

José Wladimir Freitas da Fonseca

ADMINISTRAÇÃO

Financeira e Orçamentária

© 2009 – IESDE Brasil S.A. É proibida a reprodução, mesmo parcial, por qualquer processo, sem autorização por escrito dos autores e do detentor dos direitos autorais.

F676 Fonseca, José Wladimir Freitas da. / Administração Financeira e Orçamentária. / José Wladimir Freitas da Fonseca. — Curitiba : IESDE Brasil S.A. , 2009. 328 p.

ISBN: 978-85-387-0968-8

1. Administração financeira. 2. Finanças. 3. Empresas - finança. I. Título.

CDD 658.15

Capa: IESDE Brasil S.A.

Imagem da capa: IESDE Brasil S.A.

Todos os direitos reservados.



Ad. Moreira Senzer!

IESDE Brasil S.A.

Al. Dr. Carlos de Carvalho, 1.482. CEP: 80730-200

Batel – Curitiba – PR

0800 708 88 88 – www.iesde.com.br

José Wladimir Freitas da Fonseca



Doutorado em Ciências Econômicas pela Université de Toulouse 1. Mestrado em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná (UFPR). Especialização em Engenharia Econômica pela Universidade São Judas Tadeu (USJT). Graduação em Ciências Econômicas pela Faculdade Católica de Administração e Economia (FAE). Atualmente é Professor Adjunto da Universidade Federal do Paraná. Tem experiência na área de Economia. Atua nos seguintes temas: projetos industriais, transferência de tecnologia, processo de inovação nas Biotecnologias.

Funções financeiras da empresa

13

- 13 | Introdução
- 13 | O que é administração financeira?
- 14 | Meta da administração financeira
- 19 | Levantamento e alocação de recursos: algumas implicações
- 24 | A relação liquidez *versus* rentabilidade
- 28 | Natureza da relação risco-retorno: efeitos de aumento e diminuição
- 32 | Conclusão

Natureza e administração do capital de giro

37

- 37 | Introdução
- 37 | Natureza e definições da administração do capital de giro
- 43 | A importância do ciclo operacional, econômico e financeiro para o capital de giro
- 51 | Conflito risco-retorno na administração do capital de giro
- 52 | Conclusão

Administração do disponível

57

- 57 | Introdução
- 57 | Por que as empresas demandam caixa?
- 60 | Modelo do Caixa Mínimo Operacional
- 63 | Modelo de Baumol
- 68 | Modelo de Miller e Orr
- 74 | Conclusão

Administração de valores a receber

77

- 77 | Introdução
- 77 | A gestão dos recursos: uma abordagem a partir do ciclo operacional e financeiro
- 81 | Por que as empresas concedem descontos?
- 92 | Conclusão

Administração financeira de estoques

97

- 97 | Introdução
- 97 | Qual a importância dos estoques?
- 98 | Gestão dos estoques: uma abordagem a partir do ciclo operacional e financeiro
- 104 | Lote Econômico de Compra
- 113 | Conclusão

O orçamento de capital

117

- 117 | Introdução
- 117 | O que é um orçamento?
- 133 | Conclusão

Orçamento operacional

139

- 139 | Introdução
- 139 | O que é um orçamento operacional?
- 155 | Conclusão

Orçamento flexível

159

- 159 | Introdução
- 159 | O orçamento flexível
- 168 | Etapas na elaboração do orçamento flexível
- 172 | Conclusão

Orçamento de caixa

177

- 177 | Introdução
- 177 | O que é um orçamento de caixa?
- 180 | Aplicação do orçamento de caixa: exemplo básico
- 181 | Aplicação de um orçamento de caixa: exemplo a partir do orçamento operacional
- 190 | Conclusão

Alavancagem e seus efeitos

195

- 195 | Introdução
- 195 | O que é alavancagem?
- 196 | Alavancagem operacional
- 199 | Alavancagem financeira

- 202 | Alavancagem combinada
- 203 | Exemplo
- 206 | Aplicação dos conceitos
- 206 | Conclusão

O ponto de equilíbrio: a análise custo-volume-lucro

211

- 211 | Introdução
- 211 | O ponto de equilíbrio e algumas considerações sobre os custos de produção
- 216 | O Ponto de Equilíbrio Econômico
- 219 | O Ponto de Equilíbrio Financeiro
- 222 | O Ponto de Equilíbrio Múltiplo
- 225 | Conclusão

Os indicadores econômicos e financeiros

229

- 229 | Introdução
- 230 | Os índices de liquidez
- 235 | Índices de atividade
- 238 | Índices de endividamento
- 241 | Índices de rentabilidade
- 243 | Conclusão

Financiamento das atividades empresariais

249

- 249 | Introdução
- 249 | O Balanço Patrimonial e os tipos de fundos
- 251 | O risco e o controle acionário para a atividade da empresa
- 254 | O Sistema Financeiro Nacional:
a importância do mercado financeiro para o financiamento das atividades
- 259 | O financiamento com capital próprio
- 260 | O financiamento com capital de terceiros
- 262 | Conclusão

265

Fusões e consolidações de empresas

265 | Introdução

265 | Fusões e consolidações: considerações gerais

268 | Por que as empresas fazem fusões?

275 | As ações, o valor contábil das ações ordinárias e o capital circulante: fatores que influenciam a fusão

276 | Algumas estratégias contra a fusão

277 | Conclusão

281

Planejamento e controle financeiro

281 | Introdução

281 | O planejamento e algumas definições correlatas

283 | A natureza do planejamento

286 | O controle e o planejamento

290 | Requisitos necessários ao desempenho da função de controladoria no planejamento

294 | Conclusão

Apresentação

Uma das grandes questões relacionada às empresas e sua história na sociedade é a seguinte: Por que algumas empresas conseguem crescer e se manter por décadas, mesmo em situações de crise, e outras, mesmo em situações favoráveis, não resistem nem mesmo um ano?

Certamente, existem várias respostas para essa pergunta que abrangem desde o ramo de atividade que a empresa está inserida até o grau de desenvolvimento tecnológico que ela exige.

Por outro lado, a maioria dos cientistas de ciências sociais aplicadas concorda que uma das variáveis, para que uma empresa sobreviva tanto tempo, é seu domínio sobre a administração financeira e seu orçamento.

Assim, este livro foi escrito com a preocupação de levar ao aluno os princípios básicos de administração financeira e orçamentária, disciplina que se torna obrigatória numa economia cada vez mais dinâmica e sem fronteiras.

Com o objetivo de tornar esta disciplina mais atraente, o livro foi dividido em 15 capítulos agrupados como descrevo a seguir.

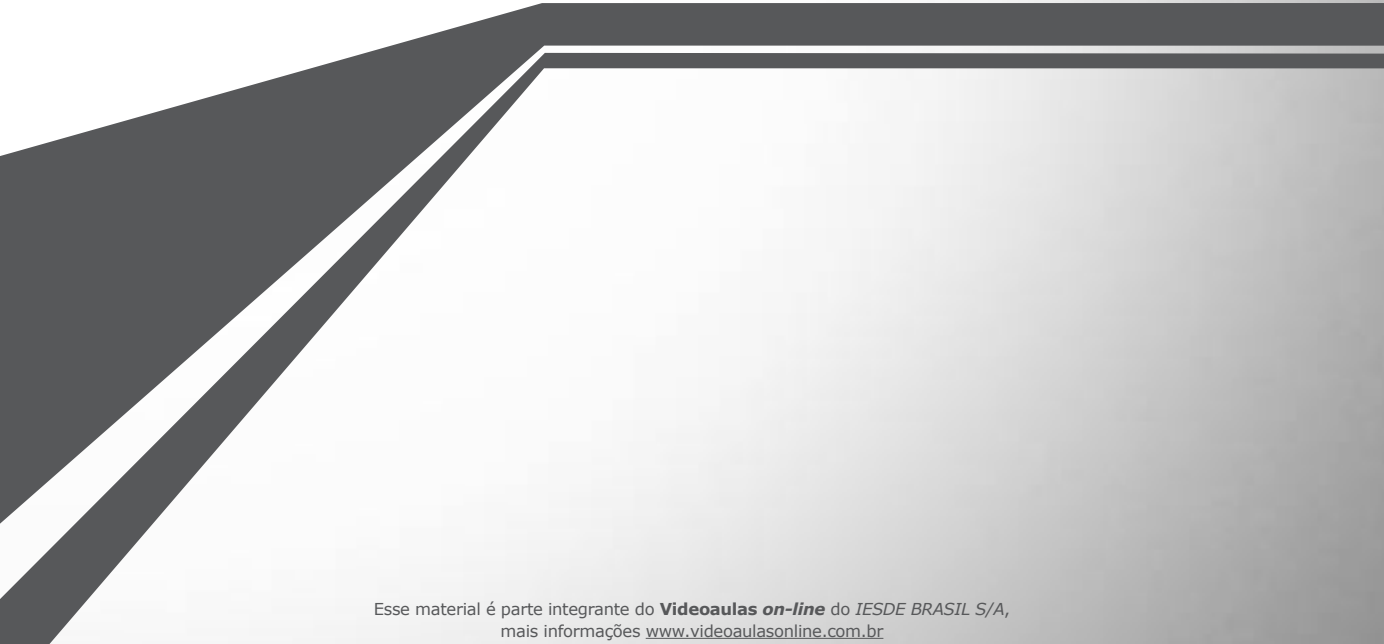
No primeiro capítulo, a preocupação maior foi trazer ao aluno as principais funções financeiras da empresa tendo como foco os principais conceitos de finanças das empresas.

Do segundo ao quinto capítulo, procurou-se reunir as variáveis para a análise do capital de giro. Nesses termos, enquanto no segundo capítulo apresentamos o que vem a ser o capital de giro, nos três seguintes capítulos analisamos os disponíveis, os valores a receber e os estoques.

Quando chegamos ao sexto capítulo entramos na discussão do orçamento na administração financeira. Para isso, entre o sexto e o nono capítulo trabalhamos os principais conceitos e aplicações dos orçamentos de capital, operacional, gerencial e de caixa, procurando demonstrar que existe uma ligação entre eles.

No que concerne aos capítulos dez e onze, buscou-se tratar da análise custo-volume-lucro, onde se estuda a alavancagem da empresa e seus pontos de equilíbrio.

Por fim, nos quatro últimos capítulos, estudamos as bases para o planejamento financeiro de uma empresa da seguinte forma: estuda-se a análise das demonstrações financeiras no capítulo doze; discute-se o financiamento das atividades empresariais que se encontra no capítulo treze; no penúltimo capítulo estudam-se os principais conceitos sobre fusão como estratégia no planejamento para, então, chegarmos ao último capítulo com os principais conceitos sobre planejamento e controle financeiro.



■ Funções financeiras da empresa

Introdução

Uma das principais características de um administrador é conhecer bem o funcionamento financeiro de uma empresa independente da estrutura de mercado na qual a empresa esteja inserida, seja num mercado competitivo, numa concorrência monopolística, num oligopólio ou mesmo num monopólio. Os desafios de um administrador basicamente são os mesmos: levantar e alocar recursos para que a empresa possa desenvolver seu produto ou prestar seu serviço.

Todavia, para que o administrador possa efetivamente levantar esses recursos e bem alocá-los, faz-se necessário conhecer de perto as principais especificidades da administração financeira. Nesses termos, o objetivo deste capítulo é conhecer as bases que norteiam a administração financeira das empresas.

O que é administração financeira?

Quando pensamos na definição de administração financeira, há que se compreender o que vem a ser finanças para podermos então compreender o que é a administração financeira. Entende-se por finanças uma série de princípios econômicos (sobretudo no que concerne ao estudo da microeconomia) e financeiros para maximizar um determinado resultado de valor num período de tempo. Esse resultado, com efeito, é a riqueza que pode ser medida através do lucro ou através do aumento do patrimônio de uma empresa.

Ora, se finanças representam esses princípios fica fácil entender o que vem a ser administração financeira. Em que pese diversos autores definirem a administração financeira a sua própria vontade, todos reconhecem que no final das contas a administração financeira nada mais é do que a melhor utilização dos princípios microeconômicos e a utilização das ferramentas financeiras para obter o melhor resultado de um negócio.

Da venda de revistas numa banca de jornais em São Paulo até a produção de aviões Airbus, em Toulouse, na França, os princípios de administração financeira não mudam. Na verdade são os mesmos. O que diferencia a venda de revistas com a produção do Airbus é a quantidade de informações que é levantada num negócio e no outro.

Observe que tanto um como outro negócio apresentam riscos. E se as pessoas não comprarem as revistas? O mesmo pode ser dito: e se as empresas de transporte aéreo não comprarem o Airbus? Os dois negócios, além do risco, possuem custos, despesas e enfrentam problemas externos, por exemplo as políticas econômicas do governo, políticas internacionais (variação da taxa de câmbio) e assim sucessivamente.

Assim, não é possível falarmos em administração financeira somente da banca de revistas como sendo uma única administração quando, na verdade, a administração financeira permite que seus princípios sejam aplicados em qualquer negócio. Uma vez definida a administração financeira, vejamos agora qual o principal objetivo da administração financeira, sua meta e suas implicações.

Meta da administração financeira

Maximização de riqueza

Quando falamos em maximização de riqueza pelo menos duas ideias surgem: a maximização da riqueza da empresa e a maximização da riqueza dos proprietários da empresa (acionistas). Independente se a maximização é da empresa ou dos acionistas, o que existe por trás dessa maximização é o risco de se aplicar num negócio no qual a incerteza é presença constante.

Entende-se por incerteza o fato de não conhecermos ao certo se um determinado fenômeno vai se reproduzir. Por exemplo: tenho uma vaga ideia de que o mês de maio no sudoeste do Brasil chove mais do que no sul do Brasil. Isso não quer dizer que se eu investir minha poupança na produção de laranjas no sudoeste do Brasil eu não vá incorrer no risco de perder o meu dinheiro. Por outro lado, eu sei que a poupança tem garantias acordadas pelo governo federal e população, o que me leva a acreditar que o risco em aplicar o meu dinheiro na poupança será menor do que aplicar na produção de laranjas no sudoeste.

Note que ao decidir aplicar os meus recursos, seja na poupança ou seja na produção de laranjas, o meu objetivo é maximizar os meus resultados financeiros em primeiro lugar.

Assim, a meta da administração financeira é a maximização da riqueza dos acionistas, que constitui algo mais amplo e profundo do que a maximização dos lucros, tudo isso sob a condição de incertezas. Existe uma diferença entre a maximização da riqueza dos acionistas e a maximização do lucro da empresa. Enquanto o primeiro refere-se ao aumento do lucro e quanto deste foi distribuído aos acionistas, o segundo implica somente na distância entre a receita e os custos e despesas (quanto maior for a distância entre a receita e os custos e despesas maior será o lucro) realizados no período. Em outras palavras, aumento de lucro na empresa não significa necessariamente em aumento de riqueza para os proprietários. Como isso é possível? Simples: imagine uma empresa que teve aumento nos lucros e não os redistribuiu aos acionistas mas os alocou em seu patrimônio líquido para compra de máquinas e equipamentos. Certamente houve, neste caso, aumento da riqueza da empresa mas não aumento da riqueza dos acionistas.

Nesses termos, segundo Braga (1992), a maximização da riqueza envolve cinco aspectos, quais sejam: perspectiva de longo prazo, valor do dinheiro no tempo, retorno do capital próprio, risco compatível com o retorno, política de dividendos.

Perspectiva de longo prazo

Quando se pensa no horizonte de vida de uma empresa, faz-se necessário pensar no longo prazo (ninguém acredita que vai retirar parte de seu salário hoje com o intuito de abrir seu negócio amanhã para ficar bilionário depois de amanhã. Nem Bill Gates conseguiu isso com a Microsoft, que levou um certo tempo para a estruturação e posicionamento da empresa no mercado).

Nesses termos, a empresa deve ser perpetuada e, para tanto, tem de realizar investimentos em tecnologia, novos produtos, novas máquinas e equipamentos, treinamento constante de sua mão de obra etc. Isso implica no sacrifício da rentabilidade atual em troca de benefícios futuros.

Nesse primeiro aspecto fica fácil perceber que a maximização da riqueza da empresa vem em primeiro lugar para depois pensarmos na maximização da riqueza dos empresários.

Valor do dinheiro no tempo

É importante notar que qualquer investimento, mesmo no exemplo das laranjas, sempre será constituído de fluxos de entrada e saída de caixa. O estudo da engenharia econômica nos revela várias ferramentas para avaliar tais projetos transformando os fluxos de caixa em valores atuais, em valores futuros, em séries uniformes de desembolsos ou séries uniformes de recebimentos, tudo isso através da aplicação de determinada taxa conhecida como Taxa Mínima de Atratividade (TMA).

Retorno do capital próprio

É importante notar que um empreendimento (uma empresa) é constituído por, basicamente, dois grandes tipos de capitais: o capital de terceiros (aquele que é tomado junto aos bancos de fomento e que implicam numa taxa de juros) e o capital próprio (aquele que os empresários retiram de seus bolsos e aplicam na empresa). Os acionistas (aqueles que compraram as ações de uma empresa) esperam ser remunerados através de dividendos e, principalmente, pela valorização de suas ações. A administração financeira deverá atender a essas expectativas. Para que isso ocorra, é necessário que parte dos lucros seja distribuída sacrificando, portanto, parte de futuras imobilizações, por exemplo, a aquisição de máquinas e equipamentos.

Risco compatível com o retorno

Existe uma relação direta entre risco e retorno: quanto maior o risco assumido maior será o retorno. O inverso também é verdadeiro.

Na medida em que existe uma relação direta entre o risco e o retorno, isso significa dizer que para eu aumentar o retorno dos meus investimentos, necessariamente, terei os meus riscos também aumentados. Por outro lado, a administração financeira nos fornece algumas ferramentas e técnicas para que exista certo equilíbrio nessa relação e, portanto, certa compatibilidade. Vejamos um exemplo: se eu aplicar R\$1.000.000,00 na poupança o meu retorno será pequeno e, portanto, meu risco de perder tal importância também será pequeno; na mesma medida, se eu investir R\$1.000.000,00 na produção de sacolas ecologicamente corretas o meu retorno será maior, o que implicará num risco maior. Como eu sei que na poupança o meu retorno é menor e, portanto, o risco também será menor e como eu posso saber que na produção de sacolas o meu retorno será maior assim como o meu risco? A administração

financeira nos ensina que por meio de uma taxa interna de retorno, a partir de uma taxa de investimento (por exemplo, no caso da poupança menos de 12% a.a. e no caso das sacolas ultrapassa 16% a.a.), é possível avaliar esses investimentos e calcular seus os riscos.

Política de dividendos

Um dos objetivos da empresa é adotar uma política de dividendos. Independente das irregularidades de demanda (sazonalidade da demanda num período de tempo, o que ocasiona a queda nas vendas e, conseqüentemente, nos lucros), a empresa, não deve frustrar os acionistas que esperam receber dividendos periodicamente.

Princípios financeiros básicos

Para que os cinco aspectos anteriormente listados sejam cumpridos, há necessidade de que se conheça dois princípios financeiros básicos, são eles: o emprego das informações contábeis e o conhecimento das áreas de decisões financeiras.

O emprego das informações contábeis

Uma das máximas da administração financeira é que ela necessita das informações da contabilidade para bem realizar sua meta. Dito diferentemente, é somente a partir dos dados fornecidos pela contabilidade que o administrador financeiro poderá:

- avaliar a situação econômico-financeira da empresa para a avaliar as decisões tomadas anteriormente;
- tomar novas decisões a fim de corrigir o rumo indesejado; e
- desenvolver planos operacionais e de investimentos.

Em resumo, a análise dos dados contábeis orienta o processo decisório que constitui o aspecto central da gestão financeira.

Áreas de decisões financeiras

Pode-se identificar três áreas de decisões financeiras as quais são apresentadas a seguir:

- decisões de investimento;
- decisões de financiamento;
- decisões relativas à destinação do lucro.

Decisões de investimento

A decisão de investimento numa empresa passa, necessariamente, por dois estudos de ordem econômica: a macroeconomia e a microeconomia. Enquanto a macroeconomia nos fornece as bases para compreender de que forma as políticas econômicas e as relações externas do país com o resto do mundo podem afetar o comportamento das empresas, a microeconomia nos fornece as bases para compreender a relação que existe entre a empresa em que estamos atuando e suas concorrentes numa estrutura de mercado além da sua relação com seus clientes (consumidores) e seus fornecedores.

Nesses termos não basta a empresa estar tecnologicamente atualizada e com preços baixos. Além disso, há necessidade de estar constantemente atenta às mudanças de comportamento do consumidor e às mudanças de política fiscal, monetária, de relações internacionais etc.

Decisões de financiamento

Quando se fala em financiamento, a empresa deve indagar qual a melhor composição de recursos a serem tomados. Muitos falam na famosa composição ótima de recursos. O que é ótimo para uma empresa pode não ser para outra. Assim, se faz necessário levantar as seguintes questões:

- Qual a proporção entre recursos fixos e variáveis?
- Quanto de recursos próprios e quanto de recursos de terceiros?
- No caso de recursos de terceiros, quanto de recursos de curto prazo e quanto de recursos de longo prazo?
- Deve a empresa lançar ações, debêntures e empréstimos?
- Qual a reação do mercado quando do lançamento de novas ações?
- Qual o impacto dos custos financeiros provocados pelos financiamentos a longo prazo e pelos empréstimos a curto prazo?
- Qual a melhor forma de obter um ativo fixo (por exemplo um terreno)? Comprar, alugar ou arrendar?

Destinação do lucro

O lucro obtido em cada exercício social representa a remuneração do investimento dos proprietários da empresa. A grande questão aqui é saber quanto desse lucro deve ser distribuído aos acionistas e quanto deve ser retido para financiar a expansão dos negócios.

Refleta o seguinte: se apenas uma pequena parcela dos lucros for distribuída, a empresa ficará menos dependente do capital de terceiros e ampliará a participação do capital próprio na estrutura financeira. O inverso é verdadeiro: se maior parte dos lucros for distribuída haverá uma menor ampliação do capital próprio fazendo com que a empresa necessite de fontes de capital de terceiros, o que onera a empresa, pois tais fontes somente são obtidas com o pagamento de juros.

Uma política de dividendos adequada favorece a manutenção dos preços das ações em níveis elevados e isso pode garantir o sucesso de futuros lançamentos de novas ações no mercado.

Levantamento e alocação de recursos: algumas implicações

Reconhecidos os aspectos básicos da administração financeira, vejamos agora sua principal função. Cabe à administração financeira da empresa duas tarefas básicas:

- a obtenção dos recursos nas condições mais favoráveis possíveis;
- a alocação eficiente desses recursos na empresa.

Levantamento de recursos

As fontes de recursos à disposição de uma empresa podem ser classificadas como:

- recursos próprios (capital integralizado, reservas e lucros retidos) e recursos de terceiros (compromissos assumidos e dívidas contraídas);
- recursos permanentes (recursos próprios e dívidas a longo prazo) e recursos temporários (compromissos e dívidas de curto prazo);
- recursos onerosos (provocam despesas financeiras) e não onerosos.

Adequação entre as formas e usos de recursos em termos de prazos e custos

A adequação entre os recursos a serem levantados e seu uso está intimamente ligada a prazos de pagamentos e aos custos envolvidos.

A seguir encontramos quatro situações gerais sobre essa adequação, são elas: a compra de equipamentos, os juros e encargos incidentes, os recursos próprios e a alocação dos recursos.

Compra de equipamentos

As técnicas de administração financeira ensinam que se o valor for investido num determinado bem de uso, por exemplo máquinas, equipamentos ou terrenos para o chão de fábrica, ou seja, referem-se a investimentos cujo retorno se dará somente no longo prazo, estes deverão ser financiados com recursos permanentes e não com recursos provenientes de prazo de vencimento inferior. Por exemplo: se uma máquina requer um investimento de R\$100.000.000,00 e as receitas geradas por ela somente pagarão a máquina em cinco anos, a empresa deve procurar fontes de financiamentos com prazo superior a cinco anos e não inferior. Esse tipo de análise é bastante superficial mas faz sentido, pois, do contrário, a empresa estaria liquidando sua dívida antes mesmo da recuperação do investimento.

Juros e encargos incidentes

De forma bastante resumida a composição de capitais de uma empresa, sem entrar na questão de curto e longo prazo, é constituída de capital próprio e de terceiros. Enquanto o capital próprio não onera o resultado econômico pois não são revestidos de encargos financeiros (juros), qualquer composição de capital de terceiros implica nesses encargos. Isso faz com que, no final, o resultado econômico seja reduzido por esses encargos. Além disso, quando se trata de tomar capital de terceiros junto às instituições de fomento essas exigem garantias reais, o que reduz a flexibilidade da gestão da empresa.

Recursos próprios

Os recursos próprios são aqueles que, em primeiro lugar, não oneram

os resultados da empresa e, em segundo, representam os recursos que os acionistas esperam ser remunerados. Dito diferentemente, nenhum sócio ou mesmo um pequeno acionista aplicará seu dinheiro se este não se reverter em lucro na suas ações. Isso implica em distribuição de parte dos lucros pela empresa. Para que haja distribuição dos lucros, eles devem antes ser reinvestidos e depois distribuídos.

Alocação de recursos

A segunda tarefa básica da função financeira diz respeito à alocação eficiente de recursos. Isso envolve a constante busca da otimização no uso dos fundos para que seja alcançada a rentabilidade desejada e preservada a capacidade da empresa em pagar seus compromissos nos vencimentos.

Exemplos

Vejam alguns exemplos que apresentam vantagens e desvantagens:

- Estoques elevados de matéria-prima (MP) e de materiais auxiliares beneficiam as operações das áreas de suprimentos e de produção, como segue:
 - Vantagens para a área de suprimentos:
 - maior prazo para pesquisar o mercado e negociar com os fornecedores;
 - compras em grandes quantidades permitem obter condições mais favoráveis;
 - ocorrendo rejeição pelo controle de qualidade, haverá tempo suficiente para providenciar a substituição junto ao fornecedor etc.
 - Vantagens para a área de produção:
 - eliminação do risco de interrupções no processo produtivo devido à falta de materiais;
 - maior flexibilidade na programação da produção;
 - em conjuntura inflacionária, os preços médios dos materiais

estarão registrados por valores inferiores aos preços atuais de mercado, fazendo com que o custo médio de produção apurado pela contabilidade seja menor do que o custo de produção.

■ Desvantagens para a área financeira:

- os estoques elevados de matéria-prima podem causar a falsa impressão de que a empresa está solvente num determinado período de tempo. É importante lembrar que o índice de liquidez seca¹ não considera os estoques para avaliar a liquidez da empresa. Em outros termos, numa situação de recessão, onde os níveis de demanda caem, a empresa pode se ver com um estoque elevado de matéria-prima sem ter perspectiva de transformação em produto acabado e, portanto, de vendas, reduzindo assim o seu índice de liquidez.

■ Estoques elevados de produtos em elaboração e produtos acabados oferecem vantagens para as áreas de produção e de venda:

■ Vantagens para a área de produção:

- permite otimizar o programa de produção, possibilitando a redução efetiva de custos pelos ganhos de escala;
- possibilitam o atendimento de pedidos inesperados e urgentes;
- fazem com que o custo médio calculado pela contabilidade seja inferior ao custo de reposição, em face dos constantes aumentos de preços provocados pela inflação.

■ Vantagens para a área de vendas:

- atendimento rápido aos clientes;
- possibilidade de oferecer preços competitivos quando estes forem calculados a partir do custo nominal médio dos produtos.

■ Desvantagens para a área financeira:

- numa situação de recessão, elevados estoques de produto em processo e produtos acabados elevam os custos na medida em que não há demanda.

■ Prazos dilatados de faturamento facilitam o desempenho da área de

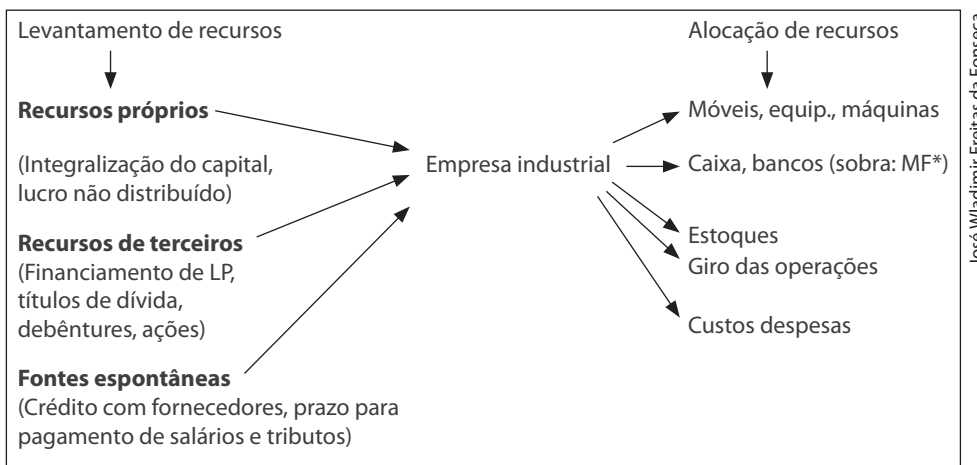
¹ Apresenta a capacidade de pagamento da empresa no curto prazo.

vendas, fazendo com que os saldos das duplicatas a receber se elevem acima do que seria desejável.

- Desvantagens para a área financeira:
 - prazos muito longos para converter as duplicatas em dinheiro (caixa) implicam em aumento do ciclo financeiro da empresa, o que pode ser nocivo, pois ampliam o hiato entre o pagamento das obrigações e o recebimento das vendas.

Com base no que foi visto nesta seção, a seguir encontramos um quadro resumido da função base da empresa, a qual implica na obtenção e alocação de recursos.

Quadro 1 – Fluxos de fundos: uma visão geral do funcionamento das finanças da empresa



*MF = Mercado Financeiro

No quadro 1 observamos o funcionamento da administração financeira sob o ponto de vista do levantamento de recursos e a alocação desses recursos. Note que os recursos são obtidos de diversas formas onerando ou não a empresa. Ao mesmo tempo que esses recursos são obtidos, existem compromissos a serem realizados. Uma empresa gera custos de mão de obra, compromissos com fornecedores de matéria-prima, compromissos com a energia elétrica consumida etc.

O mais importante aqui é observar que não existe sincronia entre o que é levantado e o que é alocado. Na verdade, observando atentamente um fluxo

de caixa, percebemos que há necessidade de se fazer um esforço para que tudo o que é adquirido seja aplicado (alocado) no seu devido tempo. A resposta para isso é o orçamento de caixa que possibilita reduzir as incertezas quanto às entradas e às saídas.

A relação liquidez *versus* rentabilidade

Liquidez

Entende-se por liquidez a capacidade da empresa em honrar seus compromissos de curto e longo prazos nas datas previstas e ainda ter uma folga financeira para eventualidades. Quando uma empresa deixa de liquidar seus compromissos financeiros nas datas acordadas, a empresa sofre restrições ao crédito e tem dificuldades na manutenção do ritmo normal das operações. A situação pode deteriorar-se até o ponto da decretação de sua concordata e, posteriormente, na decretação de sua falência.

A insolvência de uma empresa pode surgir devido a diversos motivos: excesso de imobilizações ou de estoques (aqui podem ser os estoques de matéria-prima, produtos em processo e/ou produtos acabados), prazos muito longos concedidos aos clientes para pagamento ou, ainda, a utilização de fontes de financiamento inadequadas.

Podemos observar que a capacidade da empresa em cumprir seus compromissos financeiros é afetada tanto pela composição das fontes de fundos quanto pela composição de seus ativos. Por exemplo: o estoque de matéria-prima precisa ser transformado em estoque de produtos acabados e isso envolve certo período de tempo. Os estoques de produtos acabados necessitam ser vendidos, implicando mais esforço de tempo. As duplicatas precisam ser cobradas para transformar-se em dinheiro (caixa) e novamente transcorre certo tempo relacionado com o prazo de faturamento e com alguns atrasos. Nessa etapa surgem algumas perdas relativas a créditos incobráveis. Essas perdas estão relacionadas aos devedores duvidosos (provisão para devedores duvidosos) que ocorre quando a empresa lança a estratégia de conceder prazos para pagamentos (política de crédito). Mesmo que exista uma política de crédito e cobrança que procure avaliar o cliente sempre ocorrerão algumas perdas por falta de pagamento, daí o surgimento de uma rubrica conhecida como PDD (Provisão para Devedores Duvidosos).

Enquanto esse processo se desenvolve, existem salários e outros compromissos que devem ser pagos em datas previamente determinadas. Surgem assim os descompassos nos fluxos de caixa que têm de ser previstos com certa exatidão para que possam ser tomadas, em tempo hábil, as decisões pertinentes. O orçamento de caixa constitui o instrumento adequado para essa finalidade.

Desse modo, a manutenção da liquidez da empresa representa a preocupação mais imediata do tesoureiro, que é o executivo responsável por essa parte da administração financeira. Nesses termos, a liquidez representa uma condição mais que necessária para a continuidade das atividades empresariais.

Rentabilidade

Como pudemos perceber, as atividades empresariais estão orientadas para a obtenção de lucros. O lucro ou prejuízo de cada período resulta da confrontação entre receitas e despesas, observando-se o regime de competência de exercícios. Tomado isoladamente, o lucro apenas indica o excedente das receitas sobre os custos e despesas incorridos. Podemos comparar o resultado de um exercício social com o lucro obtido no exercício anterior ou com aquele que havia sido projetado e concluir sobre a sua evolução ou sobre o atingimento da meta proposta.

Embora tais informações tenham validade, será mais elucidativo comparar o lucro com o investimento realizado para a sua obtenção. Com isso obtemos uma medida da remuneração dos recursos aplicados denominada taxa de rentabilidade ou Taxa Interna de Retorno (TIR).

Podemos conceituar rentabilidade como o grau de êxito econômico obtido por uma empresa em relação ao capital nela investido. Se desejarmos medir exclusivamente a rentabilidade das operações, deveremos relacionar o lucro operacional com o valor do ativo operacional. Com isso estaríamos aferindo a eficiência na gestão dos recursos próprios e de terceiros, independentemente dos custos financeiros e de outros fatores.

Uma medida mais abrangente corresponde à taxa obtida da relação entre o lucro líquido e o capital próprio que indica a remuneração alcançada pelos proprietários durante o exercício social da empresa. Nessa taxa já se encontram computadas as despesas financeiras, os resultados não operacionais e

a tributação do Imposto de Renda. Para que essa taxa de retorno possa ser devidamente avaliada, devemos cotejá-la com a expectativa dos acionistas que envolve a consideração do risco assumido e das demais oportunidades de ganho existentes no mercado para o mesmo grau de risco.

A conjugação desses riscos determina o risco global suportado pelos proprietários da empresa. Se houver queda nas receitas de vendas, o lucro operacional declinará mais do que proporcionalmente e o lucro líquido será duplamente afetado. Em uma situação como essa, a empresa poderá sofrer grandes prejuízos.

A rentabilidade das operações e os efeitos dos custos financeiros sobre o retorno dos proprietários constituem a preocupação básica do *controller* que é o executivo responsável por essa outra faceta da administração financeira.

Liquidez *versus* rentabilidade

O grande desafio da administração financeira é buscar constantemente o equilíbrio entre a liquidez adequada e a rentabilidade satisfatória.

A preservação de uma liquidez considerada adequada à empresa implica na necessidade de ser mantido certo volume de recursos sob a forma de disponibilidades (ativo circulante) que representam a manutenção de fundos ociosos ou aplicados a curtíssimo prazo (*open market*) a taxas bastante reduzidas.

Adicionalmente, deve ser cultivado um bom relacionamento bancário para que a empresa possa contar com linhas de crédito permanentemente abertas. As relações com os bancos demandam o oferecimento de determinadas vantagens a título de reciprocidade. Assim, a empresa deverá manter numerário parado nas contas bancárias para compor os saldos médios exigidos, ao mesmo tempo em que será compelida a utilizar intensamente os serviços oferecidos por esses estabelecimentos, a maioria dos quais mediante a cobrança de tarifas elevadas.

O tesoureiro defenderá esses procedimentos, argumentando que seus benefícios compensam os custos envolvidos. O *controller* demonstrará que

esse excesso de zelo na manutenção da liquidez compromete seriamente a rentabilidade. Desse modo, constata-se que, mesmo dentro da área financeira, existem conflitos a serem administrados.

Risco versus retorno

Risco e retorno são a base sobre a qual se tomam decisões racionais sobre investimentos. De modo geral, risco é uma medida da volatilidade ou incerteza dos retornos, e retornos são receitas esperadas ou fluxos de caixa previstos de qualquer investimento.

Considere o seguinte exemplo: todos nós sabemos que depositar numa caderneta de poupança é mais seguro do que apostar na loteria. As cadernetas de poupança rendem um juro constante e baixo ao ano e são garantidas pelo governo, o que se traduz em confiança. Os retornos de uma caderneta de poupança não flutuam muito e, por essa razão, são considerados seguros e têm um baixo grau de risco. Por outro lado, ao apostar na loteria não sabemos o resultado. Podemos ganhar muito ou podemos perder tudo o que investimos. Os retornos sobre as apostas na loteria são altamente incertos, muito voláteis e sujeitos a um alto grau de risco. Quando dois investimentos rendem o mesmo retorno, a escolha final se baseará na avaliação do risco de cada projeto. Aquele projeto que tiver menor risco será o escolhido.

Nesse sentido, o risco é o grau de incerteza associado a um investimento. Quanto maior a volatilidade dos retornos de um investimento, maior será o seu risco. Quando dois projetos têm o mesmo retorno esperado, escolhe-se aquele de menor risco.

Riscos pequenos estão associados a retornos baixos e riscos grandes a retornos altos. As relações entre risco e retorno esperado estão ilustradas na figura 1. No nível de risco zero, os investidores obterão retornos de Y_1 , no de risco X_1 , obterão retornos de Y_2 , e no de risco X_2 , retornos de Y_3 . A figura apresenta uma compensação entre riscos e retornos esperados. Sob condições normais, risco baixo propicia retornos baixos e risco elevado está associado a retornos elevados.

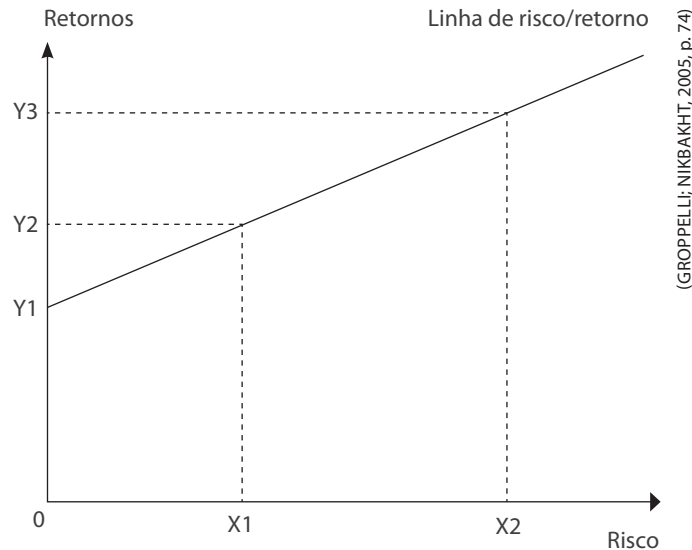


Figura 1 – Relação entre risco e retorno esperado.

Segundo Groppelli e Nikbakht (2005, p. 73), o risco é mensurado pelo grau de volatilidade associado aos retornos esperados. Volatilidade é a quantidade de flutuações que ocorrem com uma série de números ao se desviarem de uma média representativa. Por exemplo, a média da série 1, 2, 3 ($1 + 2 + 3 = 6$ dividido por 3) é 2 e a média da série 1, 3, 5 ($1 + 3 + 5 = 9$ dividido por 3) é 3. A segunda série de números é considerada mais volátil que a primeira pois as distâncias entre cada número da segunda série é maior do que as distâncias da primeira. Portanto, quanto maior a volatilidade, maior o nível de risco.

Outro fator que aumenta o risco é o prazo. O dinheiro hoje vale mais para o investidor do que no futuro. Quando um investidor empresta dinheiro, sempre existe o risco ou a incerteza de o empréstimo não ser pago. Os aplicadores devem ser recompensados adequadamente, para que assumam o risco de aplicar o dinheiro que têm em caixa.

Natureza da relação risco-retorno: efeitos de aumento e diminuição

Vimos mais acima que quando uma empresa pretende aumentar seu retorno, necessariamente aumenta seu risco pois existe uma relação direta entre as variáveis. O inverso também é verdadeiro. As variáveis envolvidas

para se perceber essa relação fazem parte da composição do Capital Circulante Líquido (CCL) da empresa que são obtidas da seguinte forma:

$$\text{CCL} = \text{AC} - \text{PC}$$

Ou seja,

$$\text{Capital Circulante Líquido} = \text{Ativo Circulante} - \text{Passivo Circulante}$$

Ativo Circulante

Para se avaliar os efeitos do nível do ativo circulante na relação risco-retorno, emprega-se um índice bastante simples que nada mais é do que a divisão do ativo circulante pelo ativo total. Ao dividir essas variáveis obtemos um percentual que pode aumentar ou diminuir em determinadas situações.

Efeitos de um aumento

Veremos a seguir que quando o índice ativo circulante/ativo total aumenta, implica em redução do risco e redução do retorno. Isso ocorre devido ao fato da empresa investir mais em ativos de curto prazo do que em ativos não circulantes revelando, assim, uma estratégia para assegurar a liquidez e, portanto, seu estado de solvência. Nesse caso, o aumento do ativo circulante significa que o CCL também aumentou.

Efeitos de uma diminuição

A diminuição do índice ativo circulante/ativo total implica em outra estratégia. Trata-se aqui de uma estratégia que busca a rentabilidade da empresa na medida em que se investe mais em recursos não circulantes e menos em recursos de curto prazo. Nesse caso, o risco se eleva assim como o retorno também é elevado. Quando se tem esse tipo de estratégia percebe-se uma redução do CCL da empresa, pois menos recursos estão sendo aplicados em circulantes e mais em não circulantes.

Exemplo

Considere o balanço de uma empresa apresentado a seguir:

Tabela 1 – Balanço da empresa X

Ativo		Passivo e PL	
AC	R\$2.000,00	PC	R\$1.000,00
ANC	R\$4.000,00	PNC	R\$3.000,00
		PL	R\$2.000,00
Total	R\$6.000,00	Total	R\$6.000,00

Se a empresa ganhar 5% sobre seus Ativos Circulantes (AC) e 20% sobre seus Ativos Não Circulantes (ANC), a configuração do balanço corrente propiciará um lucro de aproximadamente **R\$900,00** [(5% x R\$2.000,00 = R\$100,00) + (20% . R\$4.000,00 = R\$800,00)] sobre seu ativo total.

O CCL da empresa, na situação atual (sem considerar o aumento), é de **R\$1.000,00** (AC – PC = R\$2.000,00 – R\$1.000,00) e o índice ativo circulante/ativo total é de **0,3333** (R\$2.000,00 / R\$6.000,00).

Se a empresa reduzir esse índice, investindo R\$500,00 em ativos não circulantes (portanto, transferindo R\$500,00 da conta AC para ANC), o novo índice ativo circulante/ativo total será **0,25** (R\$1.500,00 / R\$6.000,00).

Aplicando os percentuais mencionados anteriormente (5% sobre o AC e 20% sobre o ANC), o novo lucro da empresa será **R\$975,00** [(5% . R\$1.500,00 = R\$75,00) + (20% . R\$4.500,00 = R\$900,00)]. Por sua vez o CCL cairá de R\$1.000,00 para **R\$500,00** (AC – PC = R\$1.500,00 – R\$1.000,00).

Tabela 2 – Efeitos de uma variação nos ativos circulantes

Item	Valor inicial	Valor após a variação	Situação
Índice AC/AT	0,3333	0,25	queda
Lucro	R\$900,00	R\$975,00	aumento do retorno
CCL	R\$1.000,00	R\$500,00	aumento do risco

Conforme indicado na tabela 2, na medida em que o índice ativo circulante/ativo total decresce de 0,3333 para 0,25, o lucro proveniente dos ativos totais cresce R\$75,00 (de R\$900,00 para R\$975,00). Seu risco, medido pelo montante de CCL, aumenta, pois seu CCL é reduzido de R\$1.000,00 para R\$500,00. Isso justifica nossas conclusões anteriores referentes à relação risco-retorno, associada ao ativo circulante da empresa.

Passivo Circulante

Assim como ocorre na variação do ativo circulante, aplica-se o mesmo índice na conta do passivo circulante. Nesse caso, as variações no passivo podem ser observadas através do índice passivo circulante/ativo total. O que esse índice vai revelar é um percentual de quanto do ativo total está sendo financiado pelo passivo circulante. Esse índice pode aumentar ou diminuir conforme a estratégia empregada pela empresa.

Efeitos de um aumento

O aumento do índice passivo circulante/ativo total implica que a empresa está empregando uma estratégia que busca antes de tudo o retorno ao invés do risco. Na verdade, na medida em que esse índice aumenta o risco também aumentará. Isso ocorre porque a empresa está trocando seu financiamento de longo prazo por financiamento de curto prazo. Na relação do CCL teríamos um passivo circulante maior do que um ativo circulante (daí provém o motivo do risco aumentar).

Efeitos de uma diminuição

Diferentemente do aumento, a diminuição no índice passivo circulante/ativo total denota outra estratégia da empresa. Trata-se aqui de uma estratégia que busca a liquidez antes da rentabilidade na medida em que a empresa estaria trocando as fontes de financiamento de curto prazo por fontes de longo prazo. Ao fazer isso, a empresa reduz as contas do passivo circulante (o que, por conseguinte, aumenta o CCL), preservando assim a liquidez da empresa. Por outro lado, a rentabilidade também cairá pois serão aumentadas as fontes de recursos de longo prazo.

Exemplo

Utilizando o exemplo:

Tabela 3 – Balanço da empresa Y

Ativo		Passivo e PL	
AC	R\$1.000,00	PC	R\$1.000,00
ANC	R\$5.000,00	PNC	R\$3.000,00
		PL	R\$2.000,00
Total	R\$6.000,00	Total	R\$6.000,00

O índice passivo circulante/ativo total (divisão do passivo circulante pelo ativo total) é de **0,1667** (R\$1.000,00 / R\$6.000,00). Suponha que o custo de seu passivo circulante seja de 2%, enquanto o custo médio de seu passivo não circulante seja de 10%.

Considerando que seja realizada uma transferência de R\$500,00 do PNC para o PC, o PNC terá novo saldo de R\$2.500,00 enquanto que PC ficará com R\$1.500,00. O novo índice passivo circulante/ativo total será **0,25** (R\$1.500,00 / R\$6.000,00).

Num primeiro momento, desconsiderando as transferências citadas (entre PNC e PC) e aplicando os percentuais (2% sobre PC e 10% sobre PNC), o resultado será de **R\$320,00** [(2% . R\$1.000,00 = R\$20,00) + (10% . R\$3.000,00 = R\$300,00)]. Agora, considerando a movimentação entre as contas de PNC e PC, poderá ser observada uma queda nos custos de R\$320,00 (calculado anteriormente) para **R\$280,00** [(2% . R\$1.500,00 = R\$30,00) + (10% . R\$2.500,00 = R\$250,00)].

Neste cenário, considerando que AC era de R\$2.000,00 – tabela 1 no início do problema, o CCL da empresa decrescerá de um nível inicial de **R\$1.000,00** (R\$2.000,00 – R\$1.000,00) para **R\$500,00** (R\$2.000,00 – R\$1.500,00). A tabela a seguir mostra os resultados.

Tabela 4 – Efeitos de uma variação nos passivos circulantes

Item	Valor inicial	Valor após a variação	Situação
Índice AC/AT	0,1667	0,2500	aumento
Lucro	R\$320,00	R\$280,00	queda no custo
CCL	R\$1.000,00	R\$500,00	aumento do risco

Conclusão

Pudemos observar neste capítulo que a função básica e principal da administração financeira é bem equacionar a relação que existe entre a obtenção de recursos e a alocação dos mesmos. Vimos ainda que, para que isso ocorra, há necessidade de perceber que não existe sincronia entre a obtenção e alocação dos recursos, na medida em que os compromissos assumidos por uma empresa não ocorrem exatamente no momento das entradas de receitas e dos recursos levantados.

Por fim, fica claro que o grande desafio da administração financeira é o binômio liquidez *versus* rentabilidade na medida em que representam variáveis que caminham no mesmo sentido, o que torna complexa sua administração na medida em que os grupos de contas envolvidos na análise possuem retornos (o caso dos ativos) e custos (o caso dos passivos).

Ampliando seus conhecimentos

Dois tipos de risco

(DAMODARAN, 2007)

O risco, como o definimos em finanças, é mensurado com base nos desvios dos retornos efetivos sobre um investimento em relação a seus retornos esperados. Existem dois tipos de risco. O primeiro, chamado risco de patrimônio líquido, refere-se a investimentos nos quais não existem flutuações de caixa prometidos, mas fluxos de caixa esperados. O segundo, chamado risco de não pagamento, refere-se a investimentos com fluxos de caixa prometidos.

Sobre investimentos com risco de patrimônio líquido, o risco é melhor mensurado analisando-se a variância de retornos efetivos em relação a retornos esperados, com uma maior variância indicando um risco maior. Esse risco divide-se em risco que afeta um ou alguns investimentos, que chamamos de risco específico de uma empresa, e risco que afeta muitos investimentos, que chamamos de risco de mercado. Quando os investidores diversificam, eles podem reduzir sua exposição ao risco específico de uma empresa. Presumindo que os investidores que negociam na margem são bem diversificados, concluímos que o risco que deveríamos estar examinando com investimentos em patrimônio líquido é o risco de mercado [...].

Sobre um investimento com risco de não pagamento, o risco é mensurado pela probabilidade de que os fluxos de caixa prometidos possam não ser cumpridos. Investimentos com risco mais alto de não pagamento têm taxas de juros mais altas, e o prêmio que demandamos sobre uma taxa sem risco é o prêmio de não pagamento. Para a maioria das companhias norte-americanas, o risco de não pagamento é mensurado pelas agências classificadoras na forma de uma classificação da empresa; essas classificações determinam, em grande parte, as taxas de juros com base nas quais essas empresas podem

tomar emprestado. Mesmo na ausência de classificações, as taxas de juros incluirão um prêmio de não pagamento que reflete as avaliações de risco de não pagamento dos financiadores. Essas taxas de juros ajustadas ao risco de não pagamento representam o custo de tomar emprestado ou de dívida para uma empresa.

Atividades de aplicação

1. O principal objetivo de uma empresa é buscar a maximização da riqueza de seus proprietários. Para que isso ocorra, é necessário que haja certo tempo para sua concretização. Surge, então, a perspectiva de longo prazo na empresa. Explique o que é tal perspectiva de longo prazo no processo de maximização da riqueza.
2. Um dos principais desafios da administração financeira é bem equacionar a relação que existe entre liquidez e rentabilidade. Enquanto a liquidez está relacionada à capacidade de honrar suas dívidas acordadas nos prazos estabelecidos, a rentabilidade implica no retorno do capital investido na empresa. Se isso é um fato, qual a dificuldade em equacionar essa relação?
3. As duas tarefas básicas da administração financeira são a obtenção (levantamento) de recursos e a alocação dos mesmos, tudo isso nas melhores condições possíveis. Dada a natureza de bem levantar e alocar os recursos para uma empresa, onde está sua dificuldade em realizar essas duas tarefas?

Funções financeiras da empresa

1. A perspectiva de longo prazo está relacionada a um dos aspectos para que haja maximização da riqueza. Para que uma empresa consiga efetivamente maximizar a riqueza dos proprietários (acionistas, através da valorização de suas ações) e por outro lado, para que maximize a riqueza da própria empresa (através do aumento do patrimônio com o emprego do lucro em máquinas e equipamentos) é necessário tempo para que se concretize esses resultados. A ideia de perspectiva de longo prazo está relacionada à ideia de tempo para que a empresa se desenvolva e concretize suas metas.
2. A dificuldade ocorre na medida em que liquidez e rentabilidade caminham juntas na administração financeira. Se a empresa procurar priorizar a liquidez, certamente vai comprometer a rentabilidade pois algum recurso deixará de ser feito em ativos fixos. A recíproca também é verdadeira, se a empresa priorizar sua rentabilidade certamente comprometerá sua liquidez.
3. A dificuldade está no descompasso dos fluxos de entrada e de aplicação dos recursos. Dito diferentemente, não existe sincronização entre levantar um recurso e alocá-lo.

