fundamental para as empresas, isto é, informações relacionadas ao CF e ao CO.

3 CICLO OPERACIONAL E FINANCEIRO

Segundo Silva (2005), o estudo das operações de uma empresa, que envolve o cálculo do CO e do CF, e dos prazos médios de rotação de estoques (PMRE), recebimento das vendas (PMRV) e pagamentos das compras (PMPC), é extremamente importante, tendo em vista a aplicação de recursos em itens do ativo circulante, como estoques, duplicatas a receber e caixa. Por outro lado, o estudo das operações de uma empresa também possibilita averiguar a obtenção de recursos provenientes de seus fornecedores, de tributos e de encargos sociais.

Assim, as questões dos prazos normalmente têm enorme importância no endividamento, na rentabilidade e na liquidez de uma empresa. O estudo desses prazos também é um dos componentes determinantes da necessidade de capital de giro da empresa (SILVA, 2005).

O CO pode ser definido como a transição periódica de caixa para estoques, destes para duplicatas a receber e, em seguida, de volta para o caixa, sendo que tudo isso ocorre dentro do capital circulante das empresas (ROSS et al., 2002). O CF, por sua vez, pode ser conceituado como o período compreendido entre o pagamento das compras e o efetivo recebimento das vendas. Destaca-se que há CF positivo e negativo. O primeiro acontece quando o pagamento ao fornecedor ocorre antes do recebimento das vendas. Já o CF negativo ocorre de maneira oposta ao apresentado anteriormente, isto é, o recebimento pelas vendas ocorre antes do pagamento aos fornecedores, tal como acontece com a maioria dos supermercados. Na Figura 2, são ilustrados o CF positivo e o CO.



Figura 2: Ciclo operacional e ciclo financeiro positivos
Fonte: Adaptado de Ross et al. (2002)

O cálculo do PMRE, do PMPC e do PMRV possibilita determinar o CO e o CF das empresas (SILVA, 2002). O PMRE indica, em média, quantos dias os produtos ficam armazenados na empresa antes de serem vendidos. As principais limitações do cálculo do PMRE, na medida em que são utilizados os dados das Demonstrações Financeiras anuais, são: a sazonalidade e o método de avaliação dos estoques (tais como PEPS – primeiro a entrar, primeiro a sair; UEPS – último a entrar, primeiro a sair; e o custo médio ponderado). O PMRV, por seu turno, representa quantos dias, em média, a empresa demora a receber suas vendas. Por fim, o PMPC indica quantos dias, em média, a empresa retarda o pagamento de suas compras a seus fornecedores (SILVA, 2002). O cálculo do PMPC deve considerar a sazonalidade mercadológica do ambiente no qual se encontra a empresa e os métodos utilizados para se avaliarem os estoques, assim como o PMRE. O cálculo dos prazos supracitados é realizado tal como indicado no Quadro 2.

<i>Índice</i>	<i>Fórmula matemática</i>	<i>Unidade</i>
PMRE	$\frac{\text{Estoque Médio}}{\text{Receita Bruta de Vendas}} \times 360$	Dias

PMRV	$\frac{\text{Duplicatas a Receber}}{\text{Receita Bruta de Vendas}} \times 360$	Dias
PMPC	$\frac{\text{Duplicatas a Pagar}}{\text{Compras}} \times 360$	Dias

Quadro 2: Fórmulas matemáticas para cálculo de índice
Fonte: Elaborado pelos autores

A política de prazos adotada pelos gestores das empresas define a extensão do CF que, por sua vez, estabelece a necessidade de caixa (saldo médio) da organização. Adotando-se as mudanças nos prazos, de modo a contemplar as estratégias mencionadas, verificam-se possíveis benefícios financeiros por meio da redução da necessidade de caixa. A administração de caixa, destacada por cuidados dessa natureza, oferece significativas vantagens para o exercício das atividades, com reflexos positivos nos fluxos de caixa. O cálculo dos ciclos operacional e de caixa pode ser assim definido tal como no Quadro 3.

<i>Índice</i>	<i>Fórmula matemática</i>	<i>Unidade</i>
CO	$PMRE + PMRV$	Dias
CF	$PMRE - PMPC + PMRV$	Dias

Quadro 3: Fórmulas matemáticas dos índices CO e CF
Fonte: Elaborado pelos autores

Segundo Ross et al. (2002), diversas são as estratégias para se realizar com eficácia e eficiência a gestão do caixa de uma empresa, tais como: (a) retardar, tanto quanto possível, o pagamento das contas a pagar, sem prejudicar o conceito do crédito da instituição, ou seja, não significa realizar pagamentos com atraso, pois o interesse é buscar o maior prazo possível para o pagamento; (b) girar os estoques com maior rapidez, sem provocar problemas operacionais; e (c) antecipar, ao máximo, as contas a receber de clientes, com o objetivo de utilizar os recursos o mais cedo possível. Essas estratégias reduzem o CF, trazendo benefícios consideráveis relativos à necessidade de recursos disponíveis e à liquidez da instituição.

A diminuição do CF positivo pode influenciar positivamente o caixa em um determinado período, uma vez que os recebimentos ficarão próximos aos desembolsos de caixa. Por outro lado, o aumento do CF positivo pode influenciar negativamente o caixa em um determinado período (SILVA, 2005). O aumento do CO, por sua vez, pode influenciar negativamente o caixa em um determinado período, pois os custos de armazenagem, de produção e, até mesmo, de obsolescência, também tendem a aumentar e os PMRVs serão estendidos. Assim, a política de desconto de títulos é muito utilizada por empresas que possuem um extenso CO, visando angariar mais rapidamente os recursos necessários para sua gestão financeira (SILVA, 2002).

Um aspecto a ser ressaltado é o de que, embora o CF e o CO, de maneira geral, influenciem o caixa das empresas, eles não são as únicas variáveis a atuarem nesse sentido. Tal como constatam Yao et al. (2006), outras variáveis, nem sempre simples de serem estimadas em modelos matemáticos, podem apresentar uma substancial influência no caixa das empresas.

4 METODOLOGIA

Metodologicamente, essa pesquisa pode ser classificada como quantitativa, uma vez que se utilizaram técnicas estatísticas para analisar os dados (BAUER; GASKELL; ALLUN,

2002). Essa pesquisa também pode ser classificada como um estudo de caso uma vez, que, conforme Flick (2004) e Stake (2005), essa abordagem é útil nas pesquisas que têm por objetivo contextualizar e aprofundar o estudo de um tema, principalmente, em contextos organizacionais, tais como o abordado nesse estudo.

Para a consecução da pesquisa, foram utilizados dados secundários. Segundo Cooper e Schindler (2003), dados secundários são aqueles que têm pelo menos um nível de interpretação inserido entre o fato e o seu registro, tal como as demonstrações financeiras publicadas pelas empresas. Os dados secundários utilizados para a consecução da pesquisa foram as demonstrações financeiras da empresa Sadia, disponibilizadas em seu sítio na internet, assim como no sítio da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Ademais, utilizou-se uma série de dados provenientes dos relatórios da administração e de notas explicativas da referida empresa.

A fim de possibilitar a análise dos dados secundários de forma fidedigna, atualizaram-se os valores contidos nos balanços patrimoniais e nas demonstrações do resultado e dos fluxos de caixa originais da empresa. Essa atualização monetária, para maio de 2008, foi possível com a utilização de índices de atualização de ativos, elaborados pela Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas, Administrativas e Contábeis de Minas Gerais (IPEAD). A atualização monetária se faz necessária, uma vez que diversas análises comparativas entre os valores de cada um dos anos (entre os anos de 2001 e 2007) foram realizadas.

Destaca-se que a publicação da demonstração dos fluxos de caixa não era obrigatória para as companhias abertas, tais como a Sadia até o último ano estudado na pesquisa (2007). Dessa forma, as demonstrações dos fluxos de caixa foram retiradas de relatórios da administração da empresa, que as publicava em caráter complementar às outras demonstrações financeiras.

Ademais, foram pesquisados, em anais de congressos, sítios de busca de teses acadêmicas e portais de base de dados (EBSCO e periódicos da CAPES), trabalhos que versavam sobre o assunto estudado. Essa pesquisa bibliográfica visou analisar estudos semelhantes ao apresentado nesse trabalho, no sentido de “fortalecer” a fundamentação teórica desse trabalho e a análise de dados realizada.

5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

5.1 A Empresa Sadia

A Sadia S/A é uma empresa de capital aberto, que foi constituída em 7 de junho de 1944. Ela é a líder brasileira no fornecimento de produtos protéicos refrigerados e congelados, operando nos segmentos de alimentos industrializados, aves e suínos. No final dos anos 80 e início dos anos 90, a política de expansão da Sadia S/A deu lugar à racionalização das estruturas administrativas e de custo, que reduziu o número de companhias do Grupo Sadia por meio de fusões (SADIA, 2008).

Em dezembro de 1999, a Sadia S/A adquiriu o capital social do Grupo Rezende e de suas subsidiárias. Em 2004, a empresa começou a expansão da unidade de Uberlândia, a fim de melhorar as instalações da empresa do Brasil. Já em 2005, a fim de melhorar os níveis de governança corporativa e alinhar mais intimamente os interesses entre seus acionistas, a Sadia S/A concedeu direitos de igualdade de condições aos detentores de ações preferenciais sem direito a voto, atendendo às expectativas do mercado. Os investimentos de R\$ 70 milhões em 2006 foram destinados aos segmentos de aves, produtos industrializados, bovinos e expansão de algumas instalações (SADIA, 2008).

O grupo de empresas da Sadia exporta cerca de 1.000 produtos diferentes para aproximadamente 100 países. Atualmente, os itens incluem: cortes suínos congelados, resfriados, salgados e defumados; miúdos suínos e de frango congelados e resfriados, dentre outros. O grupo de empresas da Sadia tem 13 unidades industriais em 7 diferentes estados brasileiros e distribui sua linha de produtos, por meio de centros de distribuição e vendas localizados no Brasil, na América Latina, no Oriente Médio, na Ásia e na Europa.

5.2 Resultados da Sadia

As operações da empresa estão organizadas em quatro segmentos: produtos industrializados (produtos congelados, resfriados e margarinas), aves (frangos e perus), suínos e bovinos. O ano de 2002 caracterizou-se por demanda reprimida no ambiente doméstico e forte declínio dos preços internacionais nos mercados de frango e suínos. Mesmo assim, a Sadia comercializou mais de 1,3 milhão de toneladas, um volume 11,2% superior ao de 2001. A elevação generalizada dos custos das matérias-primas e das despesas atreladas ao dólar pressionou as margens da Sadia, que para manter os níveis de rentabilidade, buscou a otimização de seus recursos operacionais e financeiros.

Por sua vez, a Sadia encerrou o exercício de 2003 com aumento de 24,9% na receita bruta, em relação a 2002, chegando à marca de R\$ 5,9 bilhões. As vendas domésticas responderam por 54,6% do total de receitas e mesmo com a demanda em queda em 2003, o faturamento bruto registrou alta de 17,1% sobre 2002, apesar de os volumes vendidos no mercado interno terem caído 6,4%. Devido a pressões nos principais custos de produção, desde o segundo semestre de 2002, a empresa promoveu o realinhamento dos preços de suas principais linhas de produtos. As receitas provenientes das exportações aumentaram 35,7%, principalmente devido às vendas superiores para a Europa e mercados emergentes. A taxa de câmbio menos favorável às exportações foi compensada por preços internacionais em recuperação e a evolução do *mix* de produtos exportados.

Em 2005, a Sadia superou o bom desempenho de 2004 e registrou novos recordes de vendas físicas e de receita bruta. A receita operacional bruta, de R\$ 8,3 bilhões, evoluiu 13,8% em relação a 2004. O volume comercializado atingiu 1,8 milhões de toneladas, com crescimento de 14,2%. Esse resultado espelha o bom desempenho da empresa tanto nos negócios internacionais como no mercado interno – altas respectivas de 13,9% e 13,7% na receita –, mesmo em meio aos problemas gerados pela febre aftosa no Brasil, às preocupações com a gripe aviária na Europa e Ásia e a greve dos fiscais federais no 4º trimestre de 2004.

O desempenho dos negócios em 2007 reafirmou a trajetória de crescimento que a Sadia vem buscando ao longo dos anos. A recuperação do mercado global pelo consumo de aves, a abertura dos estados brasileiros para a exportação de carne suína para a Rússia, e o aumento da renda média do brasileiro foram fatores impulsionadores para a Sadia atingir um dos melhores resultados já obtidos.

O crescimento das vendas ao mercado externo sobre o total dos negócios está em linha com a estratégia da empresa de manter uma participação equilibrada entre os dois mercados. O volume comercializado de aves aumentou 10,3% e a receita do segmento cresceu 29,8% em comparação com o ano anterior. Este segmento respondeu por 47,2% do volume total comercializado pela Sadia em 2007, ante 48,5% em 2006, em linha com a expectativa da empresa de diminuição da participação deste segmento em relação ao total vendido, e por 38,2% do total da receita bruta, um aumento em relação aos 36,5% do ano anterior.

Esses números indicam um aumento da demanda externa, com a superação da crise gerada no setor pela gripe aviária, que provocou temor global quanto ao consumo desse tipo de proteína durante o ano de 2006. O segmento de carne suína registrou aumento de 24,7% em suas vendas físicas e 24,9% em receita bruta em comparação aos desempenhos de 2006,

período em que o embargo russo foi mais grave. O segmento de bovinos apresentou aumento de 8,6% em vendas físicas e 7,7% em receita bruta. No intuito de sintetizar as informações referentes ao volume de vendas e às receitas brutas da Sadia no período de 2001 a 2007, elaboraram-se as Tabelas 1 e 2.

Descrição / Ano	Volume de vendas (em toneladas)						
	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Mercado Interno	998.426	928.626	823.573	736.465	677.842	751.041	729.642
Industrializados	813.057	723.086	647.062	581.213	529.663	503.612	469.569
Aves	132.004	155.485	142.177	105.826	100.419	143.941	182.689
Suínos	43.767	41.022	34.334	49.426	47.760	103.488	77.384
Outros	9.598	9.033	-	-	-	-	-
Mercado Externo	1.148.302	887.489	1.006.047	855.303	668.044	584.524	471.758
Industrializados	110.975	76.47	91.593	84.059	39.936	25.313	25.717
Aves	880.790	762.479	808.636	692.192	524.419	472.034	396.026
Suínos	108.928	81.382	105.818	79.052	103.689	87.177	50.015
Outros	47.609	43.628	-	-	-	-	-
Consolidado	2.146.728	1.892.585	1.829.623	1.591.768	1.345.886	1.335.565	1.201.400
Industrializados	924.032	799.556	738.655	665.272	569.599	528.925	495.286
Aves	1.012.794	917.964	950.816	798.018	624.838	615.975	578.715
Suínos	152.695	122.404	140.152	128.478	151.449	190.665	127.399
Outros	57.207	52.661	-	-	-	-	-

Tabela 1: Volume de Vendas da Sadia de 2001 a 2007

Fonte: Adaptado do relatório da administração

Descrição / Ano	Receita bruta de vendas (em milhares de reais)						
	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Mercado Interno	5.319.918	4.482.377	4.251.675	3.732.013	3.195.807	800.362	2.497.861
Industrializados	4.149.810	3.513.522	3.289.118	2.946.386	2.523.699	1.931	1.661.905
Aves	559.427	492.348	512.082	415.409	356.031	374.658	399.676
Suínos	190.405	154.499	148.311	154.868	129.777	197.694	156.892
Outros	420.276	322.008	302.164	215.350	186.300	226.079	279.388
Mercado Externo	4.524.035	3.458.463	4.076.324	3.584.533	2.659.628	1.959.380	1.519.215
Industrializados	465.999	366.268	412.253	408.301	284.942	187.739	167.088
Aves	3.202.283	2.405.734	2.937.572	2.676.758	1.916.816	1.416.035	1.142.722
Suínos	472.388	376.232	592.435	429.826	443.030	315.157	190.253
Outros	383.365	310.229	134.064	69.648	14.840	40.449	19.152
Consolidado	9.843.953	7.940.840	8.327.999	7.316.546	5.855.435	2.759.742	4.017.076
Industrializados	4.615.809	3.879.790	3.701.371	3.354.687	2.808.641	189.670	1.828.993
Aves	3.761.710	2.898.082	3.449.654	3.092.167	2.272.847	1.790.693	1.542.398
Suínos	662.793	530.731	740.746	584.694	572.807	512.851	347.145
Outros	803.641	632.237	436.228	284.998	201.140	266.528	298.540

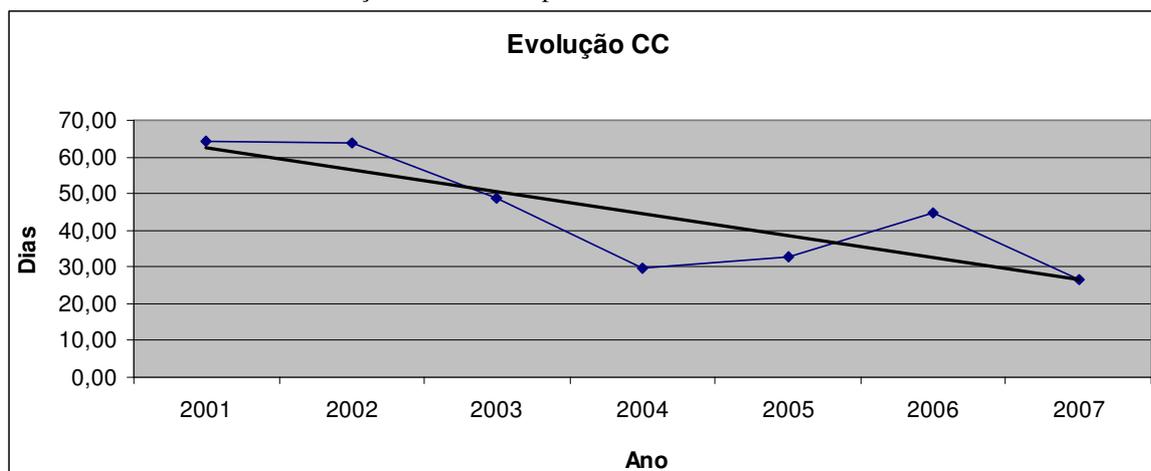
Tabela 2: Receita Bruta de Vendas da Sadia de 2001 a 2007

Fonte: Adaptado do relatório da administração

5.3 Ciclos Financeiro e Operacional da Sadia

Verifica-se, pelo Gráfico 1, que houve uma queda substancial do CF da Sadia no período analisado: aproximadamente 20 dias. Tal fato possivelmente deve ter influenciado positivamente o caixa da empresa, pelo menos no tocante às suas atividades operacionais. Isso ocorre, pois a diminuição do prazo entre o pagamento de suas obrigações e o recebimento de suas vendas teve uma tendência de diminuição e, assim, possivelmente a necessidade de empréstimos e o conseqüente pagamento de despesas financeiras tendem também a diminuir.

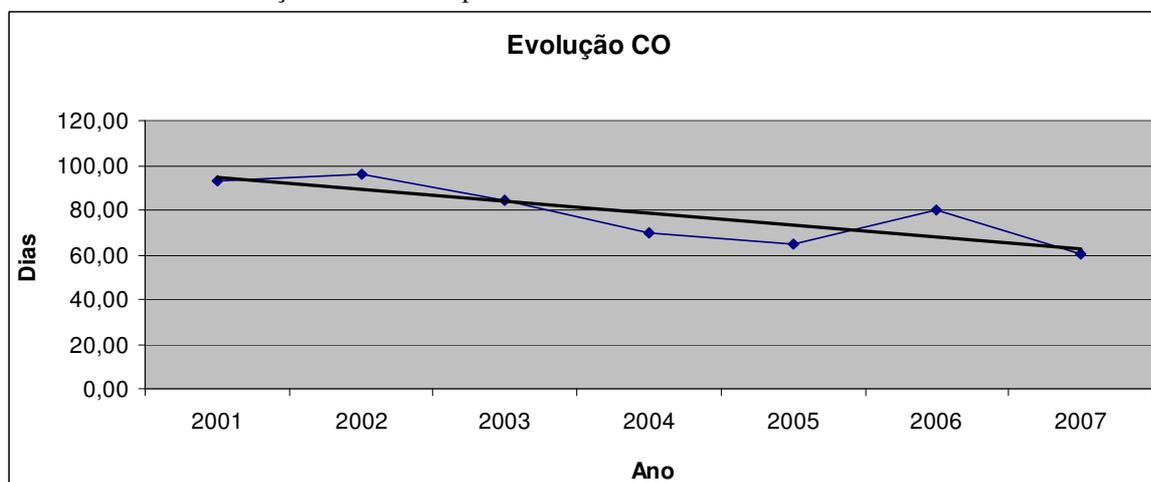
Gráfico 1: Evolução do CF da empresa Sadia S.A. entre os anos de 2001 e 2007



Fonte: Elaborado pelos autores

Assim como o CF, o CO da Sadia também apresentou uma tendência de queda, tendo em vista o período analisado. O fato principal que possibilitou essa queda acentuada no CO da Sadia foi a sensível diminuição do PMRV em cerca de 20 dias. Assim, pode-se dizer que os custos com armazenagem do estoque, os custos com cobrança e o risco de crédito para a empresa tendem a diminuir, *coeteris paribus*. Portanto, pelo menos o caixa gerado pelas atividades operacionais da Sadia seria influenciado positivamente em decorrência da diminuição do CO. O Gráfico 2 apresenta essa diminuição.

Gráfico 2: Evolução do CO da empresa Sadia S.A. entre os anos de 2001 e 2007



Fonte: Elaborado pelos autores

5.4 Discussão dos Resultados

Tendo em vista os resultados auferidos pela Sadia e seus CFs e COs, há condições de se realizar uma análise acerca da influência dos referidos ciclos nos fluxos de caixa da empresa no período de 2001 a 2007. A fim de permitir melhores considerações sobre essa influência, elaborou-se a Tabela 3, que contempla os fluxos de caixa líquidos da Sadia nos períodos supracitados.

Descrição/Ano	Valores em reais (R\$)						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Caixa líquido gerado nas atividades operacionais	544.284	464.060	1.063.651	711.972	810.422	288.345	1.188.479
Caixa líquido gerado nas atividades de investimentos	133.502	(1.167.645)	(784.845)	(693.210)	(1.370.308)	(1.274.639)	(1.164.689)
Caixa líquido gerado nas atividades de financiamentos	(644.177)	838.635	(168.210)	(106.632)	605.163	1.026.625	64.370
Caixa no início do exercício	36.899	70.507	205.556	316.151	228.280	273.558	313.889
Caixa no final do exercício	70.507	205.556	316.151	228.280	273.558	313.889	402.048
Acréscimo (decréscimo) líquido no caixa	33.608	135.049	110.595	(87.871)	45.277	40.331	88.160

Tabela 3: Fluxos de Caixa da Sadia de 2001 a 2007

Fonte: Adaptado do relatório da administração

Pela Tabela 3, é possível observar que o acréscimo (decréscimo) líquido de caixa da Sadia teve uma variação muito acentuada. Tal fato pode ser explicado em virtude das grandes variações de caixa líquido gerado (consumido) em cada uma das atividades da empresa (operacional, investimento e financiamento).

As atividades de investimento da empresa consumiram ao longo do período analisado uma quantidade de recursos substancial. A aquisição de ativos imobilizados e participações em outras empresas do grupo são os principais responsáveis por esse consumo. As atividades de financiamento da Sadia, por sua vez, consumiram mais recursos do que geraram em três anos (2001, 2003 e 2004). Os pagamentos de empréstimos foram os principais responsáveis por isso. Por outro lado, nos demais anos, a referida atividade gerou um caixa substancial. Fato este que possibilitou, sobretudo, o acréscimo líquido de caixa nos anos de 2002, 2005, 2006 e 2007.

Também é possível inferir que durante os anos de 2001 a 2005, tanto o volume físico de vendas quanto as receitas brutas da Sadia cresceram consideravelmente. Todavia, o caixa gerado pelas atividades operacionais não cresceram de forma regular. Identificou-se que, em 2002, o custo das mercadorias vendidas aumentou cerca de R\$ 400.000,00 em relação a 2001. Ademais, o CO aumentou em alguns dias nesse mesmo período. Já os custos operacionais de 2004 aumentaram em relação a 2003, apesar de tanto o CF quanto o CO terem diminuído. Tais fatos podem ter contribuído para a diminuição do caixa gerado pelas atividades operacionais nos anos de 2002 e 2004 em relação ao ano anterior (2001 e 2003, respectivamente).

De 2005 para 2006, o principal responsável pela queda brusca de caixa gerado pelas atividades operacionais da Sadia foi a crise da gripe aviária. Observou-se que tanto o volume de vendas quanto a receita bruta de vendas no mercado externo diminuíram de 2005 para 2006. Tais fatos podem ter contribuído relevantemente para a diminuição de caixa das atividades operacionais. Por fim, de 2006 para 2007, percebeu-se que tanto o volume de vendas quanto as receitas brutas de vendas nos mercados interno e externo cresceram substancialmente, uma vez que atingiram os maiores patamares do período analisado.

A partir da análise dos resultados apresentados, é possível inferir que a diminuição do CF e do CO influenciaram, mesmo que de maneira superficial, principalmente o caixa gerado pelas atividades operacionais da Sadia no período analisado. Ressalta-se que o acréscimo (decréscimo) líquido de caixa da empresa estudada, tendo em vista o período analisado, é

consideravelmente afetado pelas atividades de investimento e financiamento. Apesar disso, o caixa gerado (consumido) pelas atividades operacionais tem uma relevância também muito acentuada para a definição do acréscimo (decréscimo) líquido de caixa da Sadia.

Também foi possível identificar que fatores internos e externos à empresa influenciam continuamente seus resultados apresentados, notadamente em seus fluxos de caixa. Diante disso, pode-se dizer que o CF e o CO são duas variáveis importantes para a gestão de caixa da empresa. Contudo, outros fatores devem ser levados em consideração pelos gestores para realizar uma gestão eficaz e eficiente dos recursos da empresa.

6 CONCLUSÕES

Com o estudo dos prazos médios e do CF e CO, é possível realizar previsões de entradas e saídas de caixa, tal como os orçamentos financeiros. Essas previsões são essenciais para a administração de capital de giro das empresas. Assim, a simulação dos referidos prazos e ciclos permite a análise de outros cenários financeiros na organização.

Com a realização de previsões de entradas e saídas de caixa, também é possível determinar a necessidade de caixa (saldo ótimo) da empresa, dependendo da política de compra e pagamento de suas obrigações e recebimento de suas vendas. O saldo ótimo de caixa também pode ser determinado com a adoção de modelos matemáticos, tais como os de Baumol (1952) e Miller e Orr (1966). Nesse sentido, estudos futuros poderiam abordar sobre o saldo ótimo de caixa da empresa Sadia.

Segundo Mortal (2006), o esforço desenvolvido pela gestão das empresas, no sentido de obter melhores condições de recebimento e pagamento de suas contas, bem como o planejamento e o controle de estoques, tem reflexos na política de administração de caixa. Ademais, a tecnologia utilizada nas empresas, na medida em que pode conduzir a uma maior ou menor eficiência na produção, também influencia relevantemente a gestão do caixa.

Diversas análises podem ser realizadas com base nos dados levantados durante a pesquisa. Baseando-se nos resultados de 2004, por exemplo, conclui-se que, em 2005, a política de preços e/ou o aumento do *market share* – notadamente na linha de produtos industrializados e no segmento de aves, principalmente no mercado externo – foi(ram) o(s) responsável(is) pelo aumento no resultado operacional e, conseqüentemente, pelo aumento de caixa gerado nas atividades operacionais, tal como demonstrado na DRE e na DFC da empresa Sadia. Assim, o CF e o CO não influenciaram relevantemente no saldo do caixa em 2005.

Por outro lado, o aumento no CO parece ter influenciado relevantemente o resultado operacional e, conseqüentemente, o caixa gerado nas atividades operacionais, pois ambos diminuíram em 2006. Apesar da diminuição do CF, o impacto gerado nas atividades operacionais da empresa Sadia não foi relevantemente positivo, uma vez que o caixa gerado nessas atividades foi o menor nos períodos analisados. Tal fato pode ser explicado em decorrência, principalmente, da diminuição do volume de vendas da empresa para o mercado externo em 2006, em relação ao ano de 2005. O saldo de caixa aumentou principalmente em virtude do aumento de empréstimos para pagar os investimentos realizados pela empresa.

Conclui-se que o objetivo da pesquisa foi alcançado e a pergunta de pesquisa foi respondida, uma vez que este trabalho demonstrou que o CF e o CO influenciam, mesmo que de maneira superficial, os fluxos de caixa e, principalmente, o caixa gerado ou consumido nas atividades operacionais da empresa Sadia. Apesar disso, pode-se dizer que outros fatores internos e externos à empresa, destacados neste trabalho, parecem ter uma relevância no saldo de caixa e mesmo no caixa gerado ou consumido nas atividades operacionais, maior do que os

referidos ciclos. Essa constatação ratifica os resultados apresentados por Yao et al. (2006). Constatou-se também que as atividades de investimento e financiamento no período analisado tiveram uma influência superior às atividades operacionais, para a determinação dos fluxos de caixa da empresa Sadia.

Este trabalho apresenta algumas limitações que devem ser evidenciadas. Dentre elas, o fato de ter se estudado os dados constantes nas Demonstrações Financeiras da empresa Sadia por somente sete anos pode limitar as conclusões. A generalização dos resultados em um raciocínio indutivo também é comprometida, na medida em que foi estudada somente uma empresa. Pesquisas futuras poderiam aumentar a amostra de estudo e o horizonte de tempo, a fim de corroborar ou não os resultados apresentados nesta pesquisa.

BIBLIOGRAFIA

ASSAF NETO, A. e SILVA, C. A T. *Administração do capital de giro*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

BAUER, M. W.; GASKELL, G.; ALLUN, C. A. Qualidade, quantidade e interesses do conhecimento. In: BAUER, M.W., GASKELL, G. (Orgs.) *Pesquisa qualitativa com texto, imagem e som: um manual prático*. Petrópolis, Vozes, 2002. p. 17-36, 2002.

BAUMOL, W. The transaction Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach. *Quarterly Journal of Economics*, v. 66, nov, 1952.

BOVESPA, 2008. Acessado em 08 de maio de 2008. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>

BRIGHAM, E. F.; HOUSTON, J. F. *Fundamentos da moderna administração financeira*. São Paulo: Campus, 1999.

COOPER; D. R.; SCHINDLER, P. S. *Métodos de pesquisa em administração*. 7 ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.

DAMODARAN, A. *Finanças Corporativas: teoria e prática*. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

FLICK, U. *Uma introdução à pesquisa qualitativa*. 2 ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

GITMAN, L. J. *Princípios de administração financeira*. São Paulo: Harbra, 2002.

IUDÍCIBUS, S. de. *Teoria da Contabilidade*. 8 ed. São Paulo: Atlas, 2006.

KEYNES, J. M. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Nova York: Harcourt, Brace, 1936.

MATSUMOTO, A. S.; LIMA, J. P. A. O saldo ótimo de caixa por meio dos modelos Baumol e de Miller-Orr. *Revista do Centro de Ciências Administrativas*, v. 12, n. 2, p. 243-252, dez. 2006.

MILLER, M.; ORR, D. A Model of the Demand for Money by firms. *Quarterly Journal of Economics*, v. 80, ago, 1966.

MORTAL, A. B. Compreender e controlar o Cash Flow nas pequenas e micro empresas *TOC*, v. 81, dez, p. 51-59, 2006.

ROGERS, P. et al. Retorno e Liquidez na Administração de Caixa: integração do Modelo de Miller-Orr com a Probabilidade de Exaustão dos Recursos Líquidos. *Anais...* In: XL Asamblea Consejo Latinoamericano de Escuelas de Administracion (CLADEA). Santiago do Chile, 2005.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. *Administração financeira*. São Paulo: Atlas, 2002.

SADIA, 2008. Acessado em: 08 de maio de 2008. Disponível em: <http://www.sadia.com.br/br/novahome/index.asp>.

SILVA, A. A. de. *Gestão Financeira: um estudo acerca da contribuição da Contabilidade na gestão do capital de giro das médias e grandes indústrias de confecções do Estado do Paraná*. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVA, J. P. *Análise Financeira das Empresas*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

STAKE, R. E. Qualitative case studies. In: DENZIN, N. K.; LINCOLN, Y. S. *The Sage Handbook of Qualitative Research*. 3. ed. California: Sage Publications Inc., 2005, p. 443-444.

STICKNEY, C. P; WEIL, R. L. *Contabilidade financeira: uma introdução aos conceitos, métodos e usos*. Sao Paulo: Atlas, 2001.

YAO, M. C et al. A fuzzy stochastic single-period model for cash management. *European Journal of Operational Research*, 170, p. 72–90, 2006.