

# IDENTIFICAÇÃO DAS FASES DO CICLO DE VIDA DE EMPRESAS ATRAVÉS DA ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES DOS FLUXOS DE CAIXA

*IDENTIFICATION OF THE PHASES OF THE LIFE CYCLE OF COMPANIES THROUGH THE ANALYSIS OF THE CASH FLOWS STATEMENTS*

**LUIZ CLAUDIO OTRANTO ALVES**

luizotranto@hotmail.com

**JOSÉ AUGUSTO VEIGA DA COSTA  
MARQUES**

joselaura@uol.com.br

## RESUMO

Este artigo tem como objetivo, através da análise do comportamento dos fluxos de caixa de empresas do setor de papel e celulose, revelar em que fase do ciclo de vida cada uma delas se encontra, bem como definir um perfil para as companhias abertas brasileiras do setor no período de 2000 a 2005. O estudo torna-se oportuno por ter sido realizado no momento em que tramita no Congresso Nacional o Projeto de Lei n. 3.741/2000 propondo estabelecer a Demonstração dos Fluxos de Caixa – DFC como obrigatória no Brasil para as sociedades por ações. Trata-se de uma pesquisa descritiva, cuja amostra, definida por acessibilidade, foi composta pelas seis maiores companhias abertas do setor que, mediante aderência crescente, disponibilizaram suas DFCs no site da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, no período de estudo. De acordo com a análise qualitativa dos resultados, a maioria das empresas – Aracruz Celulose S.A., Votorantim Celulose e Papel S.A., Ripasa S.A. Celulose e Papel e Klabin S.A. – encontra-se em fase de maturidade. A comparação quantitativa revelou que, em quatro dos seis anos observados, predominou o comportamento de maturidade, sendo quatro empresas em 2000, cinco em 2002, quatro em 2004 e três em 2005. Assumindo-se que a amostra analisada é considerada representativa da população, concluiu-se que o perfil das companhias abertas brasileiras do setor de papel e celulose, no período de 2000 a 2005, é de maturidade. A pesquisa pode ser estendida para outros setores, assim como por um período maior de tempo.

*Palavras-chave:* contabilidade, análise financeira, descritiva, ciclo de vida, perfil.

## ABSTRACT

This article analyzes the cash flow behaviors of Brazilian companies in the paper and cellulose industry in order to show at which life cycle phase they are and to define the profile of the Brazilian open companies of that industry between 2000 and 2005. This study is relevant because at the moment the Brazilian Congress is discussing Bill # 3.741, which proposes the establishment of the Cash Flow Statement as mandatory for open companies. This is a descriptive study that uses a sample based on the companies' accessibility and comprises the six largest companies in the industry. Through a process of increasing adherence, these companies made their Cash Flow Statements available on the site of the Securities and Exchange Commission in the period covered by the study. According to the qualitative analysis of the results, most companies – Aracruz Celulose S.A., Votorantim Celulose e Papel S.A., Ripasa S.A. Celulose e Papel e Klabin S.A. – are at a stage of maturity. The quantitative comparison showed that in four of the six years observed, the maturity behavior prevailed: in four companies in 2000, in five in 2002, in four in 2004 and in three in 2005. Assuming that the sample can be considered to be representative of the industry, the conclusion is that the profile of the Brazilian open companies of the paper and cellulose industry between 2000 and 2005 is a profile of maturity. The research could be extended to other industries and to a longer period of time.

*Key words:* accounting, financial analysis, descriptive analysis, life cycle, profile.

## INTRODUÇÃO

A Demonstração dos Fluxos de Caixa – DFC representa um dos principais instrumentos de avaliação da capacidade que uma organização possui de pagar suas dívidas. Uma outra qualidade dessa demonstração está em possibilitar a conciliação entre o regime de competência – presente no Balanço Patrimonial – BP e na Demonstração do Resultado do Exercício – DRE – e o regime de caixa. Stickney e Weil (2001) citam como exemplo o Boston Market, a Montgomery Ward e a United Press International, empresas que no início da década de 90 requereram falência, apesar de gerarem lucro contábil (regime de competência) na maior parte dos anos anteriores a esse momento.

Por isso, apesar de ainda ser uma informação facultativa perante a legislação brasileira, pode-se dizer que a DFC é tão importante quanto as obrigatórias. Conforme afirma Martins (1999), as demonstrações contábeis e o fluxo de caixa se interligam intimamente, mas não se excluem, pois ambos possuem seus próprios e específicos méritos.

Estudos recentes de Stickney e Weil (2001) e Marques (2004) mostram que a análise e interpretação da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) também é importante para a identificação da fase do ciclo de vida de uma empresa, bem como do perfil do setor econômico em que ela está inserida.

O Pronunciamento FAS 95 (FASB, 1987), *Statement of cash flows*, determina que as empresas que participam do mercado acionário dos EUA incluam uma demonstração dos fluxos de caixa como parte do conjunto das demonstrações contábeis.

O Pronunciamento IAS 7 (IASB, 1992) recomenda a preparação de uma DFC que informe o fluxo de caixa associado às atividades operacionais, de investimento e de financiamento.

No Brasil, uma proposta de alteração da Lei das Sociedades por Ações (Brasil, 1976; 2000) já prevê a obrigatoriedade dessa demonstração. Até o presente momento, o Ofício-Circular CVM/SNC/SEP 1/2005 (CVM, 2005a) e as Normas e Procedimentos de Contabilidade – NPC 20 (IBRACON, 1999) estabelecem definições, considerações sobre técnicas contábeis e modelos padronizados, além de incentivar sua divulgação como informação complementar.

Em 03/10/2005, a CVM emitiu a deliberação n. 488 (CVM, 2005b). Seu item 8 define um conjunto completo de demonstrações contábeis como sendo aquele que inclui os seguintes componentes: (1) balanço patrimonial; (2) demonstração do resultado; (3) demonstração das mutações do patrimônio líquido; (4) demonstração dos fluxos de caixa (ou, alternativamente, das origens e aplicações de recursos, enquanto requerida pela legislação societária – Lei n. 6.404/76); (5) demonstração do valor adicionado, se divulgada pela entidade; (6) notas explicativas, incluindo a descrição das práticas contábeis.

Sobre a polêmica da substituição da Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos – DOAR pela DFC, Braga e Marques (2001) afirmam ser a primeira reconhecidamente mais rica e completa em informações econômicas, porém a segunda, relativamente menos completa, de interpretação bem mais simples e objetiva.

Na iminência da obrigatoriedade das DFC's no Brasil, o objetivo geral desta pesquisa consiste em verificar e comparar aquelas publicadas pelas empresas do setor de papel e celulose, a fim de identificar em que fase do seu ciclo de vida se encontram, bem como a configuração do setor, no período de 2000 a 2005.

Como objetivos específicos pretende-se (1) relacionar as companhias abertas brasileiras do setor de papel e celulose que divulgaram a DFC no site da CVM, no período de 2000 a 2005; (2) verificar as variações no comportamento dos fluxos de caixa dessas empresas; e (3) avaliar o ciclo de vida das empresas, bem como o perfil do setor.

Não representa objetivo deste estudo avaliar empresas, mas sim focar a DFC como um dos instrumentos utilizados para tais avaliações.

## A DEMONSTRAÇÃO DOS FLUXOS DE CAIXA – DFC

A finalidade principal da DFC é explicar as diferentes razões da alteração do saldo de caixa entre dois balanços consecutivos. Depreende-se que o objetivo dela é ser uma demonstração dinâmica, representando um "fluxo", complementando as informações referentes à caixa e equivalentes apresentadas de maneira estática no Balanço Patrimonial, apenas por seus "saldos".

Quando utilizada com dados de outras demonstrações contábeis, a DFC, de acordo com o FAS 95 (FASB, 1987, p. 2), atende aos seus objetivos específicos, auxiliando os *stakeholders*:

*(a) avaliar a capacidade do negócio de gerar fluxos de caixa líquidos positivos; (b) avaliar a capacidade do empreendimento de cumprir suas obrigações, sua capacidade de pagar dividendos e suas necessidades de financiamento externo; (c) avaliar as razões para as diferenças entre o resultado líquido e os recebimentos e pagamentos de caixa associados; (d) avaliar os efeitos sobre a posição financeira do negócio de suas transações de financiamento e investimento de caixa e as que não afetam o caixa durante o período.*

Para atender o suprimento de informações aos *stakeholders*, a DFC deve seguir determinados padrões, estabelecidos pelo FAS 95, chamados nesse trabalho de objetivos acessórios, a saber:

- a) Apresentar-se de forma estruturada, em atividades operacionais, de investimentos e de financiamentos, como forma de classificação das razões de alteração no caixa e equivalentes;
- b) Listar como informações adicionais as transações que possam causar efeitos no caixa em momentos subsequentes, mas que não representam movimentação de caixa do período; ou seja, informações que alteram a posição financeira presente (estruturas de financiamento e investimento) e os fluxos de caixa futuros;
- c) Conciliar o lucro líquido com o fluxo de caixa operacional, uma vez que os pagamentos operacionais em determina-

do período normalmente não coincidem com as despesas informadas na demonstração do resultado.

Para se chegar ao conceito de caixa e equivalentes, Marques (2004) define caixa em sentido restrito, que equivale ao dinheiro em tesouraria, na sede da empresa, para custear despesas de pequeno vulto e pronto pagamento.

A denominação "caixa e seus equivalentes" ou "disponibilidades", segundo Marques (2004), representa o sentido amplo do conceito de caixa, utilizado na maior parte dos países, inclusive no Brasil.

Ludícibus *et al.* (2000, p. 352) contextualizam o que poderia ser considerado equivalente a caixa no Brasil, ao afirmarem que,

*no Brasil, as aplicações financeiras no mercado primário em títulos de renda fixa, públicos ou privados, por um prazo de até 90 dias contados da data da aquisição do título, poderiam ser enquadrados na categoria de equivalentes-caixa. São exemplos: caderneta de poupança, CDB/RDB prefixados, títulos públicos de alta liquidez etc. É importante destacar que os investimentos em equivalentes-caixa não têm caráter especulativo de obter lucros anormais com tais aplicações, mas apenas o de assegurar a estas sobras temporárias a remuneração correspondente ao preço do dinheiro no mercado.*

A NPC 20 trouxe uma série de definições, considerações de técnica contábil e exemplos. Informa, no seu último parágrafo, que, enquanto as disposições legais mantiverem a DOAR como obrigatória, a DFC deverá ser apresentada como informação complementar, ou seja, uma introdução à regulamentação da DFC no Brasil, pois até aquele momento não havia normas contábeis que discorressem a respeito da elaboração e divulgação desse relatório. A importância desse pioneirismo pode ser verificada pela consulta à base de dados da FIPECAFI, realizada por Salotti e Yamamoto (2004), que constataram o expressivo aumento de 48% das divulgações de 2001 em relação ao ano 2000. Quanto ao formato de divulgação, a NPC 20 difunde que "a 'Demonstração dos Fluxos de Caixa' refletirá as transações de caixa oriundas: (a) das atividades operacionais; (b) das atividades de investimentos; e (c) das atividades de financiamentos" (IBRACON, 1999, parágrafo 1º).

As atividades operacionais estão relacionadas à manutenção das operações da empresa e, segundo Marques (2004), são representadas, principalmente, pelos recebimentos de clientes e pelos pagamentos a fornecedores, espelhando no caixa quase que a totalidade dos resultados operacionais divulgados na demonstração do resultado do exercício (conceito de inclusão). Normalmente geram mais caixa do que utilizam.

As atividades de investimento são descritas por Marques (2004) como a segunda seção da DFC e envolvem transações que alteram a estrutura de investimento da empresa e que afetam o caixa, independentemente do prazo de realização como,

por exemplo, os resgates das aplicações e os pagamentos por compras de ativos de longo prazo. Normalmente provocam redução do nível de caixa.

Finalmente, afirma Marques (2004) que as atividades de financiamento estão vinculadas à estrutura de capital da empresa e envolvem as modificações no passivo exigível e no patrimônio líquido, que afetaram o caixa no período, excetuando-se as relacionadas às operações. Grande parte destas atividades diz respeito à captação de recursos, sua remuneração e amortização. Normalmente, num primeiro momento, elevam o caixa; contudo, no longo prazo, a restituição dos recursos emprestados pode provocar sua diminuição em fases de estabilidade. Nesse momento, espera-se que os financiamentos tenham sido capazes de proporcionar entradas de caixa operacionais superiores ao custo do capital tomado.

Uma vez que, até o momento da elaboração desta pesquisa, não havia nenhuma determinação quanto à obrigatoriedade formal de algum modelo de apresentação da DFC, esta poderá ser preparada usando-se tanto o método direto quanto o indireto. A mudança da forma de divulgação acontece apenas no fluxo de caixa das atividades operacionais.

O método direto, chamado por Marion (2003, p. 431) de "Fluxo de Caixa no Sentido Restrito" ou "verdadeiro fluxo de caixa", mostra todas as entradas e saídas de caixa que efetivamente provocaram a variação das disponibilidades do período. Argumenta que a sua elaboração é mais trabalhosa, pois exige controles específicos para a segregação das movimentações financeiras; porém, sua apresentação torna-se mais compreensível para os usuários externos, iniciando com os valores recebidos de clientes e pagos a fornecedores, permitindo a rápida geração de informações. A conciliação com a DRE ocorre numa seção à parte, denominada "Divulgações Adicionais".

O método indireto, chamado por Marion (2003, p. 431) de "Fluxo de Caixa no Sentido Amplo", mostra as entradas e saídas de caixa com menos detalhamento do que o método direto. Por sua semelhança de estrutura com a DOAR (possibilitando maior automação em sua elaboração) e por sua capacidade de evidenciar variações nos prazos de pagamentos e recebimentos, este método, até agora, tem sido o escolhido pela maioria das empresas (Ludícibus *et al.*, 2000). Porém, partindo do lucro líquido e baseando-se em diferenças de saldos e inclusão de itens que não afetaram as disponibilidades, entendem que sua apresentação acaba muitas vezes por confundir os usuários externos.

Considerando também que o FAS 95 e o IAS 7 encorajam a utilização do método direto na apresentação das DFC, Marques (2000) afirma que a preferência pelo método indireto conflita com o objetivo fundamental da contabilidade quanto à transmissão de informações úteis e relevantes a seus usuários para fins de tomada de decisão, o que prejudica a transparência da informação transmitida.

Como não existe um método padrão que deva ser seguido por todas as empresas brasileiras, a NPC 20 apresentou, em seus anexos 1 e 2, modelos de métodos direto e indireto. Ato contí-

nuo, o Ofício-Circular CVM/SNC/SEP 1/2005, no item 4.3, orientou que nada impede que a companhia aperfeiçoe o modelo proposto pela regulação, recomendando apenas o esclarecimento das modificações, para que não haja prejuízo de entendimento para o usuário/investidor.

O FAS 95 e o IAS 7 apresentam uma série de pontos de divergência, sendo um deles o tratamento dado aos juros e dividendos. A norma internacional, geralmente mais flexível, admite que os juros e dividendos pagos possam constar tanto nas atividades operacionais quanto nas de financiamento, da mesma forma que os juros e dividendos recebidos possam figurar como operacionais ou investimentos. Por outro lado, a norma norte-americana requer que os juros pagos e os juros e dividendos recebidos devem ser classificados como fluxo de caixa operacional e classifica os dividendos pagos como um fluxo de caixa de financiamentos.

No Brasil, a NPC 20 parece confusa quanto ao tratamento de juros e dividendos. Na tentativa de preencher esta lacuna, o Ofício-Circular CVM/SNC/SEP /2005 (CVM, 2005b, p. 2), após apresentar os pontos de divergência entre o FAS 95 e o IAS 7, sugere que:

*Uma forma de conciliação entre esses pronunciamentos poderia ser a demonstração de juros pagos e juros e dividendos recebidos, como item do fluxo de caixa operacional e os dividendos pagos como item do fluxo de caixa de financiamento, mantendo-se cada um desses itens demonstrado em separado.*

O referido Ofício-Circular também apresenta sinais latentes da proximidade da obrigatoriedade das DFCs, uma vez que já exige sua divulgação no Brasil pelas companhias que as publicam no exterior, além de expressar como situação de transição atual a recomendação da consistência na divulgação da DOAR e DFC.

Mello (2003) constatou que empresas brasileiras emissoras de *American Depositary Receipts* (ADRs) nos EUA não forneciam os mesmos demonstrativos aos investidores brasileiros e norte-americanos.

Preenchendo mais esta lacuna, o Ofício-Circular CVM/SNC/SEP 1/2005 determina que o fluxo de caixa em português deve manter a perfeita identidade com o fluxo de caixa divulgado em língua estrangeira segundo normas estrangeiras.

O colegiado da CVM, por meio da deliberação 488 (CVM, 2005a), faz pronunciamento explícito a respeito da necessidade de que as práticas contábeis brasileiras sejam convergentes com as práticas contábeis internacionais, seja em função do aumento da transparência e da segurança nas informações contábeis, seja por possibilitar, a um custo mais baixo, o acesso das empresas nacionais às fontes de financiamento externas. Tem-se, então, que o corolário é que a globalização tem tornado cada vez mais imperativa a harmonização da normatização contábil como um todo e não só com relação à divulgação da DFC.

## ANÁLISE DO COMPORTAMENTO DOS FLUXOS DE CAIXA

Antes de entrar na parte principal deste artigo, torna-se importante tecer comentários sobre a análise de quocientes, cujos indicadores mais importantes foram agrupados por Marques (2004) em quatro categorias distintas: (1) quocientes de cobertura de caixa (possibilitam a avaliação da liquidez do empreendimento); (2) quocientes de qualidade do resultado; (3) quocientes de dispêndio de capital; e retorno dos fluxos de caixa. São 11 índices que pretendem atender aos quatro objetivos específicos da DFC, mencionados no FAS 95. Pode-se constatar a importância do fluxo líquido de caixa gerado pelas operações (FCO) no contexto das demais entradas e saídas, pois o mesmo aparece relacionado a algum item específico em mais da metade desses índices.

Braga e Marques (2001, p. 7) afirmam que:

*Uma das relações mais atraentes da análise financeira da DFC consiste na taxa de recuperação (ou retorno) de caixa, a qual resulta da divisão entre o FCO e o ativo total, ativo operacional ou patrimônio líquido, a exemplo de sua análoga numa base de registro por regime de competência: a taxa de retorno contábil.*

Importante também registrar o trabalho de Pavani (*in* Matos, 2006) que define cinco estágios pelos quais passam as empresas, obtidos pelo confronto entre as receitas de vendas com o fluxo de caixa: (1) concepção/criação; (2) *start-up*; (3) estágio inicial; (4) crescimento/expansão; (5) maturidade. A autora afirma que as empresas demandam recursos desde sua criação até o estágio inicial, atingindo o equilíbrio operacional durante o estágio de crescimento. A maturidade é representada por uma receita de vendas estabilizada e um fluxo de caixa gerado suficiente para cobrir todos os prejuízos e investimentos realizados.

White *et al.* (1997), ao escreverem sobre análise das tendências dos fluxos de caixa, afirmam que as informações contidas nas DFCs podem ser usadas para: (1) examinar os itens de fluxo de caixa individuais quanto ao seu significado analítico; (2) avaliar as tendências dos diferentes componentes do fluxo de caixa ao longo do tempo e suas relações com os itens da demonstração de resultado divulgada; (3) considerar a inter-relação entre os componentes do fluxo de caixa ao longo do tempo.

Os mesmos autores (White *et al.*, 1997, p. 111) exemplificam o fluxo de caixa gerado pelas operações, relacionando uma série de informações que podem ser extraídas de suas variações ao longo do tempo: "Em geral, o FCO deve ser positivo e crescer ao longo do tempo porque ele proporciona recursos para o serviço da dívida, investimento em crescimento e recompensas para *shareholders*." Também ventilam a possibilidade de um crescimento acelerado tornar o fluxo de caixa gerado pelas operações negativo por um breve período de tempo, mas que isso não representará um problema, desde que a necessidade de capital de giro seja balanceada com o crescimento no resultado. Existem também as situações em que este fluxo pode refletir problemas operacionais (White *et al.*, 1997, p. 111):

[...] como política contábil de reconhecimento de direitos irreais ou inabilidade para realizar recebíveis. A comparação entre as tendências de direitos e obrigações com o modelo de coleta e de desembolsos de caixa deve revelar as causas do FCO mais baixo e sugere se a tendência é de reversão (traduzido pelos autores).

Ao concluírem o texto sobre análise de tendências, White *et al.* (1997) tratam da importância de se considerar a inter-relação dos componentes do fluxo de caixa ao longo do tempo e enunciam que, em companhias cíclicas, tal análise terá melhor qualidade mediante a manipulação de dados referentes a uma série histórica, e não apenas um ano isolado.

Com o intuito de explorar melhor essa inter-relação entre os componentes do fluxo de caixa, aproveita-se o exemplo apresentado por Stickney e Weil (2001), onde são demonstrados os comportamentos dos fluxos de caixa das três principais categorias de atividades das empresas. Para melhor compreensão, parte-se da equação básica do balanço patrimonial, desmembrando o ativo em caixa e outros ativos, e consideram-se as variações de seus componentes ao longo do exercício, obtendo-se a equação de alterações no saldo de caixa:

Equação 1 – Variação de caixa:

$$\Delta C = \Delta P + \Delta PL - \Delta AO$$

Em que:

$\Delta C$  = variação de caixa

$\Delta OA$  = variação de outros ativos (que não caixa)

$\Delta P$  = variação do passivo

$\Delta PL$  = variação do patrimônio líquido

A equação estabelece que o aumento (diminuição) no saldo caixa é igual ao aumento (diminuição) do passivo mais aumento (diminuição) do patrimônio líquido menos aumento (diminuição) de outros ativos. Ao buscar financiamento em uma instituição financeira, há aumento no caixa e no passivo. Ao emitir (resgatar) ações ordinárias, há aumento (diminuição) no caixa e no patrimônio líquido. Ao adquirir (alienar) bens de capital, há redução (aumento) no caixa e aumento (redução) em outros ativos. Assim, podem-se identificar as causas de alterações no saldo de caixa de maneira indireta, ao se analisar as mudanças ocorridas em outros itens que não são caixa.

As considerações a respeito dos comportamentos dos fluxos de caixa das atividades serão apresentadas através de quatro casos, a partir dos dados da Tabela 1:

**Tabela 1** – Comportamento dos fluxos de caixa.

Fluxos de Caixa	A	B	C	D
Operacional	\$ (3)	\$ 7	\$ 15	\$ 8
Investimento	(15)	(12)	(8)	(2)
Financiamento	18	5	(7)	(6)
Fluxo de caixa líquido	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0

Fonte: Stickney e Weil (2001, p. 198).

O caso A – fase introdutória – ilustra uma empresa nova e que apresenta rápido crescimento. Ela ainda não opera com lucro, e seu contas a receber e estoques crescem. O seu fluxo de caixa operacional, portanto, é negativo. Para garantir o seu rápido crescimento, ela precisa investir pesadamente em instalação de capacidade de produção, fazendo com que seu fluxo de caixa de investimentos também seja negativo. Durante esse estágio, a empresa precisa recorrer a fontes externas para cobrir a necessidade de caixa decorrente de suas atividades operacionais e de investimentos, justificando o fluxo de caixa de financiamento positivo.

O caso B – fase de crescimento – ilustra uma empresa mais madura que a do exemplo A, mas que ainda está crescendo. Uma vez que já está operando de forma lucrativa, o seu fluxo de caixa operacional é positivo. A sua taxa de crescimento não está mais tão acelerada quanto na fase introdutória, mas o fluxo operacional não é suficiente para sustentar sua estrutura de investimento, o que obriga a empresa a recorrer, ainda, a fontes externas de financiamento. Torna-se importante ressaltar que o aumento no volume das vendas também aumenta o volume de compras; uma vez que, como regra geral, as empresas pagam suas compras antes de receber suas vendas, é normal que as empresas ainda apresentem o fluxo de caixa operacional negativo nessa fase de crescimento.

O caso C – fase de maturidade – revela uma empresa madura e estável, cujo fluxo operacional de caixa é bastante saudável, superando, inclusive, suas necessidades de investimentos, agora associadas apenas à manutenção da capacidade produtiva. O caixa excedente é então utilizado para liquidar os empréstimos contraídos durante as fases anteriores e, até mesmo, pagar dividendos, justificando o fluxo de caixa de financiamento negativo.

O caso D – fase de declínio – mostra uma empresa em seu estágio inicial de declínio. O seu fluxo de caixa operacional começa a cair, mas ainda se mantém positivo, em função de menores necessidades de contas a receber e estoques. Seu nível de investimentos reduz-se, porque se encontra em um setor econômico em declínio; a diferença entre o fluxo operacional e o fluxo de investimentos é usada no resgate de financiamentos anteriores e em investimentos em novos produtos ou em outros setores.

A análise do ciclo de vida das empresas através da DFC exige o conhecimento das características econômicas do setor em que a empresa opera.

## ASPECTOS METODOLÓGICOS

Para a classificação da pesquisa, utiliza-se o critério de Gil (1996), o qual propõe que as investigações sejam classificadas com base em seus objetivos gerais e a partir dos procedimentos técnicos utilizados.

A partir de seus objetivos gerais, a pesquisa é descritiva, uma vez que expõe as características dos fluxos de caixa das companhias abertas do setor de papel e celulose.

De acordo com os procedimentos técnicos utilizados, a pesquisa é bibliográfica, documental e *ex-post-facto*, com delineamentos que se valem das chamadas "fontes de 'papel', e não de pessoas" (Gil, 1996, p. 48). A pesquisa bibliográfica é justificada pela importância do embasamento teórico do assunto tratado, bem como pela necessidade de se estar atualizado quanto aos recentes artigos científicos, dissertações e normatização pertinente à DFC.

A pesquisa documental é representada pela consulta às DFCs, disponibilizadas no *site* da CVM, e pela busca de informações em revistas especializadas sobre as características do setor de papel e celulose, bem como das empresas que o compõem.

O fato das DFCs analisadas serem referentes ao período de 2000 a 2005 (eventos já ocorridos e veiculados) justifica o enquadramento da pesquisa também como *ex-post-facto*.

As unidades de análise são todas as companhias abertas brasileiras do setor de papel e celulose, que em 2005 ocupava a terceira colocação entre os setores que possuíam as maiores empresas exportadoras S.A. (Campelo Jr., 2005). Campelo Jr. afirma que, naquele momento, o setor de papel e celulose era superado apenas pelo de aeronaves e de produtos de fumo.

O universo da pesquisa consiste no conjunto de companhias abertas do setor de papel e celulose, participantes do mercado brasileiro, no período de 2000 a 2005. Naquele período, as dezoito empresas relacionadas no Quadro 1 estiveram com cadastro ativo na CVM por, pelo menos, um ano.

A amostra é não probabilística, pois, conforme Lakatos e Marconi (1992, p. 108), "não fazendo uso de uma forma aleató-

**Quadro 1 – Companhias abertas do setor de papel e celulose e suas localizações.**

Empresa	UF
Aracruz Celulose S.A.	ES
IKPC Indústria Klabin Papel e Celulose S.A.	SP
Cia. Santista de Papel	SP
Votorantim Celulose e Papel S.A.	SP
Pisa-Papel de Imprensa S.A.	PR
Indústria de Papéis Santo Amaro S.A.	BA
Ripasa S.A. Celulose e Papel	SP
Companhia Melhoramentos de São Paulo	SP
Bacraft S.A. Indústria de Papel	BA
Klabin S.A.	SP
Jari Celulose S.A.	PA
Santher Fábrica de Papel Santa Therezinha S.A.	SP
Bahia Sul Celulose S.A.	BA
Melpaper S.A.	SP
Iguaçu Celulose e Papel S.A.	PR
Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A.	BA
Celulose Irani S.A.	RS
Companhia Suzano de Papel e Celulose	SP

Fonte: CVM (2006).

ria de seleção, não pode ser objeto de certos tipos de tratamento estatístico, o que diminui a possibilidade de inferir para o todo os resultados obtidos para a amostra".

Vergara (2003) explica que a amostra não probabilística pode ser selecionada por acessibilidade e por tipicidade. A mesma autora (Vergara, 2003, p. 50) define a seleção por acessibilidade como aquela que, "longe de qualquer procedimento estatístico, seleciona elementos pela facilidade de acesso a eles".

A amostra foi definida por acessibilidade, pois foram selecionadas, entre as companhias abertas, aquelas que publicaram suas DFCs no *site* da CVM, referentes a todos ou alguns exercícios, no período de 2000 a 2005; ou seja, é composta pela totalidade das informações disponibilizadas para o público em geral.

Das dezoito empresas, que correspondem ao universo estudado, constatou-se que sete delas divulgaram voluntariamente suas DFCs. Com isso, 39% das empresas, listadas no Quadro 2, correspondem à amostra estudada.

**Quadro 2 – Empresas da amostra e suas localizações.**

Empresa	UF
Aracruz Celulose S.A.	ES
Votorantim Celulose e Papel S.A.	SP
Ripasa S.A. Celulose e Papel	SP
Klabin S.A.	SP
Bahia Sul Celulose S.A.	BA
Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A.	BA
Companhia Suzano de Papel e Celulose	SP

Fonte: CVM (2006).

Todas as demonstrações foram auditadas e consideradas adequadamente apresentadas em todos os seus aspectos relevantes, em relação às demonstrações contábeis tomadas em conjunto.

Os dados utilizados foram extraídos da base de dados da CVM e estruturados de maneira organizada, por empresa, possibilitando a análise do comportamento dos seus fluxos de caixa, através de quadros e gráficos originados de planilhas *excel*, no período em que divulgaram as DFCs. A comparação é qualitativa e possibilita definir a fase do ciclo de vida em que cada empresa se encontrava no período de 2000 a 2005.

Os mesmos dados também serão dispostos por ano, permitindo verificar qual tipo de comportamento aparece com mais frequência. Neste caso, a comparação é quantitativa, definindo-se o perfil do setor de papel e celulose a cada ano.

Analisando-se as informações apresentadas por Campelo Jr. (2005), constatou-se que a amostra selecionada é composta pelas maiores companhias do setor de celulose e papel, respondendo por 92% do ativo total e por 89% da receita operacional líquida das sociedades por ações de capital aberto deste segmento, classificadas entre as 500 maiores S.A. em 2004. Neste caso, pode-se afirmar que a amostra é representativa, em termos econômicos, do universo estudado.

A limitação diz respeito ao fato da pesquisa trabalhar apenas com companhias abertas, sem incluir as fechadas e limita-

das, que devem ser em número muito maior; por isso, os resultados não podem ser generalizados para todo o setor. Além disso, outra limitação reside no aspecto de que cada vez mais empresas divulgam a DFC, e o estudo está restrito àquele período de tempo.

## APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Este tópico está dividido em duas seções. A primeira, denominada "Definindo a fase do ciclo de vida de cada empresa", apresenta cada uma delas, seguida de um quadro com os principais dados extraídos das DFCs, incluindo os valores dos fluxos de caixa das atividades operacionais, de investimento e de financiamento, com base nos valores originais dos relatórios enviados à CVM. Seguindo-se a cada quadro, foram construídos gráficos para a análise do comportamento dos fluxos de caixa, possibilitando determinar em qual fase do ciclo de vida cada empresa se encontrava.

Na segunda seção, denominada "Definindo um perfil para o setor", foram construídos quadros que demonstram, a cada ano, qual fase do ciclo de vida teve maior ocorrência, possibilitando determinar qual o perfil do setor.

Torna-se importante aqui relatar as reorganizações societárias ocorridas em 2004, que envolveram três empresas da amostra. A Bahia Sul Celulose S.A. incorporou a sua controladora (incorporação reversa), Companhia Suzano de Papel e Celulose, que foi extinta e teve seu registro cancelado na CVM em 30 de junho de 2004. A partir desse mesmo ano, a incorporadora passou à denominação de Suzano Bahia Sul Celulose e Papel S.A. Considerando-se que o método utilizado baseia-se apenas em demonstrações consolidadas, no que tange aos dados da nova empresa, até o exercício de 2003 utilizaram-se os valores da companhia extinta (controladora incorporada).

A Bahia Sul Celulose S.A. (controlada incorporadora) tornou-se objeto de estudo até o momento da incorporação. A razão desse procedimento alicerça-se no seguinte:

- As demonstrações contábeis consolidadas objetivam refletir a situação econômico-financeira de uma entidade econômica que englobe duas empresas ou mais, desconsiderando a limitação própria da personalidade jurídica;
- Na incorporação procedida, o que resulta, para fins de demonstrações contábeis, é, em essência, o mesmo que se verificaria na incorporação da Bahia Sul pela Suzano (controladora incorpora controlada), ou seja, apresentam-se os mesmos ativos e passivos, o mesmo patrimônio líquido, os mesmos acionistas e respectivas proporções de participação no capital, desconsiderando-se quaisquer efeitos fiscais.

Resumindo, os dados coletados referentes às três empresas foram aglutinados, considerando-se apenas duas empresas para análise:

- Suzano Bahia Sul Celulose e Papel S.A. (2002 até 2005) – com valores referentes aos anos de 2002 e 2003 pertencentes à extinta Companhia Suzano de Papel e Celulose; e
- Bahia Sul Celulose S.A. (2000 até 2003) – com seus valores originais.

## DEFININDO A FASE DO CICLO DE VIDA DE CADA EMPRESA

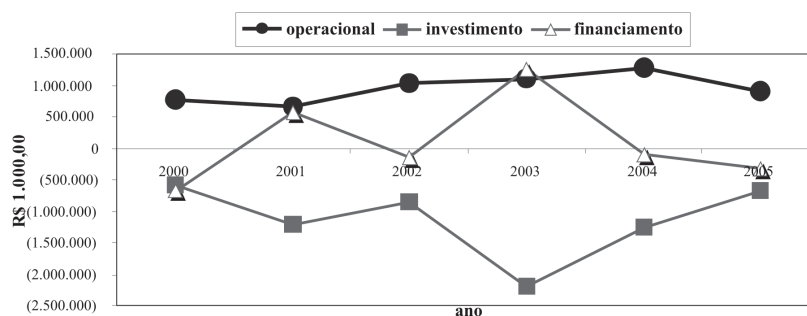
A Aracruz Celulose S.A. produz e comercializa celulose de fibra curta a partir de madeira reflorestada de eucalipto, com 98% de sua produção destinada à exportação. Em 2005, entrou para a seleta lista de empresas do Índice *Dow Jones* de Sustentabilidade – (*DJSI World*) 2006, da Bolsa de Valores de Nova Iorque, que destaca as melhores práticas em sustentabilidade corporativa no mundo (Aracruz, 2005).

**Tabela 2** – Fluxos de caixa da Aracruz Celulose S.A. de 2000 até 2005<sup>1</sup>.

Elementos	2000	2001	2002	2003	2004	2005
FCO	762.603	648.963	1.035.970	1.096.652	1.277.546	900.022
FCI	(594.474)	(1.210.976)	(849.921)	(2.198.779)	(1.254.571)	(680.742)
FCF	(682.155)	577.162	(144.058)	1.248.277	(96.338)	(314.221)
Variação das disponibilidades	(514.026)	15.149	41.991	146.150	(73.363)	(94.941)
Disponibilidades iniciais	559.223	45.197	60.346	102.337	248.487	175.124
Disponibilidades Finais	45.197	60.346	102.337	248.487	175.124	80.183

Fonte: Elaborado com base nas DFCs encaminhadas à CVM – CVM (2006). Valores em R\$000.

<sup>1</sup> FCO: Fluxo de caixa das atividades operacionais; FCI: Fluxo de caixa das atividades de investimentos; FCF: Fluxo de caixa das atividades de financiamento.



**Gráfico 1** – Fluxo de caixa da Aracruz Celulose S.A.

O aumento significativo dos investimentos em 2001 e 2003, recorrendo a fontes externas de financiamento, evidência os períodos de crescimento. Entretanto, a manutenção do fluxo de caixa operacional elevado, chegando a superar as necessidades de investimento, nos anos de 2000, 2002, 2004 e 2005; aliada aos dois anos seguidos (2004 e 2005) de declínio dessas necessidades, denuncia a *fase de maturidade*.

A Votorantim Celulose e Papel S.A. tem como atividade preponderante a exploração florestal e a industrialização e comércio de celulose de fibra curta, papel para imprimir e escrever e papéis especiais.

A significativa redução do fluxo de investimento a partir de 2002 fez com que o fluxo de financiamento atingisse valores negativos de 2002 a 2004. O fluxo de caixa operacional tem se mantido com valores saudáveis. Apesar da configuração de crescimento observada em 2005, a série histórica observada apresentou predominância da *fase de maturidade*.

A Ripasa S.A. Celulose e Papel atua no mercado brasileiro de celulose e papel, bem como exporta parcela de sua produção. Os principais produtos são celulose de fibra curta, papéis para imprimir e escrever revestidos e não revestidos e papel-cartão.

Em decorrência do processo de reestruturação societária iniciado em 2002, em 30 de outubro de 2003, mediante assembleia geral extraordinária, a empresa procedeu à incorporação do acervo líquido contábil de sua controlada Companhia Santista de Papel na data-base de 31 de agosto de 2003, conforme laudo de avaliação.

Em função dessa incorporação, a comparabilidade das demonstrações contábeis da controladora está prejudicada; entretanto, as demonstrações contábeis consolidadas, objeto de nosso estudo, continuam comparáveis.

Analisando o comportamento dos fluxos de caixa, observa-se que a empresa investiu crescentemente até 2002, reduzindo os investimentos a valores bem baixos em 2003, mantendo

**Tabela 3** – Fluxos de caixa da Votorantim Celulose e Papel S.A. de 2000 até 2005.

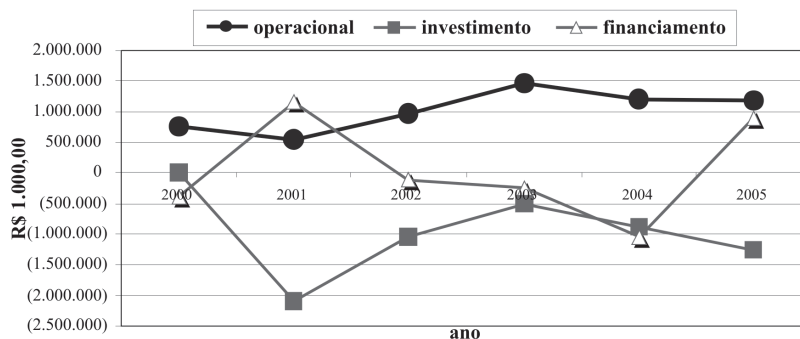
Elementos	2000	2001	2002	2003	2004	2005
FCO	754.821	553.875	962.161	1.470.714	1.211.071	1.179.222
FCI	(375)	(2.096.445)	(1.036.975)	(498.446)	(874.444)	(1.265.988)
FCF	(391.802)	1.154.088	(100.041)	(246.257)	(1.055.480)	896.870
Varição das disponibilidades	362.644	(388.482)	(174.855)	726.011	(718.853)	810.104
Disponibilidades iniciais	626.742	989.386	724.559	549.704	1.275.715	556.862
Disponibilidades finais	989.386	600.904	549.704	1.275.715	556.862	1.366.966

Fonte: Elaborado com base nas DFCs encaminhadas à CVM – CVM (2006). Valores em R\$000.

**Tabela 4** – Fluxos de caixa da Ripasa S.A. Celulose e Papel de 2000 até 2005.

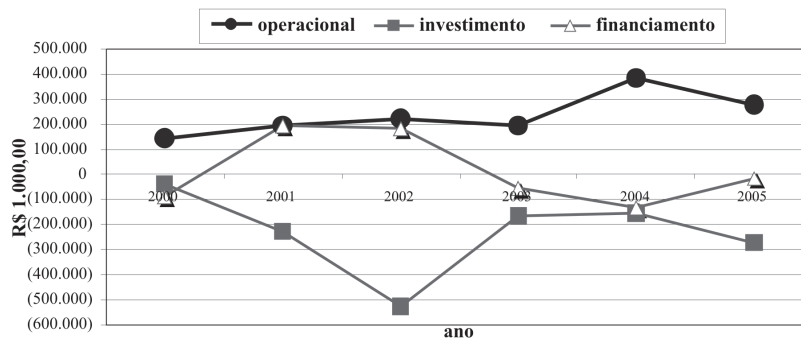
Elementos	2000	2001	2002	2003	2004	2005
FCO	146.854	192.909	221.994	196.268	380.995	275.357
FCI	(41.579)	(229.928)	(526.951)	(166.826)	(158.045)	(274.564)
FCF	(87.285)	196.277	185.411	(54.088)	(131.834)	(14.831)
Varição das disponibilidades	17.990	159.258	(119.546)	(24.628)	91.116	(14.038)
Disponibilidades iniciais	64.704	82.694	241.952	122.406	97.778	188.894
Disponibilidades finais	82.694	241.952	122.406	97.778	188.894	174.856

Fonte: Elaborado com base nas DFCs encaminhadas à CVM – CVM (2006). Valores em R\$000.



**Gráfico 2** – Fluxos de caixa da Votorantim Celulose e Papel S.A.





**Gráfico 3** – Fluxos de caixa da Ripasa S.A. Celulose e Papel.

do-os baixos em 2004, com uma pequena elevação em 2005. O fluxo de financiamento atingiu valores negativos, e o fluxo operacional quase que dobrou em 2004, mantendo-se em 2005 num patamar suficiente para cobrir as necessidades de investimento. É a *fase da maturidade*.

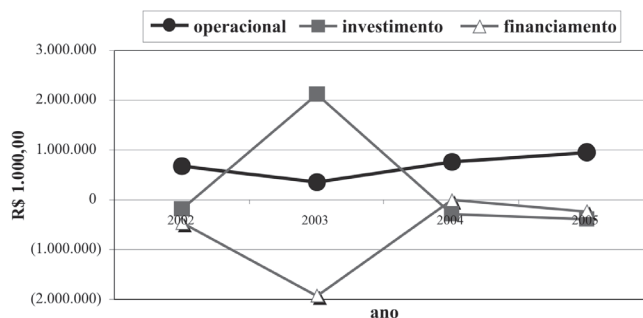
A Klabin S.A. atua nos seguintes segmentos da indústria de papel para atendimento aos mercados interno e externo: reflorestamento e madeira, papéis de embalagem, sacos de papel e caixas de papelão ondulado.

Durante o exercício de 2003, foram realizadas operações de desinvestimentos que alteraram significativamente a situação patrimonial e financeira da Klabin S.A. e resultaram no encerramento das atividades da companhia nos segmentos de papel imprensa, celulose de mercado, celulose solúvel e papéis sanitários.

Observa-se no ano de 2004 um fluxo de caixa operacional positivo, acompanhado dos fluxos de investimento e financiamento negativos. Os fluxos apresentaram-se em 2005 com pra-

ticamente os mesmos valores, estabilizando a empresa na *fase de maturidade*.

A Bahia Sul Celulose S.A. teve essa denominação mantida até a incorporação da Companhia Suzano de Papel e Celulose, em 2004. A Companhia tinha como atividade principal a fabri-



**Gráfico 4** – Fluxos de caixa da Klabin S.A.

**Tabela 5** – Fluxos de caixa da Klabin S.A. de 2002 até 2005.

Elementos	2002	2003	2004	2005
FCO	672.235	353.260	756.367	945.949
FCI	(183.271)	2.126.040	(287.128)	(380.921)
FCF	(459.385)	(1.920.467)	(12.872)	(226.733)
Variação das disponibilidades	29.579	558.833	456.367	338.295
Disponibilidades iniciais	45.849	75.428	634.261	1.090.628
Disponibilidades finais	75.428	634.261	1.090.628	1.428.923

Fonte: Elaborado com base nas DFCs encaminhadas à CVM – CVM (2006). Valores em R\$000.

**Tabela 6** – Fluxos de caixa da Bahia Sul Celulose S.A. de 2000 até 2003.

Elementos	2000	2001	2002	2003
FCO	351.506	234.337	309.075	413.874
FCI	(76.778)	(395.076)	(30.166)	293.950
FCF	(226.952)	365.219	(318.369)	(213.040)
Variação das disponibilidades	47.776	204.480	(39.460)	494.784
Disponibilidades iniciais	89.467	137.243	341.723	302.263
Disponibilidades finais	137.243	341.723	302.263	797.047

Fonte: Elaborado com base nas DFCs encaminhadas à CVM – CVM (2006). Valores em R\$000.

cação e a comercialização, no país e no exterior, de celulose de fibra curta de eucalipto e papel, além da formação e exploração de florestas de eucalipto para uso próprio e venda a terceiros.

Observa-se que a diminuição dos investimentos não gerou um aumento do fluxo operacional na mesma proporção. Considerando-se também que o fluxo de financiamento possui valores negativos na maior parte do tempo, chega-se à conclusão que a Bahia Sul Celulose S.A., nos momentos que antecederam a incorporação da Companhia Suzano de Papel e Celulose, encontrava-se em *fase de declínio*.

Anteriormente denominada Bahia Sul Celulose S.A., a Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A. recebeu essa denominação após a incorporação da Companhia Suzano de Papel e Celulose, em 2004. Suas atividades principais são a fabricação e a comercialização, no país e no exterior, de celulose de fibra curta de eucalipto e papel, além da formação e explora-

ção de florestas de eucalipto para uso próprio e venda a terceiros.

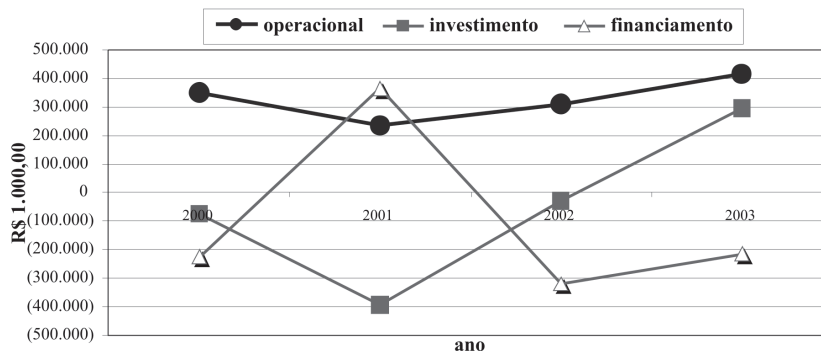
Em 2004, a empresa teve uma grande melhora no ranking das 500 maiores S.A., publicado pela revista Conjuntura Econômica, passando da 80ª para a 48ª posição (Campelo Jr., 2005), impulsionada pela incorporação de sua controladora Companhia Suzano de Papel e Celulose (incorporação reversa).

O Gráfico 6 mostra a fase de declínio da Companhia Suzano de Papel e Celulose nos anos de 2002 e 2003, ou seja, momentos antes de sua incorporação. Em 2004, após a reorganização societária, o volume do fluxo de investimento aumentou, de maneira que não pôde mais ser suportado pelo fluxo operacional, levando ao crescimento do fluxo de financiamento. A mesma tendência repetiu-se em 2005, demonstrando que a nova companhia encontrava-se em *fase de crescimento*.

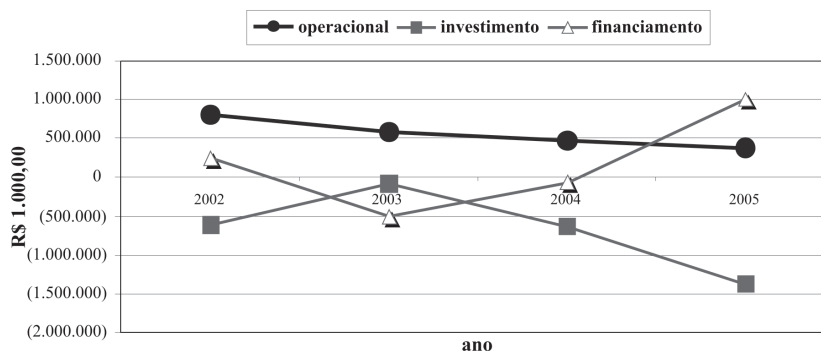
**Tabela 7** – Fluxos de caixa da Suzano Bahia Sul Celulose S.A. de 2002 até 2005.

Elementos	2002	2003	2004	2005
FCO	804.310	587.452	460.092	368.586
FCI	(620.160)	(92.602)	(640.528)	(1.381.528)
FCF	245.695	(504.461)	(65.795)	1.008.600
Varição das disponibilidades	429.845	(9.611)	(246.231)	(4.342)
Disponibilidades iniciais	912.217	1.342.062	1.332.451	1.086.220
Disponibilidades finais	1.342.062	1.332.451	1.086.220	1.081.878

Fonte: Elaborado com base nas DFCs encaminhadas à CVM – CVM (2006). Valores em R\$000.



**Gráfico 5** – Fluxos de caixa da Bahia Sul Celulose S.A.



**Gráfico 6** – Fluxos de caixa da Suzano Bahia Sul Celulose S.A.

### DEFININDO UM PERFIL PARA AS COMPANHIAS ABERTAS DO SETOR

Considerando apenas as empresas abertas que divulgaram suas DFCs, observa-se que todas apresentaram perfil de maturidade.

Seguindo a mesma linha de raciocínio do ano anterior, pode-se afirmar que todas as empresas abertas deste setor, que divulgaram voluntariamente suas DFCs, apresentaram perfil de crescimento.

A partir desse ano, pode-se constatar a total aderência à divulgação das DFCs por parte das empresas integrantes da amostra. Ain-

da que a configuração dos fluxos de caixa da Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A. não seja exatamente igual ao modelo proposto por Stickney e Weil (2001), pode-se afirmar que o perfil predominante foi de maturidade, pois antecede ao declínio observado em 2003.

O declínio de 2003 ocorreu devido à preparação para as reorganizações societárias (Bahia Sul Celulose S.A. e Companhia Suzano de Papel e Celulose), bem como às operações de desinvestimentos realizadas pela Klabin S.A. Tais eventos apresentaram-se como necessários à manutenção da competitividade do setor.

#### Quadro 3 – Comportamento dos fluxos de caixa – 2000.

Empresas	FCO	FCI	FCF	DFC	Fases
Aracruz Celulose S.A.	(+)	(-)	(-)	(-)	Maturidade
Votorantim Celulose e Papel S.A.	(+)	(-)	(-)	(+)	Maturidade
Ripasa S.A. Celulose e Papel	(+)	(-)	(-)	(+)	Maturidade
Klabin S.A.	ND	ND	ND	ND	ND
Bahia Sul Celulose S.A.	(+)	(-)	(-)	(+)	Maturidade
Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A.	ND	ND	ND	ND	ND
Perfil do setor no ano: fase de maturidade.					

Legenda: ND – não divulgada.

#### Quadro 4 – Comportamento dos fluxos de caixa – 2001.

Empresas	FCO	FCI	FCF	DFC	Fases
Aracruz Celulose S.A.	(+)	(-)	(+)	(+)	Crescimento
Votorantim Celulose e Papel S.A.	(+)	(-)	(+)	(-)	Crescimento
Ripasa S.A. Celulose e Papel	(+)	(-)	(+)	(+)	Crescimento
Klabin S.A.	ND	ND	ND	ND	ND
Bahia Sul Celulose S.A.	(+)	(-)	(+)	(+)	Crescimento
Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A.	ND	ND	ND	ND	ND
Perfil do setor no ano: fase de crescimento.					

Legenda: ND – não divulgada.

#### Quadro 5 – Comportamento dos fluxos de caixa – 2002.

Empresas	FCO	FCI	FCF	DFC	Fases
Aracruz Celulose S.A.	(+)	(-)	(-)	(+)	Maturidade
Votorantim Celulose e Papel S.A.	(+)	(-)	(-)	(-)	Maturidade
Ripasa S.A. Celulose e Papel	(+)	(-)	(+)	(-)	Crescimento
Klabin S.A.	(+)	(-)	(-)	(+)	Maturidade
Bahia Sul Celulose S.A.	(+)	(-)	(-)	(-)	Maturidade
Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A.	(+)	(-)	(+)	(+)	Maturidade
Perfil do setor no ano: fase de maturidade.					

#### Quadro 6 – Comportamento dos fluxos de caixa – 2003.

Empresas	FCO	FCI	FCF	DFC	Fases
Aracruz Celulose S.A.	(+)	(-)	(+)	(+)	Crescimento
Votorantim Celulose e Papel S.A.	(+)	(-)	(-)	(+)	Maturidade
Ripasa S.A. Celulose e Papel	(+)	(-)	(-)	(-)	Maturidade
Klabin S.A.	(+)	(+)	(-)	(+)	Declínio
Bahia Sul Celulose S.A.	(+)	(+)	(-)	(+)	Declínio
Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A.	(+)	(-)	(-)	(-)	Declínio
Perfil do setor no ano: fase de declínio.					

Em 2004, observa-se o retorno do setor à fase de maturidade. A Bahia Sul Celulose e Papel deixa de existir e, em virtude da bem-sucedida reorganização societária, a Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A. apresenta-se como a única companhia da amostra em fase de crescimento.

Em 2005, observa-se a estabilização do setor na fase de maturidade. Na medida em que as empresas da amostra representam 89% da receita operacional líquida das Sociedades por Ações de capital aberto deste segmento e também pelo fato da aderência crescente à divulgação das DFCs, observa-se que,

**Quadro 7 – Comportamento dos fluxos de caixa – 2004.**

Empresas	FCO	FCI	FCF	DFC	Fases
Aracruz Celulose S.A.	(+)	(-)	(-)	(-)	Maturidade
Votorantim Celulose e Papel S.A.	(+)	(-)	(-)	(-)	Maturidade
Ripasa S.A. Celulose e Papel	(+)	(-)	(-)	(+)	Maturidade
Klabin S.A.	(+)	(-)	(-)	(-)	Maturidade
Bahia Sul Celulose S.A.	ND	ND	ND	ND	ND
Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A.	(+)	(-)	(-)	(-)	Crescimento
Perfil do setor no ano: fase de maturidade.					

Legenda: ND – não divulgada.

**Quadro 8 – Comportamento dos fluxos de caixa – 2005.**

Empresas	FCO	FCI	FCF	DFC	Fases
Aracruz Celulose S.A.	(+)	(-)	(-)	(-)	Maturidade
Votorantim Celulose e Papel S.A.	(+)	(-)	(+)	(+)	Crescimento
Ripasa S.A. Celulose e Papel	(+)	(-)	(-)	(-)	Maturidade
Klabin S.A.	(+)	(-)	(-)	(+)	Maturidade
Bahia Sul Celulose S.A.	ND	ND	ND	ND	ND
Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A.	(+)	(-)	(+)	(-)	Crescimento
Perfil do setor no ano: fase de maturidade (50% da amostra).					

Legenda: ND – não divulgada.

em todos os anos analisados, foi possível definir um perfil para as companhias abertas do setor de papel e celulose. O quadro-resumo abaixo sintetiza a situação do setor de papel e celulose, segundo a análise do comportamento dos fluxos de caixa:

A comparação quantitativa mostra que, durante quatro dos seis

períodos observados, a maioria das empresas da amostra apresentou um comportamento de maturidade, sendo quatro empresas em 2000, cinco em 2002, quatro em 2004 e três em 2005. As exceções foram os anos de 2001 e 2003, quando se configurou um perfil de crescimento (quatro empresas) e declínio (três empresas), respectivamente.

**Quadro 9 – Setor de papel e celulose – 2000 até 2005.**

EMPRESAS	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Aracruz Celulose	maturidade	crescimento	maturidade	crescimento	maturidade	maturidade
Votorantim Celulose e Papel	maturidade	crescimento	maturidade	maturidade	maturidade	crescimento
Ripasa S.A. Celulose e Papel	maturidade	crescimento	crescimento	maturidade	maturidade	maturidade
Klabin S.A.	-	-	maturidade	declínio	maturidade	maturidade
Bahia Sul Celulose	maturidade	crescimento	maturidade	declínio	-	-
Suzano Bahia Sul Papel e Celulose	-	-	maturidade	declínio	crescimento	crescimento
Perfil do setor de celulose e papel	maturidade	crescimento	maturidade	declínio	maturidade	maturidade

**CONCLUSÕES**

O objetivo deste artigo foi verificar e comparar as DFCs publicadas pelas empresas do setor de papel e celulose, a fim de identificar em que fase do seu ciclo de vida se encontram, configurando um perfil para as

companhias abertas do setor, no período de 2000 a 2005. Ele torna-se oportuno por anteceder a votação do Projeto de Lei n. 3741/2000, que propõe o estabelecimento da referida demonstração contábil como obrigatória para as empresas no Brasil.

A comparação qualitativa revelou que a maioria das empresas – Aracruz Celulose S.A., Votorantim Celulose e Papel S.A., Ripasa S.A. Celulose e Papel e Klabin S.A. – encontrava-se em fase de maturidade. A Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A. encontrava-se em fase de crescimento, e apenas a Bahia Sul Celulose S.A. apresentou comportamento de declínio, no período que antecedeu à incorporação da Companhia Suzano de Papel e Celulose.

Através da análise quantitativa, percebeu-se que, em quatro dos seis períodos analisados, a maioria das empresas que divulgaram suas DFCs apresentavam a configuração de maturidade em seus fluxos de caixa. Sabendo-se que a amostra analisada foi considerada representativa da população, conclui-se que o perfil das companhias abertas brasileiras do setor de papel e celulose, no período de 2000 a 2005, é de maturidade.

Considerando-se que o setor da economia estudado demonstrou estar gozando de boa saúde financeira, também se conclui que o perfil de declínio observado em 2003 (50% das DFCs analisadas) ocorreu em virtude de situações específicas, consideradas de exceção. São elas: as operações de desinvestimentos na Klabin S.A. e a preparação para a reorganização societária na Bahia Sul Celulose S.A.

O que reforçou a conclusão foi o fato de 18 das 30 DFCs analisadas terem apresentado configuração de maturidade, nove, de crescimento, e apenas três, de declínio.

Finalmente, torna-se oportuno aqui ressaltar que o grau de aderência deste setor à divulgação da DFC apresentou-se crescente, uma vez que as duas únicas companhias da amostra que não a divulgaram voluntariamente nos anos de 2000 e 2001 passaram a fazê-lo a partir de 2002.

Recomenda-se para as futuras investigações a utilização da análise do comportamento de fluxos de caixa para revelar o perfil de outros segmentos da indústria. Definidos os perfis, uma comparação qualitativa poderá trazer perspectivas quanto às opções de investimentos mais vantajosas. Pesquisas que aperfeiçoem a utilização da análise de quocientes também poderiam apresentar relevância. Considerando que tanto os indicadores pelo regime de caixa quanto pelo regime de competência possuem limitações, sua utilização conjunta poderia reduzir distorções de análise, constituindo-se numa valiosa ferramenta de acompanhamento da situação financeira das empresas.

## REFERÊNCIAS

- ARACRUZ CELULOSE S.A. 2005. Site institucional. Disponível em: [www.aracruz.com.br](http://www.aracruz.com.br). Acesso em: 30/09/2005.
- BRAGA, R. e MARQUES, J.A.V.C. 2001. Avaliação da liquidez das empresas através da análise da demonstração de fluxos de caixa. *Revista Contabilidade e Finanças*, 14(25):6-23.
- BRASIL. 1976. Lei n. 6.404/76. Lei das Sociedades por Ações. Diário Oficial da República Federativa do Brasil. Brasília, DF. Disponível em: <http://www.in.gov.br>. Acesso em: 28/09/2005.
- BRASIL. 2000. Projeto de Lei n. 3.741/00. Altera e revoga dispositivos da 6.404/76 em alguns dos seus aspectos contábeis. Diário da Câmara dos Deputados. Brasília, DF. Disponível em: [http://www.camara.gov.br/sileg/Prop\\_detalhe.asp?id=20141](http://www.camara.gov.br/sileg/Prop_detalhe.asp?id=20141). Acesso em: 30/09/2005.
- CAMPELO Jr., A. 2005. 500 Maiores S.A.: o melhor resultado em 23 anos. *Conjuntura Econômica*, 59(8):64-108.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. 2005a. Deliberação 488 – Demonstrações contábeis – apresentação e divulgações. Disponível em: [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br). Acesso em: 24/10/2005.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. 2005b. Ofício-circular CVM/SNC/SEP 1/2005 – Demonstração dos Fluxos de Caixa. Disponível em: [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br). Acesso em: 20/09/2005.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. 2006. Dados cadastrais. Disponível em: [www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/cadastro/formcad.asp](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/cadastro/formcad.asp). Acesso em: 24/10/2006.
- FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD – FASB. 1987. Statement of financial accounting standard n. 95 – Statement of cash flows. Financial Accounting Foundation.
- GIL, A.C. 1996. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 3ª ed., São Paulo, Atlas, 171 p.
- INSTITUTO DOS AUDITORES INDEPENDENTES DO BRASIL – IBRACON. 1999. Norma de procedimentos contábeis n. 20 – Demonstração dos Fluxos de Caixa. São Paulo, IBRACON, 14 p.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD – IASB. 1992. International accounting standard n. 7 – Statement of cash flows.
- IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E. e GELBCKE, E. R. 2000. *Manual de contabilidade das sociedades por ações: aplicável às demais sociedades*. 5ª ed., São Paulo, Atlas, 569 p.
- LAKATOS, E.M. e MARCONI, M.A. 1992. *Metodologia do trabalho científico*. 4ª ed., São Paulo, Atlas, 224 p.
- MARION, J.C. 2003. *Contabilidade empresarial*. 10ª ed., São Paulo, Atlas, 502 p.
- MARQUES, J.A.V.C. 2000. *Medidas e modelos integrados do desempenho empresarial: uma investigação de fundamentos e critérios de classificação operacional*. São Paulo, SP. Tese de pós-doutorado em Contabilidade e Controladoria. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – USP, 145 p.
- MARQUES, J.A.V.C. 2004. *Análise financeira das empresas: liquidez, retorno e criação de valor*. Rio de Janeiro, Editora UFRJ, 334 p.
- MARTINS, E. 1999. Contabilidade vs fluxo de caixa. *Caderno de Estudos da Fipecafi*, 11(20):1-10.
- MATOS, R. 2006. *Financiamento da pequena empresa inovadora pela FINEP/MCT: estudo da linha especial para o Fórum Brasil Capital de Risco*. Rio de Janeiro, RJ. Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis. Faculdade de Administração e Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, 248 p.
- MELLO, L.B. 2003. *Análise comparativa das demonstrações dos fluxos de caixa de companhias brasileiras emissoras de ADRs às exigências do FAS n.95: uma investigação qualitativa de sua divulgação no Brasil*. Rio de Janeiro, RJ. Dissertação de mestrado em Ciências Contábeis. Faculdade de Administração e Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, 101 p.
- SALOTTI, B.M. e YAMAMOTO, M.M. 2004. A Estimativa do fluxo de caixa das operações representa o real fluxo de caixa das operações? *Revista Contabilidade e Finanças*, 35:7-21.

- STICKNEY, C.P. e WEIL, R.L. 2001. *Contabilidade financeira: uma introdução aos métodos e usos*. São Paulo, Atlas, 914 p.
- VERGARA, S.C. 2003. *Projetos e relatórios de pesquisa em administração*. 4ª ed., São Paulo, Atlas, 96 p.
- WHITE, G.I.; SONDEHI, A.C. e FRIED, D. 1997. *The analysis and uses of financial statements*. 2ª ed., New York, John Wiley & Sons, 1.198 p.

*Submissão: 20/03/2007*

*Aceite: 19/09/2007*

**LUIZ CLAUDIO OTRANTO ALVES**

Mestrando em Ciências Contábeis – FACC/UFRJ. Oficial da Marinha do Brasil, Diretoria de Finanças.

E-mail: luizotranto@hotmail.com

Av. Guignard, 380/102 – Recreio dos Bandeirantes – CEP: 22.790-200 Rio de Janeiro – RJ.

**JOSÉ AUGUSTO VEIGA DA COSTA MARQUES**

Pós-Doutor em Contabilidade e Controladoria – FEA/USP. Professor do Curso de Mestrado em Ciências Contábeis – FACC/UFRJ.

E-mail: joselaura@uol.com.br

Rua Vinicius de Moraes, 71/801 – Ipanema – CEP: 22.411-010 Rio de Janeiro – RJ.