

ESCOLA SUPERIOR ABERTA DO BRASIL

**GESTÃO DE ESTRUTURA DE CAPITAL: IMPORTÂNCIA
DAS DECISÕES DE INVESTIMENTO E FINANCIAMENTO
ORGANIZACIONAL**

Marcelo Magno Rocha Nascimento

**Colatina – ES
Dezembro/2006**

MARCELO MAGNO ROCHA NASCIMENTO

**GESTÃO DE ESTRUTURA DE CAPITAL: IMPORTÂNCIA
DAS DECISÕES DE INVESTIMENTO E FINANCIAMENTO
ORGANIZACIONAL**

Monografia apresentada como requisito parcial para obtenção do título de pós-graduação em MBA em Gestão Bancária e Finanças Corporativas junto à ESAB - Escola Superior Aberta do Brasil.

Colatina – ES
Dezembro/2006

MARCELO MAGNO ROCHA NASCIMENTO

**GESTÃO DE ESTRUTURA DE CAPITAL: IMPORTÂNCIA
DAS DECISÕES DE INVESTIMENTO E FINANCIAMENTO
ORGANIZACIONAL**

Monografia apresentada como requisito parcial para obtenção do título de MBA em Gestão Bancária e Finanças Corporativas junto à ESAB - Escola Superior Aberta do Brasil.

BANCA EXAMINADORA:

Vila Velha(ES), ____ de _____ de 2006

Dedicatória

De nada vale o ensino se não puder ser compartilhado. Nada do que se conhece pode ser considerado conhecimento senão a partir do exercício da partilha com os quais convivemos. Assim, não poderia deixar de dedicar este trabalho a todos os que comigo compartilharam de seu conhecimento e trocaram várias idéias, colegas de sala de aula, professores das mais variadas disciplinas e corpo funcional das faculdades pelas quais passei, bem como aos alunos do Curso Técnico em Comércio com Ênfase em Vendas da Escola Honório Fraga, aos quais tenho o prazer de compartilhar parcela de meu conhecimento e com os quais com certeza aprendo mais a cada dia.

No contexto do mercado de trabalho, que já assumi desde os mais tenros anos de idade, dedico o presente trabalho a todos os colegas do Banco do Brasil com os quais tive o imenso prazer de conversar e avaliar coisas que foram definitivas na escolha e no desenvolvimento do tema nesta monografia abordado.

Agradecimentos

Primeiramente agradeço ao bom Deus pelo dom da vida e pelas oportunidades que a mim tem permitido por sua imensa bondade;

A meus pais, pelo apoio no ensino fundamental e médio, essencial para a minha formação e para o meu desenvolvimento pessoal e para o grande interesse em estudar e aprender cada vez mais;

A minha esposa e filhos, que são o motivo de eu buscar o crescimento profissional e o desenvolvimento pessoal;

Aos amigos do Banco do Brasil e àquela renomada instituição financeira, na qual tenho orgulho de trabalhar, pelo apoio da mesma para a formação de seus profissionais;

E, por último, mas não menos importante, aos colegas da Escola Honório Fraga que têm contribuído sobremaneira para o desenvolvimento pessoal sob o ponto de vista da docência.

“O essencial é invisível aos olhos, só se vê bem com o coração.”
(Antoine de Saint Exupéry).

“A reflexão crítica sobre a prática se torna uma exigência da relação Teoria/Prática sem a qual a teoria pode ir virando blábláblá e a prática, ativismo.”
(Paulo Freire, Pedagogia da Autonomia).

Resumo

O papel da administração financeira na organização, a extensão e a importância da função, dependem bastante do tamanho da organização, uma vez que em organizações pequenas, a função financeira é geralmente realizada pela contabilidade, muitas vezes terceirizado/contratado com informações relevantes pouco observadas e tratadas pelo empresário. As decisões de financiamento da organização e a consequente gestão da estrutura de ativo da organização, consiste na determinação de como se comporá o lado esquerdo do Balanço da organização e dos custos incorridos nas decisões tomadas, sendo o custo de capital o conceito mais conhecido nesse caso.

O custo de capital a que estará sujeita uma organização dependerá basicamente de como ela define sua estrutura de capitais, do gerenciamento que faz quanto aos capitais que a estruturam.

Os investimentos da organização deverão render o suficiente para pagar os juros dos capitais de terceiros e proporcionar um lucro compatível com as expectativas dos acionistas, para que não ocorra o desinvestimento e aumente a possibilidade de insolvência financeira da organização. Assim, a decisão de escolher a combinação das fontes de financiamento da organização é conhecida como a decisão de estrutura de capital, sendo considerada como extremamente complexa.

O capital próprio dos acionistas constitui a primeira e principal fonte de recursos de longo prazo disponível para os investimentos na organização, desempenhando papel primordial na fase inicial da organização.

À medida em que o nível de endividamento aumenta, o custo de capital da organização diminui, mas, também, um alto nível de endividamento torna maior a responsabilidade da organização pela necessidade de cobertura da dívida, aumentando o risco do empreendimento e de seus negócios.

O nível de endividamento na organização deve então ser ponderado em razão do custo e da natureza das diversas fontes de financiamento existentes e em função da sua disponibilidade.

Sumário

Introdução	10
Justificativa	12
Problema.....	14
Objetivos	15
Capítulo I – Referencial teórico	16
1. Finanças: necessidade e função	16
2. Estrutura Patrimonial e custo de capital	18
3. Custo de capital de terceiros	20
4. Custo de capital próprio.....	21
Capitulo II – Decisões sobre rumos dos investimentos das organizações brasileiras.....	25
Conclusão	31
Bibliografia	33

Introdução

O presente trabalho versa sobre a gestão financeira, particularmente em seu enfoque sobre a gestão da estrutura de capitais e algumas diferenças existentes entre o estudo e as definições de formas de gestão de estruturas de capital para grandes, médias e pequenas organizações; trata também da importância e necessidade de priorizar estudos para conduzir a um melhor gerenciamento financeiro nas organizações de menor porte, visto que os estudos para as de maior porte existem em abundância e são bastante claras tanto no meio acadêmico quanto no organizacional.

As exigências do mercado globalizado são enormes e levam a uma busca incansável e incessante por vantagens competitivas que diferenciem os produtos e serviços e agreguem valor. Diante disso, a definição e o controle de uma estrutura financeira que se apresente flexível e que considere variáveis importantes para sua implementação e gestão se apresentam como uma das preocupações na gestão organizacional que não pode deixar de ser observada.

Para as organizações de pequeno e médio porte o acesso a captação de recursos é mais restrita que para as demais, o que justifica a existência do trabalho que ora realizamos, com uma metodologia de pesquisa exploratória sobre o tema, com ênfase em pesquisas bibliográficas sobre a dificuldade de gestão de estrutura de capitais nas organizações de menor porte que, devido às restrições de acesso ao crédito mais barato e a outras formas de captação de recursos, têm de sobreviver em sua quase totalidade com os recursos próprios e investimentos dos proprietários..

Não é tema novo no contexto acadêmico ou organizacional, entretanto é ainda muito incipiente, tendo pouca base literária sobre o assunto e pouca pesquisa referente ao tema, o que o torna bastante interessante e intrigante.

Considerando que para as organizações de pequeno porte inexistem a obrigatoriedade de escrituração contábil, sendo entretanto necessário que ela controle melhor seu fluxo financeiro, cabe verificar novas formas de estudar e implementar gestão de estrutura de capital das mesmas.

Não vamos aqui tratar diretamente do assunto sobre a definição de estruturas de capital para essas organizações, mas levantar dados sobre as dificuldades existentes atualmente no que tange ao acesso aos capitais de terceiros e ao problema cultural de gestão financeira de pequenas e médias organizações que se colocam no dia a dia somente (aspecto do controle do fluxo de caixa) e não consideram suficientemente a estrutura de seu financiamento, a sua estrutura de capitais, não sendo claro para a maior parte dos proprietários de organizações nesses portes o custo de capital em que incorrem com suas decisões.

Para alcançar a consecução do objetivo da pesquisa apresenta-se no Capítulo I os conceitos básicos sobre a gestão financeira e suas principais preocupações e decisões.

No Capítulo II tratamos sobre a necessidade de decisões sobre os rumos financeiros das organizações de menor porte e as dificuldades existentes de acesso aos capitais de terceiros e até mesmo do levantamento e estudo da composição da estrutura de capital das mesmas e do custo financeiro a que estão expostas.

Finalmente concluímos sobre a importância e a necessidade de aprofundar novos estudos e aprimorar mais a gestão financeira de pequenas e médias organizações.

Justificativa

As organizações buscam investir em estratégias que tornem viável sua operação e um dos principais aspectos a serem observados é a sua estrutura econômica e financeira, bem como as decisões que as alteram de alguma forma.

Em um ambiente extremamente competitivo, as condições da operação de uma organização têm que apresentar características que a tornem diferente e a conduzam à liderança através de algum fundamento organizacional, seja ele diferenciação, custo, ou qualquer outro que se faça presente.

Além da situação acima descrita, para que as organizações tenham condições de realizar suas operações, é fundamental que se faça uma gestão financeira consistente e que permita a continuidade dos negócios e a obtenção de resultados que possam cobrir os custos da operação, os juros dos capitais de terceiros bem como o montante de seu capital e possa maximizar a riqueza dos proprietários, além de contribuir com a sociedade e a comunidade em que se insere e com a qual interage.

Dessa forma, o trabalho que se pretende justifica-se pela atual importância da geração de valor para maximizar os retornos exigidos pelos custos de capital, avaliando melhor as estratégias de investimento e financiamento das organizações, mormente as pequenas organizações, haja visto que às mesmas se apresentam restrições de acesso aos capitais de terceiros, que apresentam maior custo, vez que investidores e fornecedores de capital, ao avaliarem a relação risco x

retorno, pretendem desse mercado um retorno maior em decorrência do risco mais elevado do retorno dos capitais investidos.

O tema abordado e sua fundamentação justificam-se, ainda, pela contribuição que gerará para o desenvolvimento de uma visão geral do assunto, bem como a discussão sobre a avaliação dos custos de capital que se diferencia de acordo com o porte da organização e com o desenvolvimento de estratégias de investimento e financiamento da mesma.

Partindo para o meio organizacional e social, servirá o presente instrumento de descoberta de conceitos e formas de trabalhar com ferramentas de gestão financeira considerando os níveis de desenvolvimento e crescimento das organizações com um aspecto fundamental na definição de estratégias financeiras de curto e de longo prazo. Servirá ainda para lançar desafios aos empresários de buscar capacitar-se no sentido de melhor preparar-se para o funcionamento das finanças corporativas no atual mercado em que grande parte das organizações se apresenta como de pequeno e médio porte.

Problema

A implementação de estratégias para análise e decisão de investimento e financiamento são fundamentais para o sucesso organizacional e decisões inadequadas podem levar à baixa liquidez e redução do retorno sobre os capitais investidos, podendo levar ao fechamento das organizações.

Objetivos

Geral

Apresentar a importância da implementação e utilização estratégias corretas de financiamento e investimento por parte das organizações para a redução das possibilidades de insucesso e aumento da lucratividade.

Específicos

- ? Analisar os principais conceitos de finanças e Gestão Financeira;
- ? Analisar conceitos de Capital e seu custo;
- ? Analisar conceitos de risco e retorno;
- ? Avaliar os segmentos organizacionais de capital fechado e o impacto das decisões financeiras com base no custo de capital, risco e retorno;
- ? Apresentar a importância da definição e implementação de estratégias de investimento e financiamento por parte das organizações.

Capítulo I – Referencial teórico

1. Finanças: necessidade e função

A principal razão que leva as pessoas que possuem recursos para investir em um empreendimento a fazê-lo é a possibilidade de maximização de sua riqueza, sendo, portanto, a maioria das decisões tomadas dentro da organização medidas em termos financeiros, não nos surpreendendo que o papel do administrador financeiro seja considerado um papel-chave na operação das organizações, como constata GITMAN (2001, p. 34) ao dizer que o “o administrador financeiro tem um papel essencial na operação da empresa”.

Indo um pouco mais além, continua ele dizendo que “pessoas em todas as áreas de responsabilidade (...) necessitam de um entendimento básico a respeito de administração financeira”, isso não somente para compreender a linguagem própria das finanças, senão para não cometer abusos em suas áreas de atuação gerando às organizações problemas financeiros que venham a comprometer o sucesso das estratégias desenvolvidas pela organização como um todo. Durante os últimos anos, tem-se registrado a tendência de um número cada vez maior de executivos de cúpula surgirem da área financeira. Em resposta a esta tendência, a maioria das universidades tem experimentado um número crescente de matrículas nos programas financeiros, tanto em nível de graduação quanto de pós-graduação.

O papel da administração financeira na organização, a extensão e a importância da função, dependem bastante do tamanho da organização (GITMAN, 2001), uma vez que em organizações pequenas, a função financeira é geralmente realizada pela contabilidade, muitas vezes terceirizada/contratada com as informações relevantes pouco observadas e tratadas pelo empresário. Conforme ocorre o crescimento das organizações, a importância da função financeira normalmente passa a ser mais considerado, conduzindo a um processo de criação de um departamento financeiro separado.

As funções do administrador financeiro nas organizações podem ser consideradas em relação aos demonstrativos de que dispõe as mesmas do ponto de vista contábil e financeiro, sendo as principais a análise e planejamento financeiro, a gestão da estratégia de financiamento de ativos da organização e gestão de sua estrutura econômica e financeira, avaliando e definindo estratégias de investimento, considerando sempre o custo dos capitais próprio e de terceiros (SOUZA, 1997).

As decisões de financiamento da organização e a conseqüente gestão da estrutura de ativo da organização, consiste na determinação de como se comportará o lado esquerdo do Balanço da organização. A composição se refere ao valor investido em ativos circulantes e fixos. Após essas decisões, o administrador financeiro tem de determinar níveis otimizados para cada tipo de ativo em que vier a investir, tentando mantê-los e adequá-los de acordo com as tendências de mercado e do setor em que estiver atuando, bem como alinhá-los às estratégias gerais da organização. A determinação da melhor estrutura de ativo para a organização não é um processo simples, requerendo conhecimento amplo e consistente sobre as operações passadas e futuras da organização, além do alinhamento aos objetivos que deverão ser alcançados a longo prazo (HUMMEL, 1995).

A gestão da estrutura econômica e financeira da organização relaciona-se com o lado direito do Balanço, em que duas decisões são necessárias quanto à sua composição: a adequação de financiamento a curto e longo prazo e as melhores fontes de financiamento, com a composição entre capitais próprios e capitais de terceiros. Muitas destas decisões são impostas por necessidade, mas algumas exigem uma análise profunda das alternativas disponíveis, de seus custos

e de suas implicações a longo prazo para o funcionamento das organizações de acordo ainda com o porte e o nível produtivo das mesmas (GITMAN, 2001).

2. Estrutura Patrimonial e custo de capital

O custo de capital a que estará sujeita uma organização dependerá basicamente de como ela define sua estrutura de capitais, do gerenciamento que faz quanto aos capitais que a estruturam, sendo obtido pelo custo médio ponderado do capital próprio e do capital de terceiros, levando-se em consideração no cálculo os impactos dos benefícios fiscais, tomando a forma de taxa mínima que a organização precisa buscar com vista a obter resultados favoráveis.

Assim, sobre o assunto, CASAROTTO FILHO alega que “... os investimentos da organização deverão render o suficiente para pagar os juros dos capitais de terceiros e proporcionar um lucro compatível com as expectativas dos acionistas” (1996, p. 243).

Afirma ainda que os recursos para investimento provêm de várias fontes: recursos próprios, empréstimos e debêntures, todos devendo ser remunerados seja através dos lucros ou dos juros.

Investidores e proprietários das organizações buscam ser recompensados pelo custo da oportunidade de investirem seus capitais em um empreendimento em detrimento de qualquer outro empreendimento ou forma de investimento de risco equivalente.

O custo médio ponderado do capital (weighted average cost of capital – WACC) é uma taxa utilizada para o desconto do valor do dinheiro no tempo, trazendo o fluxo de caixa futuro ao seu valor presente para os investidores (COPELAND, 2000).

Segundo ROSS (1997, p. 271), a fórmula amplamente difundida e aceita para calcular a taxa de WACC nos meios acadêmicos e organizacionais apresenta-se assim:

$$WACC = \frac{E}{V} \cdot Re + \frac{D}{V} \cdot Rd \cdot (1 - Tc)$$

onde:

WACC = taxa de custo médio ponderado do capital;

Tc = alíquota do imposto de renda e da contribuição social da pessoa jurídica;

E = valor de mercado do capital próprio da organização (em R\$);

D = valor de mercado do capital de terceiros da organização (em R\$);

V = E + D (valor de mercado do capital total, em R\$);

E / V = proporção do capital próprio sobre o financiamento total da organização (em valores de mercado);

D / V = proporção do capital de terceiros sobre o financiamento total da organização;

Re = coeficiente ou taxa de custo do capital próprio (CAPM);

Rd = coeficiente ou taxa de custo do capital de terceiros.

Este coeficiente WACC é a taxa de retorno global exigida da organização e é considerada como a taxa de desconto a ser aplicada aos fluxos de caixa que possuem risco semelhante ao da organização como um todo (ROSS, 1997).

No caso do capital de terceiros, se houver mais de um tipo de título de dívida, haverá um cálculo para cada tipo, sendo os resultados ponderados em seguida (ROSS, 1997).

Quanto à definição das fontes de capital e sua proporção deve-se buscar uma estrutura adequada que represente um alvo para a organização, com flexibilidade para revisões e alterações necessárias de acordo com o ambiente de

mercado em que se encontrar a organização, pois a estrutura de capital, típica de um determinado período, pode não ser a desejável para todo o tempo de vida da organização.

PORTER (1996, p. 157), ao afirmar que as estratégias vão sendo afetadas pela mudança nos fatores de concorrência ilustra bem a situação acima, visto que no longo prazo, nos mercados emergentes, as organizações deverão convergir para uma estrutura de capital semelhante à de seus concorrentes globais (COPELAND, 2000).

CATAPAN e HEIDEMANN (2002, p. 5), afirmam que

“para se obter a composição proporcional de fontes de capital de uma organização, deve-se determinar sua estrutura atual de capital, levando-se em conta a proporção dos estoques existentes de dívidas e de capital próprio em relação a seu capital total. Ressalta-se que, no caso de avaliação de organizações, normalmente procura-se identificar uma estrutura de capital-alvo, com vistas a maximizar os efeitos dos benefícios fiscais inerentes no capital de terceiros. Importa, porém, precaver-se contra o excesso de alavancagem financeira, particularmente quanto aos riscos associados à dependência demasiada de recursos em moeda estrangeira.”

3. Custo de capital de terceiros

A taxa de atratividade que os credores esperam para emprestar capitais ou recursos adicionais à organização é o custo que esta irá pagar pelos novos capitais externos que ora obtém, podendo ser estes empréstimos curto prazo ou de longo prazo. Prazo maior implica risco maior e, por isso, também custo maior do que no caso de prazo menor.

Para o caso das pequenas organizações, existe ainda uma análise a ser realizada quanto ao risco do retorno dos capitais levando em consideração que o custo de recursos de curto prazo mantém um custo elevado nesses casos em decorrência da alta taxa de mortalidade entre as organizações desse porte, seja por falta de capacitação gerencial ou erros de foco e de planejamento.

A taxa contratada para as dívidas já existentes na organização é irrelevante para o caso em questão, vez que a mesma apenas informa qual era, aproximadamente, o coeficiente de custo do capital de terceiros à época em que estas obrigações foram negociadas e emitidas, e não qual é seu coeficiente de custo hoje (ROSS, 1997).

No caso das dívidas de curto prazo, os valores contábeis e os valores de mercado tendem a ser muito próximos, ou semelhantes, o que permite que se use os próprios valores contábeis como equivalentes a seus valores de mercado (ROSS, 1997).

Uma vez definida e caracterizada a natureza do capital que os terceiros emprestam à organização, deve-se também conhecer o mesmo em relação ao capital permanente da organização, o capital dos donos, ou acionistas. É o que segue.

4. Custo de capital próprio

A avaliação do custo de capital próprio apresenta ainda muita divergência, representando um dos assuntos de maior polêmica nos meios acadêmico e organizacional, por ser muito difícil conseguir chegar a um consenso quanto a critérios e premissas que se utilizam para fundamentá-la, sendo, entretanto, o capital asset pricing model (CAPM) a metodologia mais estudada e aplicada para o cálculo do custo do capital próprio (GITMAN, 2001). Em português é o denominado “modelo de apreçamento de ativos de capital”.

Em linhas gerais, o CAPM, resulta da soma da taxa de retorno dos títulos sem risco e da taxa de risco sistemático da organização (beta), multiplicada pela taxa de prêmio relativa ao risco de mercado.

Em termos de coeficiente, a fórmula de cálculo do custo do capital próprio (CAPM) toma a seguinte forma:

$$CAPM = r_{fr} + b(r_m - r_{fr})$$

onde:

- rfr = taxa de retorno livre de risco;
- rm = taxa de retorno esperada sobre o portfólio geral do mercado;
- rm – rfr = taxa de prêmio relativa ao risco de mercado;
- b (beta) = risco sistemático da ação (coeficiente).

Torna-se fundamental a observação de COSTA JR (1994), quanto à inconveniência de se usar o CAPM que reside na dificuldade de se estimar o coeficiente de risco sistemático da ação (beta). A taxa de retorno livre de risco (rfr) é o coeficiente de retorno de um título ou portfólio de títulos que não apresenta risco de inadimplência. Como taxa de retorno sem risco, recomenda-se usar a taxa dos títulos de 10 anos do Tesouro dos EUA, pelos seguintes motivos (COPELAND, 2000, p. 237-238):

- Em primeiro lugar, porque ela é uma taxa de longo prazo que, em geral, fica muito próxima, em extensão temporal, dos fluxos de caixa da organização que está sendo avaliada.
- Em segundo lugar, esta taxa de 10 anos aproxima-se, em termos de prazo de duração, do portfólio dos índices do mercado acionário, como, por exemplo, o S&P 500; e, portanto, é consistente com os betas e prêmios de risco estimados para esses portfólios.
- Finalmente, a taxa de 10 anos é menos sensível a mudanças inesperadas na inflação e, dessa forma, apresenta um beta menor; e o prêmio de liquidez embutido nas taxas de 10 anos pode ser ligeiramente menor que o encontrado nos títulos de 30 anos.

A taxa de prêmio relativa ao risco de mercado (rm – rfr) é obtida a partir da diferença entre a taxa de retorno esperada sobre o portfólio de mercado e a taxa livre de risco.

O CAPM é diretamente proporcional ao risco não-diversificável, ao beta, sem que o do portfólio geral de mercado é 1,0, considerando que a organização possui volatilidade de intensidade igual à variação média da bolsa,

situando-se, assim, os betas em torno de 1,0, existindo poucos valores extremos, maiores que 2,0 ou menores que 0,1, observáveis.

Para finalizar as considerações em torno do beta, cabe ressaltar que é preciso estar atento às mudanças no mercado acionário para buscar antecipar-se a possíveis mudanças no beta da ação, por causa de mudanças que poderão afetar a taxa de risco da organização ao longo do tempo, indicando que a taxa do custo de capital também poderá mudar à medida que a organização avança em maturidade (COPELAND, 2000).

A consideração inadequada do risco de um país pode elevar significativamente o custo do capital acionário, sendo necessário observar que, em um mercado global, o risco do país é diversificável e, para assumi-lo, os investidores não exigirão um prêmio além do de risco sistemático existente entre o retorno da organização e do portfolio do mercado global medido pelo coeficiente beta.

O estabelecimento de premissas e o cálculo do custo de capital necessitam de prudência atenta e contínua, pois os impactos sobre os resultados são muitas vezes elevados. PORTER (1986) enumera os ganhos que proporciona a economia de escala em segmentos integrados. SECURATO (1993) descreve a tendência de aumento da taxa de juros em decorrência dos riscos assumidos em uma tomada de decisão.

COSTA JR, MENEZES e ASRILHANT (1994) alertam para a validade da ampla utilização do beta como medida de volatilidade das ações perante o mercado como um todo.

Referências Bibliográficas

- CASAROTTO FILHO, Nelson; KOPITTKE, Bruno Hartmut. *Análise de investimentos*. 7ª. ed. São Paulo: Atlas, 1996
- CATAPAN, Edílson A.; HEIDEMANN, Francisco G. Variáveis essenciais a uma metodologia de cálculo do custo de capital. Caderno de Ciências Sociais Aplicadas. Paraná: PUC-PR, Num 4, Março-2002.
- COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. *Avaliação de empresas*. Tradução de Maria Cláudia S. R. Ratto. [Original em inglês: *Valuation – measuring and managing the value of companies*.] 2ª. ed . São Paulo: Makron Books, 2000
- COSTA JR, Newton C. A. da; MENEZES, Emílio A.; ASRILHANT, Boris. *Avaliação econômica de projetos: a abordagem do CAPM*. Versão mais recente do capítulo publicado nos Anais do XVIII Encontro Nacional da ANPAD, v. 5, p. 8-16, set.1994
- GITMAN, Lawrence J. *Princípios da administração financeira*. São Paulo: Harbra, 2001
- HUMMEL, Paulo Roberto Vampré, *Análise e decisão sobre investimentos e financiamentos: engenharia econômica teoria e prática*. São Paulo: Atlas, 1995
- PORTER, Michael E. *Estratégia competitiva: técnicas para análise de indústrias e da concorrência*. 7.ª ed. Tradução de Elizabeth M. P. Braga. Revisão Técnica de Jorge A. G. Gomes. Rio de Janeiro: Campus, 1996
- ROSS, Stephen A.; WESTERFIEL, Randolph; JORDAN, Bradford D. *Princípios de administração financeira*. Tradução de Antonio Zoratto Sanvicente. 2ª. ed. São Paulo: Atlas, 1997
- VIEIRA, Marcos Villela. *Administração estratégica do capital de giro*. São Paulo: Atlas, 2005

Capítulo II – Decisões sobre rumos dos investimentos das organizações brasileiras.

Em finanças corporativas as decisões estratégicas de primeira importância estão concentradas em três frentes de análise e estruturação: investimentos, financiamentos e dividendos. Para fazer frente às necessidades de capital para financiar seus negócios, as organizações possuem duas alternativas: utilizar-se de capitais próprios e/ou de capitais de terceiros. A decisão de escolher a combinação das fontes de financiamento da organização é conhecida como a decisão de estrutura de capital (GITMAN, 2001).

A questão da estrutura de capital é considerada como extremamente complexa. Quanto às micro, pequenas e médias organizações, tal complexidade tende a ser maior, visto que as mesmas têm pouca acessibilidade ao crédito e as informações contábeis geradas não são bastante confiáveis aos olhos dos investidores e financiadores. Além disso, a pouca diversificação encontrada nas atividades destas organizações eleva o risco de exploração e retorno de capitais, inibindo a atração de investidores e dificultando o acesso destas organizações ao mercado de capitais (VIEIRA, 2005).

As dificuldades para a captação de recursos financeiros de longo prazo aumentam pela falta de garantias que as organizações deste porte têm a oferecer, o que torna os empréstimos mais arriscados, implicando em recursos mais escassos e caros.

Embora a importância das pequenas e médias organizações para a economia seja bastante clara e notória, uma vez que a maior parte das organizações

hoje existentes apresentam esse porte de negócios, a administração só abriu os olhos para as diferenças estruturais entre as grandes organizações e elas a partir do início dos anos 80, quando estas organizações entraram no foco das discussões em nível acadêmico.

A teoria financeira, entretanto, não tem acompanhado esta tendência nem em ritmo menor, pois conceitos e modelos desenvolvidos pelas finanças corporativas são voltados às grandes organizações, principalmente aquelas que possuem ações negociadas no mercado de capitais.

As micro, pequenas e médias organizações têm estruturas físicas diferentes das grandes e possuem estruturas de capital bastante diversas, apresentando, como um dos problemas uma lacuna financeira que se divide em dois: falta de oferta e de conhecimento, ou seja, a disponibilidade de fundos para elas é limitada ou seu custo é maior; e, no lado da demanda, o uso restrito da dívida é consequência direta do desconhecimento, tanto da oferta de fundos e passivos financeiros disponíveis como das vantagens e desvantagens da dívida (VIEIRA, 2005).

Nas decisões sobre estrutura de capital, a dúvida constante é: o que leva uma organização a escolher uma certa fonte de capital? A resposta que apresenta maior ocorrência e utilização é a que vincula o uso do capital ao seu custo, apontando a literatura financeira o custo do capital próprio e do capital de terceiros como variáveis muito importantes em finanças corporativas, tendo papel central em grande parte das decisões financeiras, por ser um padrão de referência e ligação entre as decisões de investimento e financiamento (BRAGA, 1989).

Se o financiamento gera custos, o retorno ajustado ao risco dos projetos nos quais tal financiamento é empregado deve ser tal que gere caixa suficiente para que assim: 1) pague aos credores o principal e os juros devidos; 2) pague aos acionistas o custo do capital próprio e 3) apresente um lucro excedente que seja responsável pelo incremento da riqueza desses acionistas (VIEIRA, 2005).

Dessa forma, nenhuma decisão de investimento pode ser tomada sem que sejam considerados os custos de financiamento incorridos, apurados a partir da combinação entre endividamento com terceiros e capital próprio.

O capital próprio dos proprietários constitui a primeira e principal fonte de recursos de longo prazo disponível para os investimentos na organização, e desempenha papel primordial na fase inicial da organização, sendo este proveniente da subscrição de cotas de capital, da emissão de ações ou de lucros retidos.

No contexto das micro, pequenas e médias organizações a questão de emissão de ações perde bastante em sua força, uma vez que são raras as organizações de tal porte brasileiras que negociam ações no mercado secundário. Esta constatação decorre de dois fatores: (1) a imaturidade do mercado de capitais brasileiro, e (2) o receio dos empresários em perder o controle e a independência de suas firmas. Assim, as principais fontes internas de recursos para elas são os aportes dos proprietários e o autofinanciamento (MARTINS, 2000).

O capital de terceiros tem significativa importância econômica, pois é o uso deste que permite aumentar o nível de atividade das organizações e financiar projetos quando estas não possuem recursos internos suficientes. Este capital entra na organização através de financiamentos, empréstimos e venda de debêntures. Estas fontes de capital demandam o pagamento dos valores emprestados acrescidos dos juros, conforme os prazos acordados (VIEIRA, 2005).

Para alcançar o objetivo da administração financeira, que é maximizar a riqueza do acionista, o administrador deverá considerar a captação de capitais de terceiros, minimizando o custo de capital e aprovando um maior número de projetos com rentabilidade positiva.

Embora o uso da dívida seja favorável às organizações, o uso inadequado do crédito pode trazer diversas consequências para uma organização, inclusive a insolvência financeira (GITMAN, 2001).

Isso ocorre porque à medida que o nível de endividamento aumenta, o custo de capital da organização diminui, mas, também, um alto nível de endividamento torna maior a responsabilidade da organização pela necessidade de cobertura da dívida, aumentando o risco do empreendimento e de seus negócios (VIEIRA, 2005).

Para determinar o nível de endividamento adequado para a organização, devem-se considerar aspectos importantes, tais como: as condições gerais da economia, o mercado onde a ela atua, e as decisões operacionais e financeiras a serem tomadas, para verificar quais atividades serão financiadas pelos recursos obtidos, qual o Valor Presente Líquido (VPL) proporcionado por este investimento, entre outros fatores não financeiros (FLEISCHER, 1973).

De modo geral, as organizações brasileiras não são muito endividadas. Quando comparado a outros países, o nível de endividamento brasileiro mostra-se baixo, sendo que a dívida das organizações brasileiras consiste, em sua maioria, em dívida de curto prazo.

O nível de endividamento na organização deve ser ponderado em razão do custo e da natureza das diversas fontes de financiamento existentes e em função da sua disponibilidade. Assim, as organizações que não enfrentam restrição de crédito podem buscar determinar um nível de endividamento que possa dar-lhe uma alavancada em seus investimentos (SECURATO, 1993).

De fato, algumas pesquisas realizadas com grandes organizações revelam um ajustamento a um nível de endividamento considerado ótimo. As organizações menores, no entanto, se situam no contexto da restrição de crédito, e por possuírem maior risco operacional (devido à baixa diversificação), maior variabilidade na lucratividade e problemas de liquidez, são menos propensas ao endividamento.

O tema estrutura de capital permanece indefinido, como um quebra-cabeça incompleto pois os estudos dos fatores que determinam a estrutura de capital continuam em evolução não se vislumbrando muitas conclusões definitivas sobre o mesmo.

Para o nível das organizações de menor porte esta complexidade é maior dada a existência, neste tipo de organização, de uma cultura avessa à partilha do capital e da gestão.

Assim, sobre a ampliação dos modelos existentes, deve-se atentar para a questão da diferença existente nas variáveis macroeconômicas brasileira: a

economia brasileira possui idiosincrasias que muito a afastam das condições em que as teorias e formulações apresentadas no presente trabalho se desenvolveram. O comportamento das taxas de juros no Brasil é diferente do comportamento das taxas de juros americanas e/ou européias. A taxa de juros brasileira, quer de curto, quer de longo prazo, é bastante alta em termos reais (GITMAN, 2001).

Somando-se a isso a restrição de crédito, há pouca oferta de créditos privados, e os recursos de longo prazo são provenientes em sua quase totalidade do BNDES.

Para as micro, pequenas e médias organizações pode-se ainda verificar a existência de custos adicionais para obter acesso ao crédito.

Outro questionamento é que o mercado acionário tem papel secundário na capitalização das organizações brasileiras, seja através da emissão de ações ou através do lançamento de debêntures. A abertura do mercado acionário para as organizações de menor porte é ainda mais difícil. A conjunção de fatores como estes minimizam o poder de algumas variáveis quantitativas em detrimento de variáveis qualitativas, ligadas à gestão: quanto maior a taxa de juros e quanto mais restrita for a oferta de crédito, mais caros serão os recursos de terceiros e menor a propensão dos gestores daquelas organizações ao crédito.

Assim, pode-se sugerir que sejam efetuados estudos e gestão para que novas pesquisas sobre este tema venham a agregar mais variáveis ao modelo, sejam elas referentes aos estilos de gestão, características pessoais dos pequenos e médios empresários, ou à situação macroeconômica brasileira, fazendo as devidas adaptações necessárias para que melhor pudesse explicar a realidade das organizações de menor porte e a gestão de suas finanças, de forma a permitir um controle mais efetivo da sua estrutura patrimonial e de financiamento de seus investimentos, levando-as a ter uma geração de caixa que permita inibir a possibilidade de insolvência e ter lucros após o pagamento de juros e dividendos.

Referências Bibliográficas

BRAGA, Roberto. Fundamentos e técnicas de administração financeira. São Paulo: Atlas, 1989

FLEISCHER, Geralda. Teoria da aplicação do capital; um estudo das decisões de investimento: tradução, Miguel Cezar Santoro e Cibele Freire Santoro. São Paulo: Edgard Blucher, Ed. Da Universidade de São Paulo, 1973

GITMAN, Lawrence J. Princípios da administração financeira. São Paulo: Harbra, 2001

MARTINS, Eliseu. Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica. Temática contábil e balanços. *Boletim IOB – TC/Bal*, n. 39, p. 1-8, set. 2000

SECURATO, José Roberto. *Decisões financeiras em condições de risco*. São Paulo: Atlas, 1993

VIEIRA, Marcos Villela. Administração estratégica do capital de giro. São Paulo: Atlas, 2005

Conclusão

Após a avaliação do material bibliográfico existente e das análises já realizadas sobre as decisões financeiras necessárias e a questão da gestão da estrutura de capital, podemos verificar que é extremamente importante a aplicação de métodos para a avaliação e definição de estrutura dos capitais que financiam um empreendimento.

Entretanto, notamos a insipiência nas teorias de administração financeira em tratar esses questionamentos quando verificados em um mercado com possíveis restrições de acesso ao capital de terceiros, o que ocorre sobremaneira nos mercados em desenvolvimento e com estruturas macroeconômicas ainda bastante voláteis, como é o caso da realidade atualmente em curso no Brasil.

Ademais, a realidade organizacional do nosso país é uma em que encontramos um maior número de organizações de menor porte, para as quais o meio acadêmico não tem se voltado com frequência para estudar e propor metodologias de gestão financeira que não a gestão do capital de giro.

Torna-se premente e de fundamental importância realizar maiores estudos com vistas a desenvolver as metodologias de gestão financeira para as organizações com maior restrição ao crédito e capitais de terceiros e até mesmo buscar incentivar os proprietários das organizações de menor porte a realizarem emissões e abertura de seu capital como forma de melhor gerir as estruturas de capitais de suas organizações.

Isso deve passar por três caminhos em um primeiro momento que devem ser: a) o estudo acadêmico das estruturas de capital dessas organizações, buscando avaliar mais metodologias que não considerem somente o fluxo de caixa, de forma a até incentivar mais o uso das ferramentas que a própria contabilidade pode fornecer às organizações; b) o desenvolvimento pessoal e a profissionalização da gestão por parte dos proprietários das organizações de menor porte, sugerindo mais preparo técnico para a gestão financeira e c) definição de políticas públicas que incentivem uma maior profissionalização da gestão das organizações de menor porte, principalmente no que tange à questões fisco-tributárias e controle de gestão contábil-financeira.

Bibliografia

- BRAGA, Roberto. Fundamentos e técnicas de administração financeira. São Paulo: Atlas, 1989
- CASAROTTO FILHO, Nelson; KOPITTKE, Bruno Hartmut. *Análise de investimentos*. 7ª. ed. São Paulo: Atlas, 1996
- CATAPAN, Edílson A.; HEIDEMANN, Francisco G. Variáveis essenciais a uma metodologia de cálculo do custo de capital. Caderno de Ciências Sociais Aplicadas. Paraná: PUC-PR, Num 4, Março-2002.
- COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. *Avaliação de empresas*. Tradução de Maria Cláudia S. R. Ratto. [Original em inglês: *Valuation – measuring and managing the value of companies*.] 2ª. ed . São Paulo: Makron Books, 2000
- COSTA JR, Newton C. A. da; MENEZES, Emílio A.; ASRILHANT, Boris. *Avaliação econômica de projetos: a abordagem do CAPM*. Versão mais recente do capítulo publicado nos Anais do XVIII Encontro Nacional da ANPAD, v. 5, p. 8-16, set.1994
- EHRlich, Pierre Jacques, Avaliação e seleção de projetos de investimentos: critérios quantitativos. São Paulo: Atlas, 1979
- FLEISCHER, Geralda. Teoria da aplicação do capital; um estudo das decisões de investimento: tradução, Miguel Cezar Santoro e Cibele Freire Santoro. São Paulo: Edgard Blucher, Ed. Da Universidade de São Paulo, 1973
- GITMAN, Lawrence J. Princípios da administração financeira. São Paulo: Harbra, 2001
- HUMMEL, Paulo Roberto Vampré, Análise e decisão sobre investimentos e financiamentos: engenharia econômica teoria e prática. São Paulo: Atlas, 1995
- LEITE, Hélio de Paula. Introdução à Administração Financeira. São Paulo: ATLAS, 1991

- LIMA NETO, Roberto Procópio de, Curso básico de finanças: aplicado à empresa brasileira. São Paulo: Saraiva, 1976
- MARTINS, Eliseo, Administração financeira: as finanças das empresas sob condições inflacionárias. São Paulo: Atlas, 1986
- MARTINS, Eliseu. Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica. Temática contábil e balanços. *Boletim IOB – TC/Bal*, n. 39, p. 1-8, set. 2000
- PORTER, Michael E. *Estratégia competitiva: técnicas para análise de indústrias e da concorrência*. 7.^a ed. Tradução de Elizabeth M. P. Braga. Revisão Técnica de Jorge A. G. Gomes. Rio de Janeiro: Campus, 1996
- ROSS, Stephen A.; WESTERFIEL, Randolph; JORDAN, Bradford D. *Princípios de administração financeira*. Tradução de Antonio Zoratto Sanvicente. 2.^a ed. São Paulo: Atlas, 1997
- SANTOS, Edno Oliveira dos. Administração financeira da pequena e média empresa. São Paulo: Atlas, 2001
- SECURATO, José Roberto. *Decisões financeiras em condições de risco*. São Paulo: Atlas, 1993
- SOUZA, Alceu, Decisões financeiras e análise de investimentos: fundamentos, técnicas e aplicações. São Paulo: ATLAS, 1997
- VIEIRA, Marcos Villela. Administração estratégica do capital de giro. São Paulo: Atlas, 2005