

Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa



FINANÇAS CORPORATIVAS E AS DECISÕES FINANCEIRAS DE LONGO PRAZO  
EM EMPRESAS FAMILIARES

**Rodolfo Almeida Lopes**

Tese submetida como requisito parcial para obtenção do grau de  
**Mestre em Gestão de Empresas**

Orientador:

Prof. Doutor Carlos Gonçalves,

Professor Auxiliar, ISCTE Business School, Departamento de Gestão

Maio 2010

Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa



FINANÇAS CORPORATIVAS E AS DECISÕES FINANCEIRAS DE LONGO PRAZO  
EM EMPRESAS FAMILIARES

**Rodolfo Almeida Lopes**

Tese submetida como requisito parcial para obtenção do grau de  
**Mestre em Gestão de Empresas**

Orientador:

Prof. Doutor Carlos Gonçalves,

Professor Auxiliar, ISCTE Business School, Departamento de Gestão

Maio 2010

## **RESUMO**

Esta pesquisa examina o processo decisório financeiro em uma empresa familiar brasileira de grande porte que atua no comércio varejista. A informalidade existente nas decisões financeiras da empresa familiar motivou o interesse em realizar esse estudo. A revisão teórica identifica o conceito de investimento, destaca as etapas de um projeto de investimento e aponta as ferramentas de avaliação financeira de um investimento. As teorias de estrutura de capital da empresa são discutidas de forma sucinta no trabalho, dando maior ênfase as opções de financiamento e a determinação do seu custo. Apesar de focado nas decisões de investimento e financiamento, o trabalho apresenta também a definição de empresa familiar de diferentes autores e o que já foi discutido sobre o assunto. Um breve histórico sobre o surgimento da empresa familiar ajuda a entender melhor alguns comportamentos e atitudes adotados na gestão da empresa familiar. Por fim, são apresentados os resultados obtidos na pesquisa, orientados pela teoria arrolada durante o trabalho. O trabalho espera contribuir para uma mudança de comportamento em relação a aplicação da teoria financeira no cotidiano das empresas familiares.

Palavras-chave: Empresa familiar, finanças corporativas, decisão de investimento, decisão de financiamento.

JEL Classification System: G30 e G31.

## **ABSTRACT**

This research examines the financial decision process at a Brazilian large retail family business. The informal financial decision has motivated the wish to start this research. The theoretical review defines the concept of investment, highlights the steps of an investment project and points the financial evaluation techniques. The capital structures theories are discussed in a general ways, given more emphasis to the financial options and its costs determination. Although its focus on investment and financial decisions, this research features the definition of a family business from different authors and what has been discussed so far about it. A brief historical about the origins of the family business helps to better understand some attitudes and behavior in family business management. At last, the results are presented oriented by the shown theories. This research hopes to contribute for changing the behavior while applying financial theory on day by day of the family business.

**Keywords:** Family Business, corporate finance, investment decision, financial decision.

**JEL Classification System:** G30 e G31.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 2.1 As etapas de um projeto de investimento. ....	18
Figura 2.2 As decisões financeiras no balanço patrimonial .....	27
Figura 2.3 Relação entre o volume financiado e taxa média (1999-2008) .....	33
Figura 3.1 Hierarquia na empresa e na família. ....	35
Figura 3.2 Tipos de empresas de acordo com a geração .....	37
Figura 3.3 Organograma da diretoria e conselho de administração da empresa.....	42

## LISTA DE TABELAS

Tabela 2.1 Técnicas de avaliação de projetos usadas por empresas brasileiras.....	21
Tabela 2.2 Valor presente líquido de um projeto .....	23
Tabela 2.3 Valor presente líquido e taxa k.....	25
Tabela 3.1 Quadro societário da empresa Claudino. ....	41
Tabela 3.2 Classificação da empresa Claudino pela proposta de Casillas, Vázquez & Dias. ....	43
Tabela 4.1 Cálculo dos juros sobre o capital próprio. ....	50
Tabela 4.2 Recursos próprios captados entre 2005 e 2009 (valores em Euro).....	51
Tabela 4.3 Recursos de terceiros captados entre 2005 e 2009. ....	52
Tabela 4.4 Custos e benefícios de investimentos realizados entre 2005 e 2009.....	52

## LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 2.1 Valor presente de um fluxo de caixa .....	22
Equação 2.2 Valor presente líquido (VPL) .....	23
Equação 2.3 Taxa interna de retorno (TIR) .....	24
Equação 2.4 Weighted Average Cost of Capital .....	29
Equação 2.5 Custo da ação preferencial .....	31
Equação 2.6 Custo da ação ordinária usando o modelo de Gordon.....	31

## **AGRADECIMENTOS**

À Deus, pela saúde e proteção.

Aos meus pais, Carlos e Conceição, pelo amor e educação dados a mim.

A minha esposa Joene, pela compreensão nos momentos de ausência, pelo amor, apoio e motivação.

Aos meus irmãos Stefano, Carlos Junior e Jenice, pelo apoio e incentivo.

Ao senhor João Claudino Junior, por acreditar na contribuição do estudo e pelo suporte financeiro.

Ao Aguiar, pelas conversas que tanto ajudaram na compreensão da vida prática da empresa.

Aos colegas de trabalho, pela tolerância com as discussões sobre o trabalho.

Ao meu orientador, professor Carlos Gonçalves, pela orientação objetiva e esclarecimentos.

À Mariana Rodrigues, que sempre deu um excelente suporte acadêmico.

Aos meus colegas de curso, que trocamos dúvidas e experiências que ajudaram na elaboração do trabalho.



## INDICE

<b>RESUMO .....</b>	<b>III</b>
<b>ABSTRACT .....</b>	<b>IV</b>
<b>LISTA DE FIGURAS .....</b>	<b>V</b>
<b>LISTA DE TABELAS.....</b>	<b>VI</b>
<b>LISTA DE EQUAÇÕES.....</b>	<b>VII</b>
<b>AGRADECIMENTOS.....</b>	<b>VIII</b>
<b>CAPÍTULO 1 - Enquadramento do projeto.....</b>	<b>10</b>
1. 1. Introdução.....	10
1. 2. Objetivos .....	12
1. 3. Metodologia .....	12
<b>CAPÍTULO 2 - Revisão da literatura .....</b>	<b>14</b>
2. 1. Origem e razão do investimento.....	14
2. 2. Projetos de investimentos e orçamento de capital.....	17
2. 3. Avaliação econômica do investimento.....	20
2. 4. Estrutura de Capital.....	26
2. 5. Financiamento com capital próprio.....	29
2. 6. Financiamento com capital de terceiros .....	31
<b>CAPÍTULO 3 - A empresa familiar na região nordeste do Brasil .....</b>	<b>34</b>
3. 1. Definição de empresa familiar .....	34
3. 2. Empresa familiar no mundo e no Brasil.....	38
3. 3. Empresa objeto de estudo.....	40
<b>CAPÍTULO 4 - Aplicação do quadro conceitual à empresa familiar .....</b>	<b>44</b>
4. 1. Investimento na empresa familiar .....	44
4. 2. Financiamento na empresa familiar .....	49
<b>CAPÍTULO 5 - Conclusões .....</b>	<b>54</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>58</b>
<b>ANEXOS .....</b>	<b>63</b>

## **CAPÍTULO 1 - ENQUADRAMENTO DO PROJETO**

### **1. 1. Introdução**

O comércio varejista é a atividade de vender produtos e serviços ao consumidor final. É o varejista que desempenha o papel de ligação entre quem produz e quem consome. Essa atividade apresentou um grande desenvolvimento nos últimos anos, por exemplo, os novos modelos de negócio que surgiram: fast-food, hipermercados, lojas de conveniência, varejo virtual, etc.

A consolidação do varejo trouxe consigo o aumento na concorrência em função da homogeneidade dos produtos ofertados, opções de pagamento e crédito e dos canais de compras disponíveis para o consumidor. Restando poucas alternativas para atrair o consumidor, a tendência natural foi de redução nos preços como forma de diferenciação. Contudo, a redução de preço não é uma prática saudável, pois no longo prazo, reduz as margens de lucro e elimina a rentabilidade do negócio. Consciente desse comportamento, as empresas varejistas têm demonstrado preocupação com o futuro do setor e busca alternativas para reverter as perdas ocorridas nas margens de lucro e evitar futuras quedas de rentabilidade.

Esta preocupação leva os administradores a buscarem alternativas e soluções que contribuam para uma melhoria no desempenho da empresa. Algumas dessas alternativas estão na área financeira. No entanto, deve-se antes, avaliar internamente os processos financeiros da empresa para conhecer a sua estrutura financeira. É importante que os processos e a estrutura financeira estejam adequados para produzirem informações confiáveis e válidas aos administradores da empresa.

O cenário apresentado gera uma preocupação maior nas empresas familiares. Isso acontece não por falta de capacidade administrativa dos gestores, mas pela estrutura informal das empresas familiares. Dentre as gerações de uma empresa familiar, a segunda geração é a que tem maior responsabilidade pela continuidade da empresa. Essa responsabilidade está acompanhada da preocupação com a consolidação do negócio e a necessidade de estrutura para o crescimento. É exatamente nesse estágio que a empresa avalia se a sua estrutura está

adequada para atender o crescimento desejado.

A experiência tem demonstrado que as empresas familiares na segunda geração reconhecem a informalidade como uma característica de sua estrutura. Esse reconhecimento revela uma fraqueza herdada da primeira geração. Na primeira geração quem está na administração e liderança da empresa é o seu fundador e empreendedor. A dedicação do empreendedor em erguer a empresa e alcançar o sucesso é superior a tudo, inclusive a formalização de processos. Acontece que, para o empreendedor a formalização de processos soa como uma burocracia desnecessária que bloqueia o desenvolvimento da empresa. Essa concepção da formalização como burocracia é assimilada pela cultura da empresa e espalha-se por toda ela.

A experiência do autor como funcionário de uma empresa familiar e o contato com a área financeira da empresa ao longo de 14 anos, permitiu observar o processo decisório financeiro da empresa. A observação gerou dúvidas sobre o processo decisório, tipo: quem participa do processo, como surgem os investimentos e como eles são avaliados, como os recursos financeiros são captados e como são selecionados, entre outras. Ao indagar as pessoas na empresa sobre o processo decisório, as respostas nunca eram completas e sempre demonstravam subjetividade e ausência de metodologia para basear as decisões financeiras.

No contexto da empresa familiar, as decisões financeiras têm uma fundamentação empírica e baseiam-se na experiência e sensibilidade do seu fundador em tomar as decisões corretas. Esse é um comportamento observado na primeira geração da empresa quando o fundador é o centralizador das decisões. No entanto, na segunda geração isto não é mais possível porque as decisões iniciam um processo de descentralização e nem todas as pessoas que participarão das decisões contarão com a mesma habilidade e experiência do fundador para tomar decisões de forma intuitiva. A partir dessa situação gerada pela mudança da primeira para a segunda geração na empresa familiar, onde surge um vácuo administrativo, é que a pesquisa buscará desenvolver o conhecimento que contribua para minimizar os efeitos desse vácuo através da análise dos processos decisórios na área financeira da empresa.

Interessa-nos pesquisar como os processos de decisão financeira serão transmitidos para a próxima geração, se não existe nenhuma formalização desses processos? até que ponto a empresa familiar adota essas alternativas no momento de considerar um investimento? As considerações são adotadas total, parcial ou não são adotadas? Se não são adotadas, o que

fundamenta as decisões de investimentos? Em relação a decisão de financiamento, e considerando os tipos de capitais de terceiros e próprios, existe uma preocupação por parte da empresa familiar com a estrutura de capital? A empresa familiar utiliza o financiamento próprio em algum momento? Que formas de financiamento através de capital de terceiros são utilizadas? Qual o processo para a tomada de decisão do financiamento?

## **1. 2. Objetivos**

- Examinar o processo de decisão financeira na empresa familiar;
- Identificar o nível de utilização da teoria financeira no cotidiano da empresa familiar;
- Alinhar o uso da teoria com a prática nas decisões financeiras da empresa familiar.

## **1. 3. Metodologia**

A metodologia escolhida para desenvolver o trabalho é o estudo de caso. A escolha reflete o desejo de realizar uma pesquisa aprofundada e que permita observar o objeto de estudo no seu ambiente natural. A pesquisa tem caráter de aplicação prática com aspectos qualitativos. Em função de seus objetivos a pesquisa é exploratória, pois pretende esclarecer e aumentar o entendimento sobre o problema pesquisado.

A entrevista será utilizada como meio para obter informações sobre o funcionamento financeiro da empresa a partir da ótica de seus gestores. As entrevistas serão confrontadas com os resultados de outras fontes de dados. Segundo Gil (2009), as entrevistas podem ser divididas em entrevistas estruturadas, entrevistas abertas, entrevistas guiadas, entrevistas por pautas e entrevistas formais. As entrevistas estruturadas têm perguntas e respostas predeterminadas e possibilitam um tratamento quantitativo do seu resultado. Nas entrevistas abertas apenas as perguntas são predeterminadas permitindo ao entrevistado liberdade para responder. Na entrevista guiada, o assunto é apresentado previamente ao entrevistado, mas o transcorrer da entrevista é guiado pelo entrevistador. As entrevistas por pautas possuem uma relação de tópicos para serem explorados e permitem liberdade ao entrevistado nas respostas. Por último a entrevista informal, que é pouco estruturada e é orientada apenas pelo objetivo do pesquisador.

Dentre os tipos de entrevistas citadas, as entrevistas por pautas e a informal são as mais

adequadas para a coleta de dados nessa pesquisa. Esses dois tipos de entrevistas permitirão uma melhor aproximação e aprofundamento dos aspectos decisórios da empresa, dada a pouca formalização dos processos e a centralização das decisões no fundador da empresa e seus filhos. As pessoas que serão entrevistadas participam diretamente do processo decisório financeiro e do cotidiano da empresa. Serão entrevistados o presidente, o vice presidente, o diretor comercial, o diretor financeiro e o diretor de contabilidade.

Além das entrevistas, toda a documentação elaborada pela empresa que tenha relação com os objetivos da pesquisa será utilizada também como fonte de pesquisa. Os documentos utilizados para subsidiar as decisões, para demonstrar resultados, para avaliar resultados, que contenham aspectos históricos da empresa e de relevância para o trabalho serão utilizados na pesquisa. Juntos, as entrevistas e os documentos da empresa contribuirão para a construção do conhecimento dos aspectos internos da empresa que permitirão elaborar um perfil administrativo que será analisado no estudo. Toda a fonte bibliográfica (livros, artigos, teses e outros) utilizada será base para a elaboração dos aspectos técnicos que serão confrontados com a realidade constatada na empresa a partir dos seus aspectos internos.

## **CAPÍTULO 2 - REVISÃO DA LITERATURA**

Segundo Damodaran (2002) as decisões financeiras são classificadas em três grupos: as decisões de investimento, as decisões de financiamento e as decisões de dividendos. As decisões de investimento são relativas ao uso ou aplicação de um determinado montante dos recursos financeiros. As decisões de financiamento são relativas à origem ou fonte dos recursos financeiros a serem aplicados em um determinado investimento. As decisões de dividendos tratam de como e qual o valor do resultado das operações será devolvido aos acionistas da empresa.

A maior parte dos estudos concentra-se nas decisões de investimento e financiamento, e consideram essas duas decisões como as grandes decisões financeiras. A razão para essa concentração baseia-se no fato de abrangerem as decisões que afetam ou orientam a atividade e operacionalização das empresas, ou seja, as decisões de tomar dinheiro emprestado, comprar a prazo, adquirir bens para o ativo imobilizado, ampliar a capacidade produtiva, administrar fluxo de caixa, etc.

### **2. 1. Origem e razão do investimento**

Antes mesmo de a empresa definir o projeto de investimento, devemos entender o que existe além dessa definição. “Na origem de um projeto de investimento existe, antes de mais nada, uma idéia de investir.” (Galesne et al, 1999). A existência de uma idéia antes do querer investir é fundamental para uma empresa, pois “o crescimento de uma empresa, e até sua habilidade de se manter competitiva e de sobreviver, depende de um fluxo constante de idéias para novos produtos, de maneiras de tornar melhores os produtos existentes e de formas de operar a um custo mais baixo” (Brigham e Ehrhardt, 2008).

A idéia para um investimento pode ter origem na reclamação de um cliente, na solicitação de um fornecedor ou na sugestão de um funcionário. A capacidade da empresa em captar essas idéias terá um impacto direto no número de projetos de investimentos gerados. Galesne et al (1999) afirma que em algumas empresas existe uma grande preocupação em gerenciar uma estrutura que favoreça essas idéias. Contudo, como veremos posteriormente, a idéia por si só não é razão suficiente para a realização de um investimento. Este fato não diminui a importância de manter um ambiente favorável à captação de idéias dentro da empresa, pois

uma idéia que deixa de ser captada pode significar para a empresa perder uma boa chance de investimento. Assim, entendemos que a idéia, além de ser o primeiro, é também o principal elemento na geração de um projeto de investimento.

O investimento supõe uma troca intertemporal (Giannetti, 2005). O mecanismo de troca intertemporal apresenta duas modalidades: usufruir agora, pagar depois e, pagar agora, usufruir depois. Na primeira modalidade o benefício é antecipado e o custo postergado. A segunda modalidade remete para o conceito de investimento, onde o custo é antecipado e o benefício é postergado na expectativa de um benefício superior ao proporcionado hoje. A empresa precisa entender esse mecanismo para conseguir adotar o melhor posicionamento diante da decisão de investimento.

A partir das modalidades de troca intertemporal dois aspectos relativos aos investimentos podem ser percebidos. Primeiro, a noção de tempo, o hoje e o futuro. Segundo, a capacidade sedutora que o investimento possui em relação ao investidor, isto é, a possibilidade de proporcionar um benefício futuro maior, de forma tal que o investidor desista do benefício atual. As decisões de consumo intertemporal (Ross *et al*, 2008) apresentam de fato as duas oportunidades de consumo: hoje e amanhã. O que definirá o momento do consumo, entre outros aspectos, será a taxa de juros. É a taxa de juros que exercerá o papel de atrair o investidor em maior ou menor intensidade para a realização do investimento.

As decisões de investimentos consistem em escolher uma alternativa de aplicação de capital que apresente a melhor remuneração para os proprietários do capital. Para realizar essa escolha necessita-se saber os fluxos de caixa produzidos pela aplicação do capital e fazer uma análise econômica posterior desses fluxos de caixas. Sobre o aspecto temporal das decisões de investimento, Neto e Lima (2009, p. 350) afirmam que “uma decisão de investimento de capital deve ser tratada, essencialmente, como uma decisão de longo prazo, em que se inserem preocupações com a continuidade e competitividade das empresas”.

Um investimento realizado resulta na aquisição de um ativo para a empresa. Salazar e Benedicto (2004, p. 21) descrevem o ativo, como a “representação, em termos monetários, de todos os bens e direitos de propriedade da empresa, ou seja, descreve os recursos investidos pela empresa”. Complementam a descrição citando que os recursos aplicados no ativo têm capacidade de gerar receitas futuras. Müller e Antonik (2008) consideram que a descrição do

ativo como bens e direitos tem caráter contábil, e que compreender o ativo como registro do capital aplicado tem caráter financeiro. Ainda sobre o conceito de bem, Sá (1994, p. 33) em seu Dicionário de Contabilidade, discorda do conceito contábil atribuído ao ativo como conjunto de bens e direitos, e afirma que ativo é o “conjunto de valores que expressa o investimento, ou as aplicações de capital”. Considerando o conceito de ativo sob a ótica contábil e financeira podemos dizer que o ativo representa os investimentos de capital em bens e direitos.

Cabe diferenciar o conceito entre bens e direitos. Um bem representa um elemento corpóreo (dinheiro, máquinas, veículos, estoques, etc) ou incorpóreo (marcas, goodwill, direitos autorais, etc). Um direito representa uma exigibilidade sobre um bem em posse de terceiros, por exemplo, ações de uma empresa, títulos de dívida, debêntures, duplicatas a receber, etc. Essa diferença faz-se importante para determinar o tipo de investimento que será investigado nesse trabalho.

Esta pesquisa será limitada aos gastos de capital realizados em bens. Implica dizer que os gastos de capital realizados em direitos (exigibilidades sobre um bem) não serão abordados. A razão para essa limitação está no fato dos bens serem os verdadeiros geradores de riqueza da empresa. Essa constatação é confirmada pela diferença que Mayo (2008) faz entre os investimentos realizados em ativos reais e ativos financeiros. Para ele, os investimentos em ativos financeiros são apenas transferências de ativo, enquanto os investimentos em ativo real criam uma potencialidade para aumentar a oferta de produtos ou serviços. Quando o investimento em ativo real consegue aumentar a oferta da empresa o investimento terá aumentado a riqueza da empresa.

Conforme Matias (2007) “uma organização não deve elaborar aleatoriamente suas propostas de investimentos. Tais propostas devem estar ligadas ao seu planejamento estratégico”. Podemos relacionar algumas idéias de investimentos com as motivações apresentadas por Mellagi Filho (2003), são elas: a concorrência, a demanda, a tecnologia, a alteração na estrutura de mercado, a política econômica e a manutenção.

Investir em função da concorrência é uma forma de reagir ao avanço das empresas concorrentes no mercado. O aumento da demanda por um produto pode provocar na empresa um investimento que eleve a sua capacidade produtiva para ser capaz de atender a nova



demanda. Existem ainda os investimentos realizados com o objetivo de atualização tecnológica para melhorar a eficiência produtiva da empresa. Quando a empresa possui um produto ou serviço que não atende mais a necessidade do seu cliente é obrigada a realizar investimentos para desenvolver um novo produto ou serviço. Para Mellagi Filho (2003), quando isso ocorre é porque houve uma alteração na estrutura de mercado. A influência da política econômica na realização de um investimento ocorre através de incentivos fiscais criados para promover a produção de um determinado bem. Por fim, resta o investimento para manutenção dos ativos fixos que são responsáveis pela capacidade produtiva da empresa.

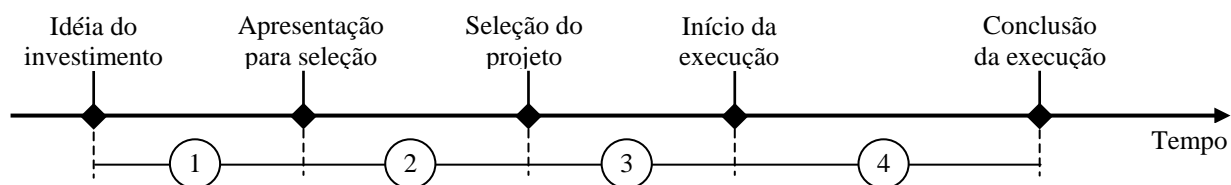
Um estudo sobre a visão das empresas e investidores num mercado em mudança, publicado pela empresa de consultoria Deloitte (2009), entre as decisões de investimentos a serem priorizadas nos próximos 2 ou 3 anos, a maior parte está relacionada ao aprimoramento e ampliação do processo produtivo e desenvolvimento de novos produtos e serviços. Para conseguir atingir esses objetivos os investimentos deverão ser realizados em ativos reais e não em ativos financeiros, o que reforça a idéia de focar a pesquisa nesse tipo de investimento.

## **2. 2. Projetos de investimentos e orçamento de capital**

### **Projetos de investimentos**

Muito embora seja comum a utilização das palavras investimentos e projetos de investimentos como sinônimos, faremos a distinção entre elas em função das várias ocorrências chamando atenção para esse fato. Enquanto um investimento consiste no ato de comprometer o capital visando a geração de benefícios futuros, um projeto de investimento é um plano organizado e estruturado em fases ou etapas que identificam o início, meio e fim do processo de investir.

Em toda empresa deve existir um esforço para propiciar um clima capaz de gerar idéias para novos investimentos, como dito no item anterior. As idéias serão testadas e estruturadas na forma de um projeto de investimento. O projeto de investimento pronto será avaliado para saber se é viável. Em caso positivo, ocorrerá uma seleção que utilizará alguns dos métodos disponíveis, tais como: valor presente líquido, taxa interna de retorno, etc. O projeto selecionado será implementado e acompanhado para certificar-se que seus resultados são os esperados. As etapas de um projeto estão bem demonstradas por Galesne *et al* (1999, p.17) conforme a Figura 2.1 abaixo:



**Figura 2.1** As etapas de um projeto de investimento.

Fonte: Adaptado de Galesne *et al*, 1999.

O projeto de investimento inicia-se na captação de uma idéia de investimento e na elaboração de um projeto de investimento a ser apresentado para seleção (1). Após a apresentação dos projetos de investimentos eles passarão por uma avaliação para decidir quais seguirão para a seleção (2). Selecionado o projeto, iniciam-se os procedimentos necessários para a sua execução, caso não seja possível executar ele será cancelado (3). Entre a fase inicial e sua conclusão, no período de implementação serão gerados os fluxos de caixa do projeto (4).

Uma estrutura mais simples e direta de projeto de investimento é a sugerida por Damodaran (2002) que possui um custo inicial, um período específico de fluxos de caixa e um valor residual. Podemos considerar as observações de Lapponi (2007), a cerca de um projeto de investimento, como o conteúdo do projeto de investimento, que são as suas estimativas, avaliações e recomendações para aceitar ou não o projeto. Souza e Clemente (2009) ajudam a ressaltar a vantagem do projeto de investimento, que é a redução do risco do investimento, em função da elevação do nível de informações sobre as implicações envolvidas no investimento. A outra vantagem é que o projeto permite uma simulação da execução do investimento.

Um projeto de investimento pode ser classificado em função de várias razões, desde o seu porte ou prazo, até o nível de impacto na empresa. Geralmente, o projeto de investimento não é único na empresa. Como dito por Souza e Clemente (2009, p.138) são múltiplas alternativas de investimentos. Excluindo as empresas que tenham a capacidade de aceitar e executar todos os projetos apresentados, o comum é que as empresas tenham que fazer uma opção dentre os projetos disponíveis. A classificação mais utilizada para os projetos de investimento é a que considera o tipo de relacionamento entre os projetos.

As classificações de projetos de investimentos apresentadas por Gitman (2004) e Brigham e Ehrhardt (2008) são baseadas nos reflexos do fluxo de caixa de um investimento em outro investimento, e podem ser independentes ou mutuamente exclusivos. Já Galesne *et al* (1999) e Souza e Clemente (2009) orientam suas classificações em função do grau de dependência

entre os projetos de investimentos, quais sejam: independente, mutuamente excludentes e contingentes.

Condensamos as classificações em projetos mutuamente excludentes, que são aqueles que ao ser escolhido elimina a possibilidade de aceitação dos demais projetos. Projetos independentes, que não sofrem influência de outros projetos, e projetos contingentes, que exigem ou apresentam uma condição prévia para sua realização.

### **Orçamento de capital**

Orçamento de capital é a parte do processo de decisão de investimento de longo prazo que avalia, compara e seleciona que projetos de investimento devem ser executados. Dada a impossibilidade de reverter a decisão, o volume de capital envolvido, o prazo de duração e o correto tempo em que deve ser realizada, a decisão de investimento é extremamente importante para o futuro da empresa. “As decisões de orçamento de capital são fundamentais para o sucesso ou fracasso da empresa”<sup>1</sup> (Brealey, Myers e Marcus, 2001).

A importância de uma decisão correta é reforçada pelo fato de envolver um recurso limitado, o capital. O capital disponível para a empresa será limitado em função da capacidade financeira dos seus sócios e da própria empresa e da disposição de outras empresas ou instituições em emprestar capital para a empresa. Estamos dizendo que, quer seja o capital próprio ou de terceiros, ele será limitado.

A empresa deve observar no processo de avaliação e seleção de alternativas de investimento se ela é capaz de realizar: “a) dimensionamento dos fluxos de caixa de cada proposta de investimento gerada; b) avaliação econômica dos fluxos de caixa com base na aplicação de técnicas de análise de investimentos; c) definição de taxa de retorno exigida pelos proprietários de capital e sua aplicação para o critério de aceitação de projetos de investimento; d) introdução do risco no processo de avaliação de investimentos.” (Assaf Neto, 2007).

Um bom investimento deve pagar seus custos e gerar um valor residual que estimule a

---

<sup>1</sup> “Capital budgeting decisions are central to the company’s success or failure.” Tradução do autor.

realização do investimento. Para iniciar, devemos então quantificar o custo inicial necessário para a realização do investimento e depois avaliar os benefícios gerados por esse investimento para julgar pela execução ou não do investimento. Segundo Berk e Demarzo (2009) os projetos de investimentos podem afetar a empresa nas suas receitas ou em seus custos. Pode-se esperar que os benefícios gerados sejam um aumento de receitas ou uma redução nos custos, qualquer uma das situações ocorrerá um aumento no valor da empresa.

A quantificação do custo inicial do investimento passa pela identificação das despesas e receitas geradas pelo investimento no primeiro momento. Suponhamos que uma empresa decida substituir parte de sua frota de caminhões. Existirá a receita gerada pela venda dos caminhões usados e a despesa pela compra dos caminhões novos. Em um nível mais aprofundado devemos considerar outras despesas e receitas na determinação do custo inicial do investimento, tais como: recuperação ou pagamento de impostos, despesas com entregas, instalações e montagens, treinamentos, adaptações físicas, etc.

Da determinação do custo inicial e da influência do investimento nos resultados futuros da empresa resulta o fluxo de caixa do investimento. A utilização de fluxos de caixa no orçamento de capital é a ferramenta mais utilizada pelos métodos de avaliação de investimentos. Na tarefa de avaliar, comparar e selecionar investimentos são utilizados métodos já conhecidos na administração financeira como: payback descontado, valor presente líquido, taxa interna de retorno, índice de lucratividade, análise de sensibilidade entre outros.

### **2. 3. Avaliação econômica do investimento**

Com o projeto de investimento pronto precisamos analisar sua viabilidade econômica. A avaliação econômica deve ser realizada respeitando o pressuposto que o investimento será realizado totalmente com recursos próprios, pois o objetivo é testar a viabilidade do projeto independentemente do recurso que será utilizado para financiá-lo. Os elementos comuns a todos os investimentos são: o desembolso inicial, um período de fluxos de caixa e um valor residual. Estes elementos combinados são chamados de fluxo de caixa do investimento.

A escolha das técnicas de avaliação a serem abordadas nessa pesquisa está baseada em dois fatores: a relevância bibliográfica e a pesquisa elaborada por Benetti, Decourt e Terra (2007) sobre a prática das finanças corporativas no Brasil. Na pesquisa *The practice of corporate*

*finance in Brazil and in the USA* elaborada por Benetti, Decourt e Terra (2007), foi perguntado a diversas empresas brasileiras: “Com que frequência sua empresa usa uma das seguintes técnicas quando está decidindo que projeto ou aquisição realizar?”. O resultado da pesquisa pode ser conferido na Tabela 2.1:

**Com que frequência sua empresa usa uma das seguintes técnicas quando está decidindo que projeto ou aquisição realizar?**

Técnica	% de uso
Valor presente líquido (VPL)	62,8 %
Taxa interna de retorno (TIR)	60,2 %
Payback simples	53,5 %
Análise de sensibilidade (bom, justo, ruim)	48,9 %
Taxa de corte (Hurdle rate)	48,4 %
Payback descontado	42,4 %
Índice de rentabilidade (Profitability index)	41,5 %
Taxa de retorno contábil	41,0 %
Abordagem de múltiplos de rendimentos	36,8 %
Valor presente líquido ajustado	33,7 %
Value at risk (VaR) e outras técnicas de simulação	31,7 %
Opções reais	18,5 %

**Tabela 2.1 Técnicas de avaliação de projetos usadas por empresas brasileiras**

Fonte: Benetti, Decourt e Terra (2007)

Para essa pesquisa foram escolhidas as seis técnicas com maior percentual de utilização nas empresas conforme resultado da pesquisa na Tabela 2.1: valor presente líquido, taxa interna de retorno, payback simples, análise de sensibilidade, taxa de corte e payback descontado. A técnica da taxa de corte (48,4%) será abordada juntamente com a taxa interna de retorno devido à vinculação existente entre elas no critério decisório da taxa de corte. A ordem em que as técnicas serão abordadas não será a mesma ordem apresentada no resultado da pesquisa. A ordem obedecerá a uma seqüência que permita o entendimento gradual das técnicas e a relação que possa existir entre as técnicas de avaliação.

**Payback simples**

Apesar da sua simplicidade, a resposta que o payback simples fornece, atende a uma pergunta básica feita por todo investidor: em quanto tempo o meu investimento dará retorno? O payback simples limitasse exclusivamente a responder essa pergunta. Qualquer outra pergunta que exija um grau maior de critérios financeiros na resposta, não será atendida pelo método do payback simples.

Desconsiderar o valor do dinheiro no tempo e os fluxos de caixa do investimento ao longo do período, antes e depois de atingir o prazo exigido para retorno, permite não recomendar o método como critério válido para avaliação de investimentos, por não possuir uma base financeira forte. No máximo o método pode ser utilizado como uma condição mínima para que os projetos sigam adiante no processo de avaliação de sua viabilidade. Vale ressaltar, que de alguma forma o payback apresenta uma preocupação com o risco, pois a rejeição de um investimento com um payback alto está ligada as incertezas em relação aos acontecimentos futuros que influenciam o projeto. O nível de incerteza elevado reflete no investimento aumentando o risco do projeto.

### **Payback descontado**

O método do payback descontado é obtido da mesma forma que o payback simples. Porém, no payback descontado considera-se o valor do dinheiro no tempo. O valor do dinheiro no tempo é reconhecido através do cálculo do valor presente dos fluxos de caixa de cada período utilizando uma taxa de desconto ( $k$ ) conforme Equação 2.1.

$$VP = \frac{FC_t}{(1+k)^t}$$

**Equação 2.1 Valor presente de um fluxo de caixa**

Além das deficiências já citadas no método do payback simples, outro problema comum nas duas técnicas de payback é a falta de critério na determinação do tempo máximo exigido para um projeto. Para Ross *et al* (2008) a falta de diretrizes torna a escolha do tempo máximo arbitrária e a utilização do payback deve limitar-se a filtrar o grande volume de projetos existentes, pois a falta de critérios financeiros não permite outro uso.

### **Valor presente líquido (VPL)**

O Valor Presente Líquido (*Net Present Value*) é um dos mais utilizado dentro os métodos de avaliação de projetos. Segundo Groppelli e Nikbakht (2006) “deve ser visto como a técnica mais moderna de orçamento de capital”. O método do valor presente líquido<sup>2</sup> consiste na subtração do investimento inicial da soma dos valores presentes dos fluxos de caixa de um

---

<sup>2</sup> Net present value (NPV), Irving Fisher (1907).

projeto de investimento. É altamente importante que as estimativas dos fluxos de caixa sejam o mais próximo da realidade, pois todo o processo de avaliação é baseado nessas estimativas. Assim, quanto melhor a estimativa, melhor será o resultado da avaliação.

O cálculo do VPL é simples (Equação 2.2). Na sua fórmula existe o investimento inicial ( $I_0$ ), apresentado com sinal negativo para identificar que é um desembolso e acompanhado de zero para indicar que é realizado antes do primeiro ano do projeto. E os demais fluxos de caixas do investimento calculados a valor presente. O investimento só deverá ser aceito, em termos financeiros, se o resultado do VPL for positivo. Lapponi (2007) diz que: “O projeto é aceito se o capital investido durante certo prazo de análise for recompensado pelo valor do dinheiro no tempo, a inflação esperada e o risco associado ao destino desse capital”.

$$VPL = -I_0 + \frac{FC_1}{1+k} + \frac{FC_2}{(1+k)^2} + \frac{FC_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{FC_n}{(1+k)^n} = -I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+k)^t}$$

**Equação 2.2 Valor presente líquido (VPL)**

A combinação das taxas de remuneração do projeto, da inflação e do risco do projeto resulta na taxa ( $k$ ) requerida pela empresa. A determinação da taxa  $k$  é o maior desafio do método VPL para as empresas. Na Tabela 2.2 podemos avaliar os fluxos de caixa do projeto XY utilizando o VPL com uma taxa requerida de 10%. O valor positivo encontrado ( $VPL > 0$ ) demonstra que o projeto consegue recuperar o valor investido (\$1.000) e ainda gera valor adicional (\$290,94). Pelo critério decisório do VPL a recomendação é de aceitar o projeto.

Período	Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5
<b>Fluxos de caixa</b>	-\$ 1.000,00	\$ 100,00	\$ 300,00	\$ 400,00	\$ 500,00	\$ 500,00
<b>Valor presente</b>	-\$ 1.000,00	\$ 90,91	\$ 247,93	\$ 300,53	\$ 341,51	\$ 310,46
<b>Valor presente líquido</b>	\$ 290,94					

**Tabela 2.2 Valor presente líquido de um projeto**

A análise do VPL permite observar e separar dois momentos distintos: o retorno do capital e o retorno de capital. Quando falamos em retorno do capital estamos a nos referir ao momento no qual o investimento inicial foi recuperado, enquanto o retorno de capital é o ganho gerado pelo investimento. Essa distinção afeta a decisão do investimento, pois podem ocorrer casos em que o investimento apresente um curto prazo de retorno do capital, o que é bom, e um baixo retorno de capital em relação a outra opção de investimento que apresente um retorno do capital com longo prazo e alto retorno de capital. Tudo irá depender do comportamento

intertemporal adota pela empresa em relação aos investimentos, isto é, usufruir agora e pagar depois, ou pagar agora e usufruir depois.

### **Taxa interna de retorno (TIR)**

De acordo com a pesquisa elaborada por Graham e Harvey (2002) envolvendo 4.440 empresas, o valor presente líquido e a taxa interna de retorno são as duas técnicas de avaliação de projetos mais utilizadas pelas empresas. A taxa interna de retorno (*Internal Rate of Return*) é uma técnica de avaliação de investimentos que consiste em calcular a taxa que torna o valor presente líquido de um projeto igual a zero. Tanto o valor presente líquido quanto a taxa interna de retorno utilizam as mesmas informações para ser calculado (investimento inicial, fluxos de caixa e número de períodos). A taxa é considerada interna, pois não sofre influência de nenhuma outra variável “a não ser dos fluxos de caixa do projeto” (Ross *et al*, 2008).

A Equação 2.3 demonstra que a TIR é calculada partindo da mesma fórmula utilizada para calcular o VPL, que ao ser igualada a zero, implica dizer que o investimento inicial realizado será igual a soma dos valores presentes de todos os fluxos de caixa do projeto.

$$VPL = -I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{Cft}{(1 + TIR)^t} = 0 \quad I_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Cft}{(1 + TIR)^t} = 0$$

**Equação 2.3 Taxa interna de retorno (TIR)**

Para analisar a influência da taxa K sobre o comportamento do VPL elaboramos a Tabela 2.3. Para o mesmo fluxo de caixa foi calculado o VPL considerando diferentes taxas de desconto. Entre o primeiro (5%) e o último valor (30%) o VPL vai reduzindo, evidenciando um comportamento inverso ao aumenta da taxa, ou seja, quanto maior a taxa de desconto, menor o VPL. Dessa conclusão formamos o critério decisório para avaliar projetos com a TIR: projetos que possuam uma taxa de desconto superior a TIR, devem ser rejeitados e projetos que possuam uma taxa de desconto inferior a TIR, devem ser aceitos. O custo dos projetos deve sempre ser inferior a TIR, significa dizer que será possível recuperar e remunerar o investimento realizado nesse projeto.

Sem o uso de planilhas eletrônicas ou calculadoras financeiras, o método de tentativa e erro é a única maneira de calcular a TIR, ou seja, calcula-se o VPL várias vezes alterando as taxas



até encontrar uma que torne o VPL igual a zero. Esse método foi utilizado na Tabela 2.3, no caso, a taxa de 20% é a que mais se aproxima do valor da TIR, pois quase tornou o VPL nulo.

Período	Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5
Fluxos de caixa	-\$ 600,00	\$ 200,00	\$ 200,00	\$ 200,00	\$ 200,00	\$ 200,00
Taxa K	5%	10%	15%	20%	25%	30%
VPL	\$ 253,23	\$ 143,78	\$ 61,24	-\$ 1,56	-\$ 49,72	-\$ 86,84

**Tabela 2.3 Valor presente líquido e taxa k**

É importante fazer uma observação sobre a limitação no uso da TIR como método de avaliação de projetos. O exemplo acima (Tabela 2.3) é um fluxo de caixa convencional, pois ocorre apenas uma mudança de sinal durante todo o período do projeto. No ano zero é negativo e a partir do ano 1 é sempre positivo. Para esses fluxos de caixa só existirá uma TIR. Quando a empresa estiver avaliando um projeto de investimento que o fluxo de caixa possua mais de uma alteração de sinal, ela deve sempre utilizar outro método para avaliar o projeto e desconsiderar a TIR, geralmente o VPL é a opção mais adotada.

Toda empresa possui uma taxa mínima de atratividade para realizar um projeto. Essa taxa mínima é uma referência preestabelecida pela empresa como condição mínima para aceitação de um projeto. Para Mayo (2008) a taxa mínima de atratividade é o “retorno necessário para justificar a realização de um investimento.” A taxa mínima de atratividade, conhecida também como taxa de corte, é uma forma da empresa se proteger de projetos que não possuam uma rentabilidade, no mínimo igual ao projeto com menor rentabilidade possível de ser realizado pela empresa. Nesse ponto a Taxa Interna de Retorno (TIR) é utilizada como taxa de corte, quando a empresa não possui outra taxa referencial para utilizar.

### **Análise de sensibilidade**

A última técnica selecionada com base na pesquisa de Benetti, Decourt e Terra (2007) é a análise de sensibilidade. Essa técnica consiste na elaboração de hipóteses do tipo “se” que alteram variáveis que influenciam o VPL do projeto. Por exemplo, o que aconteceria com o VPL do projeto se as vendas subissem 10%, e se as despesas operacionais subissem 30%? Para Galesne *et al* (1999) a técnica “fornece informações úteis sobre o comportamento de parâmetros individuais do cálculo da rentabilidade do investimento”.

O VPL é calculado com base em fluxos de caixa, que por sua vez são estimativas de receitas e despesas geradas por um projeto. Como toda estimativa, as receitas e despesas de um fluxo de caixa, também estão sujeitas a distorções em função de mudanças ambientais. A manipulação de variáveis de receitas e despesas na análise de sensibilidade permite de certa forma, avaliar os efeitos de um erro na estimativa de uma variável. Fato esse, que tem maior importância se uma variável foi estimada com alto nível de incerteza ambiental. As variáveis mais utilizadas na análise de sensibilidade são: preço unitário, quantidade de unidades vendidas, custo de produção, despesas operacionais, etc.

“Ao realizar uma análise de sensibilidade, descobrimos quais suposições são as mais importantes; podemos, então, investir mais recursos e esforços para refiná-las” (Berk e Demarzo, 2009). Os autores sugerem na citação anterior uma vantagem da análise de sensibilidade, que é identificar as variáveis do fluxo de caixa com alto nível de influência no VPL e a possibilidade de aperfeiçoar a estimativa dessa variável para minimizar os efeitos do erro.

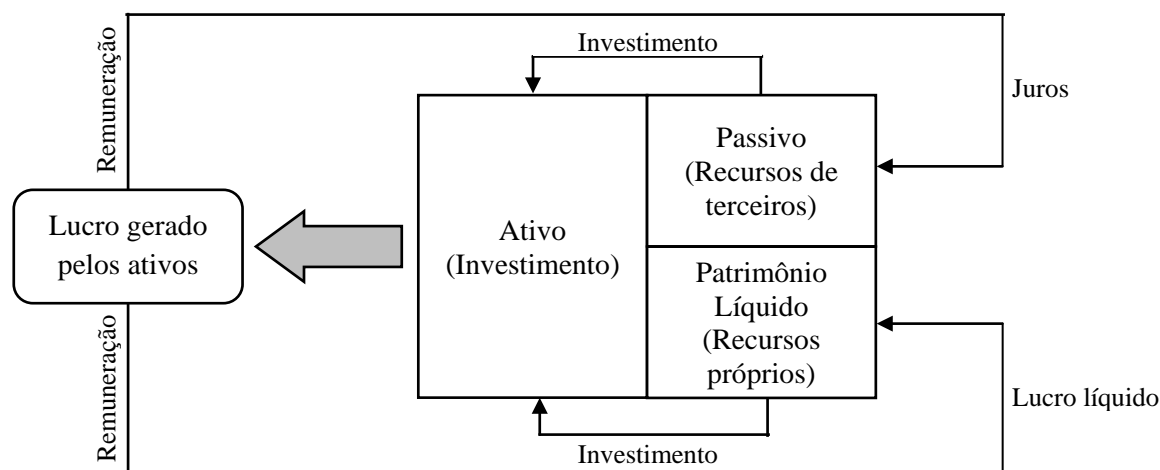
Quando a análise é realizada modificando mais de uma variável do VPL ao mesmo tempo, chamamos de análise de cenário. O mais comum é estabelecer três tipos de cenários: pessimista, mais provável e otimista. As variáveis são manipuladas para mais ou para menos em função do cenário escolhido. Por exemplo, podemos dizer que uma receita menor ou uma despesa maior que a estimada é um fato pessimista, e dizer que uma receita maior ou uma despesa menor que a estimada é um fato otimista. O uso de planilhas eletrônicas na realização da análise de sensibilidade torna o processo mais rápido e mais prático, pois a técnica exige a realização de um novo cálculo para cada nova suposição ou alteração de variável.

#### **2. 4. Estrutura de Capital**

A estrutura de capital de uma empresa é a composição ou combinação dos recursos financeiros utilizados para financiar sua atividade. A origem dos recursos financeiros está dividida em: recursos próprios e recursos de terceiros. Alguns autores utilizam a palavra recursos, outros utilizam a palavra capital para se referir ao valor que é utilizado no financiamento da atividade da empresa. Para Assaf Neto (2008) o conceito de estrutura de capital envolve apenas as fontes de financiamento de longo prazo, por admitir que as fontes de curto prazo apenas atendam demandas sazonais de financiamento e não financiam

investimentos permanentes na empresa. Observamos que não se trata de não considerar as fontes de financiamento de curto prazo como recursos de terceiros, mas de classificar a fonte do recurso em função da sua aplicação na operação ou em investimentos na empresa.

Gitman (2004) concorda com o entendimento de Assaf Neto ao afirmar que todos os itens apresentados no lado direito do balanço patrimonial, com exceção dos passivos circulantes, são fontes de capital. No entanto, Assaf e Lima (2009) alertam sobre o problema conceitual que pode ocorrer em países que, como o Brasil, sofreu um longo período com inflação alta e escassez de recursos de longo prazo e que por isso, não era possível trabalhar com projetos de longo prazo, acabando por adotar o conceito de capital para todo e qualquer valor, independentemente de sua maturidade (curto ou longo prazo). Como o trabalho trata das decisões de longo prazo, fica definido que apenas o financiamento de longo prazo será abordado, não cabendo aspectos do financiamento de curto prazo. Analisemos agora a figura abaixo sobre a dinâmica do fluxo do financiamento em uma empresa.



**Figura 2.2 As decisões financeiras no balanço patrimonial**  
**Fonte: Adaptado de Assaf Neto, 2006, p.44.**

A Figura 2.2 apresenta a estrutura patrimonial de uma empresa. O ativo, posicionado no lado esquerdo do balanço, contém os investimentos realizados por uma empresa, no capítulo anterior as decisões relativas a essa parte do balanço foram apresentadas. O passivo e o patrimônio líquido estão posicionados no lado direito do balanço e representam as fontes de financiamento da empresa. O passivo corresponde aos recursos de terceiros, que são valores obtidos, na maior parte, através de empréstimos ou financiamentos junto às instituições financeiras. O patrimônio líquido corresponde ao recurso próprio (ou capital próprio), que são os valores integralizados pelos sócios da empresa e os resultados acumulados da atividade da

empresa. Os recursos investidos no ativo geram lucros (assim espera-se), que por sua vez remuneram os recursos financiadores do ativo. Quando o recurso investido é de terceiros a sua remuneração é o juro, quando o recurso investido é próprio a remuneração é o lucro líquido gerado pela atividade.

A busca pela proporção perfeita no uso dos recursos é motivo de discussão entre os estudiosos do assunto. O objetivo é minimizar o custo total de financiamento e criar valor para os acionistas. Essa proporção perfeita é chamada de estrutura ótima de capital. Apesar dos estudos já desenvolvidos, Gitman (2004) faz um alerta “Ainda não é possível oferecer aos administradores financeiros uma metodologia específica para determinar a estrutura ótima de capital de uma empresa”. Dentre as teorias sobre a estrutura ótima de capital, duas se destacam: a teoria convencional ou tradicional e a teoria de Franco Modigliani e Merton Miller (teoria MM).

A divergência entre as duas teorias consiste no fato da teoria convencional afirmar que o valor da empresa é afetado pela sua estrutura de capital, enquanto a teoria MM discorda alegando que a estrutura de capital não afeta o valor da empresa. Lembrando que essa investigação está voltada para uma sociedade por ações de capital fechado, cabe ressaltar que a expressão “valor de mercado” utilizada nas teorias de estrutura ótima de capital não é aplicável, pois a empresa não possui ações negociadas no mercado de ações. Para a expressão ter algum sentido, decidimos relacionar a expressão “valor de mercado” apenas com o risco de inadimplência que a empresa oferece aos seus credores.

O WACC (Weighted Average Cost of Capital) ou CMPC (Custo Médio Ponderado de Capital) é uma maneira de calcular o custo médio da empresa baseado na “média ponderada dos custos dos diferentes componentes do financiamento da empresa” (Damodaran, 2002, p.274). Esses diferentes componentes são as dívidas, as ações ordinárias e as ações preferenciais. Os custos de cada componente são ponderados em função da participação individual de cada custo no custo total. O modelo determina a taxa de retorno que deve ser exigida nos investimentos realizados pela empresa. Assim, os projetos de investimentos devem apresentar taxas superiores a média para cobrir o custo de financiamento e aumentar o valor da empresa.

No cálculo do WACC, a taxa do custo do capital de terceiros deve contemplar o benefício

fiscal gerado, isto quer dizer que, a taxa do custo do capital de terceiros é a taxa negociada deduzida do benefício fiscal (Brealey e Myers, 2003). Vejamos a Equação 2.4 que demonstra o cálculo do WACC onde: E (equity) é o valor de mercado do capital próprio, D (debt) é o valor de mercado do capital de terceiros,  $R_e$  é o custo do capital próprio,  $R_d$  é o custo do capital de terceiros e  $T_c$  é a taxa dos impostos.

$$WACC = \frac{E}{D+E} \times R_e + \frac{D}{D+E} \times R_d \times (1-T_c)$$

**Equação 2.4 Weighted Average Cost of Capital**

O custo de capital seja ele, próprio ou de terceiros, é uma preocupação justificável à medida que a sua composição é acompanhada de um reflexo no risco financeiro da empresa. Esse risco mostra-se maior com o aumento do custo de capital de terceiros, pela possibilidade de não honrar com os serviços da dívida (juros) e também o principal da dívida (Carmona, 2009).

## **2. 5. Financiamento com capital próprio**

Ao decidir criar uma empresa está se decidindo realizar um investimento. Quando uma ou mais pessoas pretendem iniciar uma empresa, elas fazem a opção de disponibilizar uma quantidade em dinheiro para iniciar um novo empreendimento. Esse dinheiro inicial injetado pelos sócios é o capital social da empresa, e por assim ser, é chamado de capital próprio. O capital aplicado na empresa será consumido na sua atividade, que por sua vez produzirá resultados positivos ou negativos. Seja qual for o resultado, ele também será incorporado ao capital da empresa.

O capital próprio está representado no balanço patrimonial pelo Patrimônio Líquido, que se constitui do capital social, reservas e dos resultados acumulados da empresa. Faz-se importante destacar o aspecto jurídico na constituição da empresa e sua relação com o capital social. Gitman (2004) cita as três formas mais comum de organização jurídica que uma empresa pode assumir: a firma individual, a sociedade de cotas e a sociedade por ações.

A firma individual é a forma jurídica geralmente utilizada por empreendedores que ainda estão iniciando suas atividades ou empresas de pequeno porte. A empresa é administrada

diretamente pelo proprietário e não possui nenhum sócio. O capital social nessa forma jurídica não admite nenhum tipo de divisão e representa o investimento individual do empreendedor. A sociedade de cotas ou a sociedade por ações representam a união de dois ou mais proprietários para formar uma mesma empresa. As empresas constituídas na forma de sociedade são de porte maior que os das firmas individuais. A sociedade por ações tem uma estrutura mais complexa do que a sociedade de cotas.

Sem maior aprofundamento no aspecto jurídico para não desviar o interesse do trabalho, importa apenas diferenciar a composição do capital social dessas empresas. A sociedade por cotas tem o seu capital social dividido em cotas e cada proprietário tem sua participação definida em função da quantidade de cotas que possui do capital social. A sociedade por ações tem o seu capital social dividido em ações, que podem ser ordinárias ou preferenciais. Na sociedade por ações os proprietários são chamados acionistas e a participação de cada um é definida em função da quantidade de ações que possui.

O capital social das sociedades por ações pode ser fechado (participação restrita) ou aberto (participação livre ao mercado). Admitindo-se que o investimento realizado pelos acionistas não tem prazo determinado de resgate, o Patrimônio Líquido é considerado de longo prazo. Com isso podemos identificar apenas duas formas de financiar uma sociedade por ações com recursos próprios: as ações e os lucros retidos.

O financiamento utilizando ações ocorre quando novos aportes de capital são realizados pelos acionistas, quando novas ações são emitidas ou quando dívidas são convertidas em ações. A remuneração das ações está diretamente vinculada ao desempenho operacional da empresa e não existem garantias de retorno do dinheiro investido para os acionistas. A inexistência de garantias e o risco de dificuldade financeira da empresa em cumprir suas obrigações (custo de falência) justificam um custo mais elevado do capital próprio em relação ao custo do capital de terceiros.

No Brasil, a opção predominante de financiamento é o capital próprio. Porque as empresas preferem utilizar o capital próprio como forma de financiamento se o custo é superior ao custo do capital de terceiros? Para a Confederação Nacional da Indústria (2003) no Brasil o uso do capital próprio é justificado, pois “Os empréstimos bancários são caros, tem prazos curtos e são insuficientes. O mercado de capitais é pouco desenvolvido, restringindo a possibilidade de

venda de ações e outros títulos diretamente ao investidor”.

A empresa precisa conhecer o custo do seu capital para ter uma referência no momento de decidir entre o uso de capital próprio ou de terceiros. Como vimos anteriormente, o capital próprio é representado pelo capital próprio (ações preferenciais e ordinárias) e dos lucros retidos. Carmona (2009), Brigham & Ehrhardt (2008) determinam o custo da ação preferencial através da relação entre o dividendo proposto ( $D_p$ ) e o recebimento líquido pela venda da ação ( $N_p$ ). Ver Equação 2.5.

$$Kp = \frac{Dp}{Np}$$

**Equação 2.5 Custo da ação preferencial**

Para calcular o custo da ação ordinária Lapponi (2007) e Carmona (2009) utilizam o modelo de Gordon<sup>3</sup>, que pressupõe o pagamento de dividendos ( $D_1$ ) que é dividido pelo preço da ação ordinária ( $P_0$ ) e somado a uma taxa de crescimento constante ( $g$ ). Ver Equação 2.6.

$$Ks = \frac{D_1}{P_0} + g$$

**Equação 2.6 Custo da ação ordinária usando o modelo de Gordon.**

O lucro retido é visto pelo acionista como um reinvestimento dos retornos de projetos anteriores que deram resultado positivo. “O dividendo que o acionista deixa de receber é seu custo de oportunidade medido pelo custo de capital da ação ordinária  $K_e$ .” (Lapponi, 2007). A conclusão é que o custo dos lucros retidos é igual ao custo da ação ordinária, confirma Carmona (2009). Ficam assim definidas as possibilidades de determinação do custo do capital próprio.

## **2. 6. Financiamento com capital de terceiros**

Se a empresa não deseja o usar capital próprio poderá financiar seus investimentos com o capital de terceiros. O capital de terceiros corresponde aos valores de longo prazo registrado no passivo da empresa. Segundo Carmona (2009) “O passivo circulante não é considerado fonte de capital, pois o que se leva em consideração, nesta questão, são as fontes para

---

<sup>3</sup> Myron J. Gordon, 1959.

investimento de longo prazo, uma vez que os circulantes são operacionais e corriqueiros e de rápida liquidez, sendo considerados como fontes de financiamentos espontâneas”.

O financiamento com recursos de terceiros é representado por um título da dívida e aquele que o possui é chamado de credor. A dívida é composta pelo principal e pelos juros. Os juros pagos sobre o valor principal da dívida é uma remuneração para o credor e um custo para a empresa. A remuneração da dívida independe do desempenho operacional da empresa, seja o resultado da empresa lucro ou prejuízo, a remuneração da dívida não sofrerá alterações. Com isso a obrigação assumida pela empresa de pagar o principal e os juros da dívida aumenta o risco financeiro da empresa e a responsabilidade da aplicação correta do recurso.

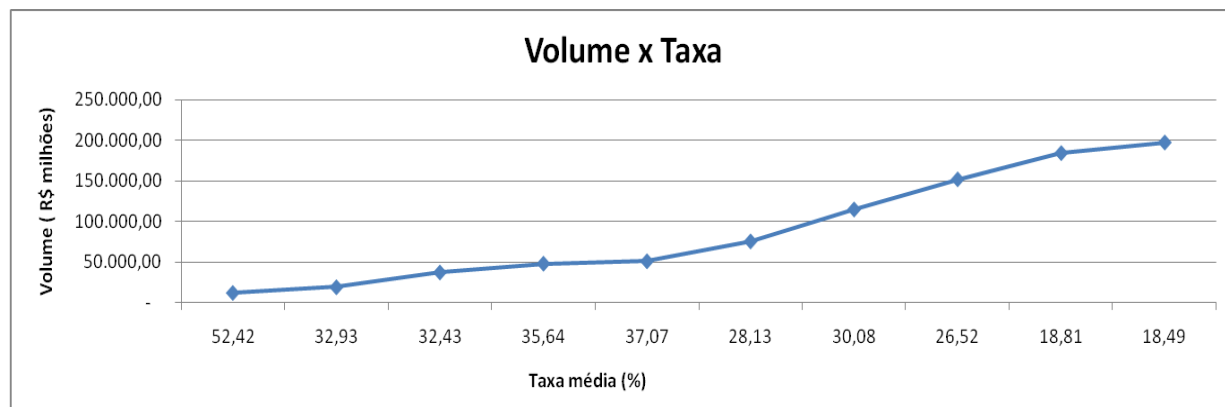
Determinar o custo com capital de terceiros é mais simples que o custo com capital próprio, isto porque, o custo do financiamento é negociado previamente entre as partes interessadas no financiamento. É possível aos credores exigir garantia para a dívida, fato que contribui para a redução do custo, pois reduz o risco financeiro do credor caso a empresa não cumpra sua obrigação. Além de um custo menor, outra vantagem no uso de capital de terceiros é o benefício fiscal da dívida. O benefício consiste na dedução das despesas com pagamento de juros sobre o financiamento na apuração do resultado da empresa, isto reduz o valor do imposto de renda a ser pago e gera uma economia fiscal.

Na prática o custo total é a média de todos os custos de capital de terceiros com financiamento, ponderado pela participação de cada um na estrutura de capital da empresa (Carmona, 2009). Esse custo é também chamado de custo da dívida. Vale lembrar que o benefício existirá apenas para as empresas que pagam imposto de renda, não há benefício para empresas isentas do imposto. Apesar do capital de terceiros ter um custo menor que o capital próprio, em países como o Brasil onde historicamente os juros sempre foram altos, as empresas evitavam o financiamento através da dívida. Recentemente com a queda nos juros e a estabilização da economia é que as empresas estão utilizando o capital de terceiros.

É possível constatar como a redução da taxa contribui para atrair as empresas e aumentar o volume financiado nos dados disponibilizados pelo Banco Central do Brasil (Figura 2.3). Em 1999 quando a taxa média para financiar aquisição de bens era de 52,42% ao ano, o volume financiado foi R\$ 11.588 milhões. No ano de 2008 com a queda da taxa média para 18,49% ao ano, o volume financiado aumentou quase 1.700% em relação ao volume negociado em



1999, chegando aos R\$ 196.753 milhões.



**Figura 2.3** Relação entre o volume financiado e taxa média (1999-2008)

Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil, 2009.

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) é um órgão do governo federal brasileiro. Atualmente é o maior financiador de longo prazo para aquisição de bens, financiamentos de projetos e exportações de bens e serviços, com atuação em todos os segmentos da economia. Ele oferece suporte financeiro utilizando linhas de financiamentos direcionadas como: leasing de bens de capital, capital de giro, investimento em tecnologia, importação de equipamentos, fabricação de equipamentos, projetos estruturais e outras.

Segundo Assaf Neto (2009) as principais modalidades de recursos de terceiro utilizados pelas empresas podem ser divididas em captações diretas em instituições financeiras através de empréstimos e financiamentos, repasses de recursos internos através de incentivos governamentais e programas de fomento econômico e financeiro, captações de recursos estrangeiros com a participação dos bancos de cada país, subscrição de debêntures e o arrendamento mercantil. As modalidades apontadas não são acessíveis da mesma forma para todas as empresas. Em algumas modalidades o excesso de exigências para realizar o financiamento é um obstáculo para a empresa.

Da revisão da literatura importa destacar os principais pontos que serão observados na prática na empresa familiar em questão. Do investimento observaremos quais etapas de um projeto de investimento estão presentes e como a avaliação do investimento é realizada na empresa. Do financiamento analisaremos como a empresa determina sua estrutura de capital e como o custo do capital é considerado na decisão de financiamento.

## **CAPÍTULO 3 - A EMPRESA FAMILIAR NA REGIÃO NORDESTE DO BRASIL**

O enfoque deste trabalho são as práticas das decisões financeiras de investimento na empresa familiar. É importante assim, apresentar o conceito de empresa familiar, sua origem e sua trajetória até os dias atuais para contextualizar e melhor avaliar e compreender suas práticas administrativas. Quando estudamos as empresas familiares o tema sucessão sempre é citado. Apesar de concordarmos sobre a importância e influência do processo sucessório na empresa familiar e no sucesso da continuidade do negócio, o assunto não será abordado nesse trabalho por acreditarmos que o assunto é complexo e merecedor de aprofundamento próprio.

### **3. 1. Definição de empresa familiar**

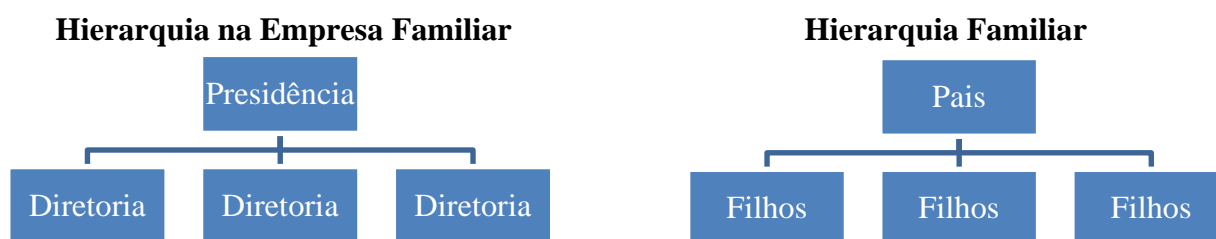
Não existe atualmente um conceito pronto e acabado de empresa familiar. Os vários estudos e pesquisas realizadas ainda não consolidaram um conceito para empresa familiar, mas os vários conceitos elaborados permitem visualizar características comuns que servem como referência na identificação do que pode ser considerada uma empresa familiar. Os autores apresentam suas compreensões sobre empresa familiar a partir de diferentes pontos de vistas. Para Adachi (2006) o ponto crucial em uma empresa familiar é a influência da família no controle acionário e nos negócios. Além da influência da família nos negócios, Grzybovski e Tedesco (1998) consideram o vínculo de pelo menos duas gerações entre a empresa e uma mesma família para ser reconhecida como uma empresa familiar.

Para Leone (2005) a empresa pode ser familiar em função de três vertentes: da propriedade do capital, da influência na administração e da sucessão na gestão da empresa. O nível de propriedade refere-se a concentração da maioria do capital social da empresa nas mãos de uma mesma família. O nível de gestão expressa a influência da família nas decisões e gestão da empresa. O nível da sucessão reflete a ocupação sucessível dos cargos por parentes e familiares. O conceito de empresa familiar surge agregando as três vertentes: a empresa ser fundada por um membro da família, a participação dos membros da mesma família na administração da empresa e a sucessão dos cargos serem hereditária.

Gallo (citado por Casillas, Vázquez & Díaz, 2007) apresenta as três características que “servem para delimitar, na prática, as empresas familiares: a) propriedade ou o controle sobre a empresa; b) o poder que a família exerce sobre a empresa, normalmente pelo trabalho nela

desempenhado por alguns membros da família; c) a intenção de transferir a empresa a futuras gerações e a concretização disso na inclusão de membros dessa nova geração na própria empresa.” (p.4). Concluem Casillas, Vázquez & Díaz (2007) que propriedade, gestão e continuidade são elementos definidores da natureza familiar de uma empresa.

No site Wikipédia a estrutura familiar é citada como um conjunto de indivíduos com condições e em posições, socialmente reconhecidas, que interagem entre si de forma recorrente. Se fizermos uma comparação entre a estrutura hierárquica básica nas empresas familiares e a estrutura hierárquica familiar, podemos confirmar a semelhança entre as duas estruturas. Dessa comparação deduzimos que a participação dos familiares em cargos de diretoria ou gerência é um aspecto que remete a empresa familiar.



**Figura 3.1 Hierarquia na empresa e na família.**

Werner (citado em Leone, 2005) considera empresa familiar aquela que na sua origem existiu a figura do empreendedor, aquela pessoa confiante e destemida que motivada por alguma razão decide investir seu tempo e dinheiro na construção de um negócio e dedicar-se arduamente para alcançar o sucesso. Podemos considerar como único parâmetro para conceituar uma empresa familiar a existência de um empreendedor? E qual empresa não teve na sua origem um empreendedor? Para Colli (2003) a empresa ser familiar é apenas um estágio inicial na vida de toda empresa. Lodi (1987) considera que empresas comandadas por seus fundadores não são familiares, mas sim pessoais. Essas empresas só serão consideradas familiares, se o resultado do processo sucessório for a continuidade da empresa por parentes ou familiares.

A afirmação de Lodi no parágrafo anterior tem estreita relação com o entendimento de Ventura (2006) sobre a origem de a empresa familiar estar na vontade do seu fundador em perpetuar a empresa. A preocupação em garantir que os ativos permaneçam no controle da família é que inicia o processo de inserção de familiares na empresa e a caracterização de uma empresa como familiar. Cabe as gerações seguintes decidirem continuar ou encerrar o

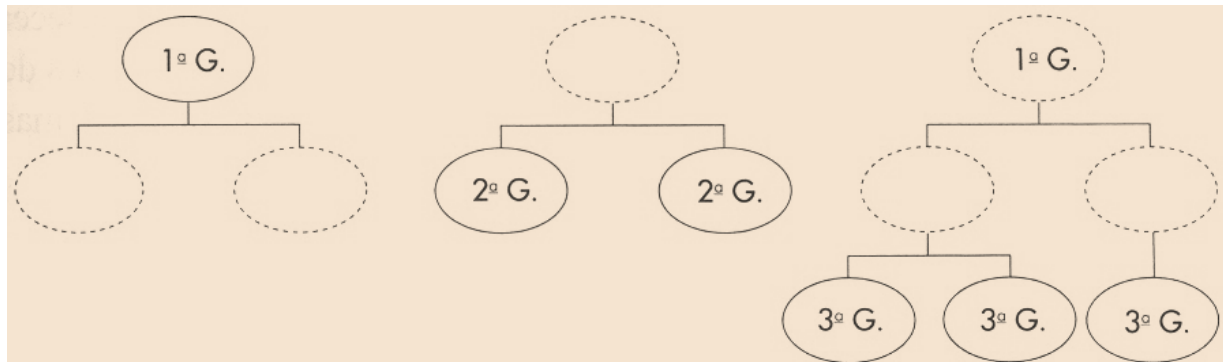
negócio, seja vendendo ou realizando uma cisão. “O sonho de todo fundador é que sua empresa cresça, prospere, sem que o controle das principais decisões escape do poder da família” (Adachi, 2006).

Após as explicações anteriores, decidiu-se para essa investigação adotar o conceito de empresa familiar utilizado pela empresa de consultoria PricewaterhouseCoopers na pesquisa realizada no ano de 2007 sobre empresa familiar. A empresa familiar é aquela em que no mínimo 51% das ações da empresa estão de posse de uma família, os membros da família ocupam os principais cargos de administração da empresa e os donos possuem uma rotina de atividades cotidianas a cumprir. A definição adotada não apresenta distorções em relação aos conceitos apresentados anteriormente, mas sim, sintetizam todas elas em uma mesma definição. Essa definição contempla também os aspectos da propriedade, gestão e continuidade identificados nas definições anteriores.

Uma vez determinado o conceito de empresa familiar a ser adotado no trabalho, vamos estabelecer os tipos de empresas familiares existentes. Segundo Adachi (2006) a vida pessoal do fundador da empresa familiar “se mistura com as atividades da empresa, fazendo com que sua cultura e seus valores sejam permeados na esfera familiar e empresarial.” (p.27). Admitindo-se que cada pessoa é única na sua maneira de ser, e uma vez que a empresa herda os aspectos de seu fundador, podemos dizer que por essa razão as empresas familiares não são organizações homogêneas. Ao mesmo tempo em que não são organizações homogêneas, alguns poucos aspectos são compartilhados entre elas conforme visto anteriormente quando tratamos da definição de empresa familiar. A falta de homogeneidade das empresas familiares torna importante estabelecer quais os agrupamentos possíveis dessas empresas seguindo um critério comum de classificação entre elas.

Os tipos de empresas familiares propostas por Casillas, Vázquez & Díaz (2007) dividem-se em função: dos fatores sociodemográficos, da geração e em função do vínculo com a empresa. Os fatores sociodemográficos dizem respeito ao porte da empresa (grande, médio, pequeno), a sua atuação (internacional, nacional, regional, local), a sua forma jurídica, a sua idade, ao setor em que atua, entre outros aspectos. O aspecto da geração da empresa refere-se a quem pertence e quem está na frente da administração da empresa. Diz-se que quando o fundador é quem está no comando da empresa, é uma empresa de primeira geração. Quando os filhos do fundador assumem a administração, a empresa passa a ser de segunda geração e

assim por diante (Figura 3.2). Ao que Casillas, Vázquez & Díaz (2007) classificaram como em função da geração, Adachi (2006) classificou em termos de sucessão e nomeou as empresa como empresa de um só dono (primeira geração), empresa de irmãos-sócios (segunda geração) e empresa de parentes (a partir da terceira geração).



**Figura 3.2 Tipos de empresas de acordo com a geração**  
Fonte: Casillas, Vázquez & Díaz (2007)

A última tipologia para empresas familiares apresentada por Casillas, Vázquez & Díaz (2007) é em função do vínculo entre a família e a empresa. Esse vínculo podem ser em função do trabalho desempenhado pela família e da vontade em permanecer administrando o negócio, ao que chamam de empresa de trabalho. Pode ser em função da vontade de manter a posse da empresa, mas transferir a administração da empresa para terceiros, ao que chamam empresa de direção. Pode ser em função da vontade de controlar apenas as decisões de investimentos com o objetivo de maximizar os resultados da empresa, sem um compromisso maior com o restante da administração, ao que chamam empresa de investimento. E por último, a empresa conjuntural, que não desperta nenhum interesse de posse ou administração na família, e que tende a ter seu vínculo descontinuado com a venda da empresa.

Outras três tipologias alternativas são apresentadas por Lethbridge (1996) que classifica as empresas familiares em: tradicional, híbrida e de influência familiar. A empresa tradicional de capital fechado com forte presença da família na administração da empresa, com pouca formalidade e pouca transparência administrativa e financeira. A empresa híbrida de capital aberto, mas sem perder a influência administrativa e controle da família, com maior transparência e a presença de profissionais que não são membros da família. E a empresa de influência familiar que apesar de não possuir o controle majoritário da empresa ainda consegue manter uma influência estratégica sobre a empresa.

Com base nos tipos de empresas apresentados, o interesse dessa investigação está nas empresas tradicionais de um só dono ou de primeira geração. A escolha é motivada pela oportunidade de estudo gerada em função do alto grau de informalidade presente nos processos das empresas familiares de primeira geração. A informalidade é um aspecto limitador para o desenvolvimento e continuidade da empresa diante do aumento da concorrência e das exigências do mercado. A sobrevivência e a formalização racional do projeto do fundador são os dois desafios fundamentais da empresa (Casillas, Vázquez & Díaz, 2007).

Percebe-se que existe uma relação entre a continuidade da empresa e o obstáculo que a informalidade cria para o sucesso da continuidade. Considerando que 54% das empresas brasileiras ainda estão na primeira geração, conforme pesquisa da empresa Prosperare (2007), e que é exatamente na primeira geração que as empresas familiares apresentam o maior grau de informalidade, torna-se relevante o estudo dos efeitos dessa informalidade no desempenho da empresa. É nesse ponto que esperamos contribuir com os resultados dessa investigação para uma melhoria na administração da empresa.

### **3. 2. Empresa familiar no mundo e no Brasil**

Antes da revolução industrial a forma de produção mais comum era o artesanato. O artesanato consistia num trabalho de produção manual e individual onde o artesão era responsável por todo o processo produtivo, desde a compra da matéria-prima até a venda do produto. O artesão costumava trabalhar na própria casa onde morava e, às vezes tinha o auxílio da mulher ou dos filhos para a realização do seu trabalho. O artesão ensinava seu ofício aos filhos para que eles pudessem continuar seu trabalho. Com o passar do tempo tornou-se natural que as famílias ficassem conhecidas pelo ofício que realizavam e passaram a adotar o ofício como sobrenome. Assim, o padeiro ficava conhecido como Baker, o fazendeiro como Farmer, o ferreiro como Smith, o pescador como Fisher e assim por diante. Esse sobrenome perpetuava-se por gerações mesmo que a atividade não fosse mais desenvolvida pelas gerações seguintes (Floriani & Rodrigues, 2000).

A revolução industrial trouxe grandes mudanças econômicas e sociais que alteraram profundamente a história da humanidade. Iniciada na Inglaterra do século XVIII, a revolução industrial espalhou-se inicialmente pela Alemanha e França e posteriormente pelo resto do

mundo durante o século XIX. Para Gonçalves (2000) a revolução industrial deu conteúdo ao capitalismo industrial que por sua vez teve como principal agente econômico a família. Foi na família que o capitalismo industrial desenvolveu-se a partir das “pequenas empresas familiares, que reuniam no mesmo espaço físico a fábrica e o domicílio, o que era possível uma vez que não existiam grandes necessidades de capital e os membros da família podiam trabalhar juntos no seu próprio negócio” (Gonçalves, 2000).

Adam Smith (citado por Adachi, 2006) na sua obra *A riqueza das Nações* escreveu: “Todo homem estava obrigado por um princípio religioso a seguir a ocupação de seu pai e estaria cometendo o mais nefasto sacrilégio se mudasse para outra.” Esta frase revela a força e a presença da hereditariedade no processo de definição de uma atividade ou ocupação a ser seguida pelos filhos. Essa força é reafirmada por Gonçalves (2000): “Historicamente, em todo o mundo, e de forma muito marcante no Brasil, o sucessor será o filho primogênito.” Aqui não se trata de chamar a atenção para a sucessão da empresa, mas sim para o desejo de manter o comando da empresa nas mãos da família.

No século XIV, Dom João III, rei de Portugal, com o objetivo de povoar o Brasil e defendê-lo das invasões francesas, inglesas e holandesas, dividiu o território brasileiro em linhas imaginárias que ficaram conhecidas como capitânicas hereditárias. As faixas de terra eram doadas para nobres e pessoas de confiança do rei, que passavam a administrar e explorar a terra. A posse e o direito de exploração dessas terras eram transmitidas de pai para filho, sem a possibilidade de venda a terceiros, daí a origem para o nome hereditárias. Essa forma de exploração da terra é considerada por Leone (2006), Oliveira (2006), Adachi (2006) e outros autores como o primeiro registro de empresa familiar no Brasil.

Uma forte contribuição para o crescimento das empresas familiares no Brasil foram os vários movimentos imigratórios de italianos, alemães, japoneses, espanhóis, portugueses, etc (Oliveira, 2006). Esses imigrantes se instalaram no Brasil e iniciaram seus negócios com grande influência de seus costumes e valores na maneira de administrar suas empresas. Um exemplo dessa influência foi o italiano Francisco Matarazzo que imigrou para o Brasil em 1881 e iniciou suas atividades comerciais no estado de São Paulo. O ápice de sua atividade ocorreu no início do século XX quando chegou a possuir cerca de 365 fábricas espalhadas pelo Brasil, feito que lhe rendeu o título de dono do maior complexo industrial da América Latina. Outra contribuição dos movimentos imigratórios é apontada por Gorgatti (2000) que

afirma que a imigração para o Brasil “acabou por trazer imigrantes de melhor formação e experiência profissional, que seriam responsáveis por um ciclo de grandes avanços técnicos e tecnológicos em nossa indústria”.

De acordo com a pesquisa da consultoria Prosperare, elaborada entre novembro de 2005 e dezembro de 2006 sobre o crescimento e a longevidade das empresas familiares brasileiras, cerca de 43% das empresas familiares brasileiras têm entre 25 e 50 anos de idade. Essas empresas baseadas no modelo de gestão familiar, que é centralizador e informal, enfrentaram adversidades e tiveram sua capacidade de adaptação testada. Contudo, podemos dizer que a partir da década de 90 as empresas familiares passaram a sentir a concorrência de forma mais intensa, em função do abandono de uma concorrência local, regional ou até mesmo nacional, para uma concorrência global.

A globalização, de forma desigual e para alguns, cruel, colocou para concorrer num mesmo mercado empresas com grandes diferenças de níveis tecnológicos e capacidade produtiva. Nesse contexto, as empresas familiares sentiram sua capacidade de crescimento limitada e sua continuidade ameaçada se não modificassem sua postura administrativa. Muitas empresas desapareceram diante desse novo cenário e o “motivo foi a sua não adaptação aos parâmetros necessários de competitividade: profissionalização e formalização das suas estruturas organizacionais, internacionalização dos seus mercados, inovação e diferenciação de produtos, bem como eficácia e eficiência dos seus processos operacionais” (Casillas, Vázquez & Díaz, 2007). Com isso as empresas familiares sentem a necessidade de tomar uma atitude para não sucumbirem diante do novo cenário.

### **3. 3. Empresa objeto de estudo**

Em 1958, os irmãos João e Valdecy Claudino abrem inauguram a primeira loja do Armazém Paraíba (Anexo C). Localizada no nordeste brasileiro, a loja inicia uma jornada que hoje já conta com 211 lojas distribuídas pela região nordeste. De constituição simples formada apenas por dois irmãos e com pouca formalidade jurídica, a empresa conseguiu superar diversos obstáculos, e não foram poucos: crises financeiras, altas taxas de inflação, sete mudanças de moeda, surgimento de novas tecnologias (TV, computador, internet), etc.



Hoje com mais de meio século de existência, a empresa é uma sociedade por ações com capital fechado e de grande porte que gera 8.500 empregos diretos. É também a empresa líder do Grupo Claudino, composto por 14 empresas que atuam em diversas atividades (construção, transporte, indústria, gráfico, publicitário e frigorífico). Os dados do Balanço Patrimonial encerrado em 2009 apontam um faturamento de 321 139 497,85€, um crescimento de quase 18% em relação ao ano anterior.

O Armazém Paraíba sempre foi conservador em relação a sua estrutura de capital. Um exame nos Balanços Patrimoniais dos últimos 10 anos revelou que até o ano de 2002 a participação do capital próprio nunca foi inferior a 85% do total do capital. Talvez esse conservadorismo encontre justificativa nos juros altos e na escassez de crédito que fizeram parte do cenário econômico brasileiro durante um longo período.

Para validar a empresa escolhida para estudo é necessário fazer a sua qualificação como empresa familiar. Para essa qualificação vamos utilizar o conceito de empresa familiar adotado no item 3.1 deste trabalho, o qual diz que para a empresa ser considerada uma empresa familiar deve atender aos seguintes requisitos: a família deve possuir no mínimo 51% das ações, os principais cargos na empresa devem ser ocupados por membros da família e devem trabalhar efetivamente na empresa.

Analisando o atual quadro societário da empresa (Tabela 3.1) verificamos que a família possui 89,46% das ações da empresa (participação direta) e também possui 10,5% das ações de outras empresas acionistas que lhe garantem uma participação indireta, totalizando uma participação geral de 99,96% na empresa. Assim, em termos de participação acionária na empresa podemos considerar a empresa como familiar.

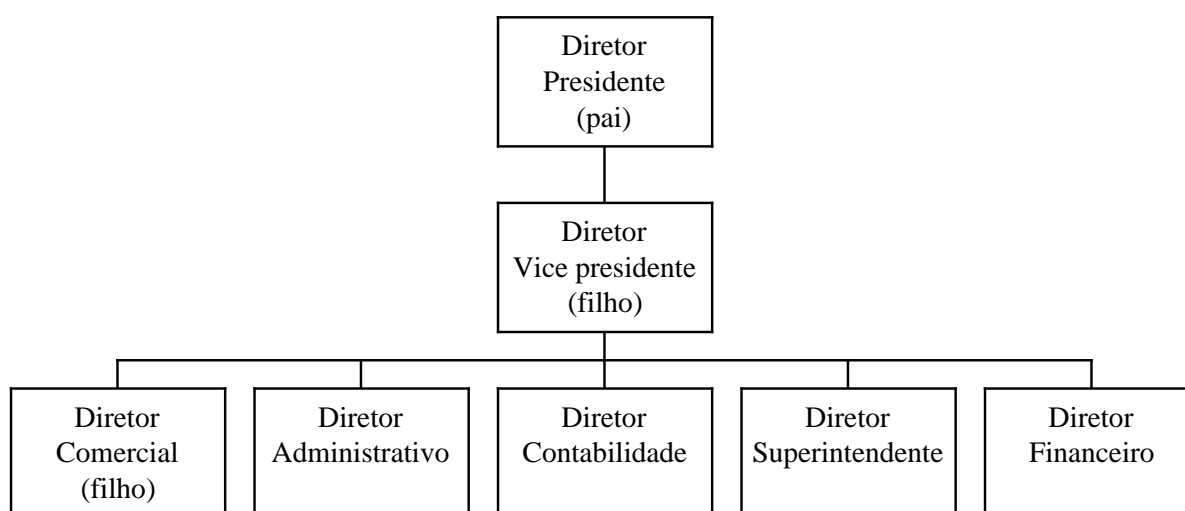
Acionistas	Ações		%
	Ordinárias	Preferenciais	
Família Claudino	294.384.243	9.346.103	89,46
Participação familiar através de outras empresas	35.654.284	0	10,50
Terceiros	121.771	0	0,04
<b>TOTAL</b>	<b>330.160.298</b>	<b>9.346.103</b>	<b>100,00</b>

**Tabela 3.1** Quadro societário da empresa Claudino.  
**Fonte:** Empresa Claudino, 2010.

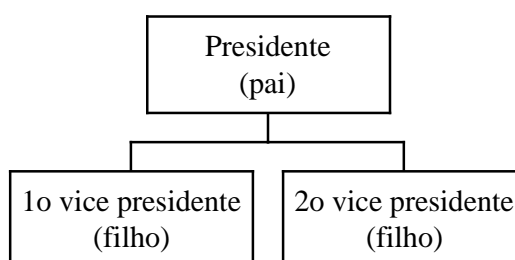
O segundo requisito para uma empresa ser familiar é a participação da família nos principais

cargos da empresa. De acordo com as informações fornecidas pela empresa sobre a administração da empresa, ela é gerida pelo conselho de administração e pela diretoria. No conselho de administração o cargo de presidente é ocupado pelo pai e os cargos de primeiro e segundo vice-presidente pelos filhos. Na diretoria da empresa o cargo de diretor presidente é ocupado pelo pai e os cargos de vice-presidente e diretor comercial são ocupados pelos filhos (Figura 3.3). O último requisito para considerar a empresa familiar é o efetivo trabalho na empresa. Tanto o pai quanto os filhos tem uma rotina de trabalho diário na empresa. Podemos concluir que a empresa é familiar, pois atende a todos os requisitos contidos no conceito de empresa familiar adotado no trabalho.

### Organograma da diretoria



### Conselho de administração



**Figura 3.3 Organograma da diretoria e conselho de administração da empresa**  
**Fonte: Empresa Claudino, 2010**

Uma vez confirmado que a empresa é familiar vamos classificá-la. No trabalho existem duas propostas de classificação das empresas familiares, a proposta por Casillas, Vázquez & Díaz (2007) e a de Lethbridge (1996). Na Tabela 3.2 está apresentada a classificação da empresa de

acordo com a proposta de Casillas, Vázquez & Díaz.

<b>Fatores sociodemográficos</b>	<b>Geração</b>	<b>Vínculo</b>
Empresa de grande porte de atuação regional na forma jurídica de sociedade por ações com capital fechado. Atua no comércio varejista desde 1958.	A empresa está na primeira geração. Na sua estrutura administrativa estão presentes o fundador da empresa e seus filhos. O fundador ainda é o principal administrador da empresa.	É uma empresa de trabalho, pois a vontade de continuar trabalhando e administrando a empresa para contribuir com seu crescimento e sustentabilidade é explícita.

**Tabela 3.2 Classificação da empresa Claudino pela proposta de Casillas, Vázquez & Dias.**

De acordo com a classificação de Lethbridge (1996) a empresa é tradicional. Aproveitando as informações da Tabela 3.2, constatamos que a empresa possui as características apontadas por Lethbridge para uma empresa tradicional: capital fechado e forte presença da família na administração da empresa. A pouca formalidade também é um aspecto forte em todas as áreas e níveis na administração da empresa. Esse aspecto da pouca formalidade é uma das razões da pesquisa, que pretende estudar as decisões financeiras no ambiente de informalidade.

## **CAPÍTULO 4 - APLICAÇÃO DO QUADRO CONCEITUAL À EMPRESA FAMILIAR**

O objetivo deste capítulo é confrontar a teoria financeira com a prática observada na empresa. Para orientar esse confronto utilizaremos a revisão da literatura que apresentou as teorias sobre investimento e financiamento necessárias ao estudo. A primeira parte do capítulo será sobre a forma de decisão de investimento adotada na empresa familiar, questionaremos sobre a noção de investimento, a origem do investimento e a análise de sua viabilidade. A segunda parte do capítulo é sobre a decisão de financiamento. Buscaremos identificar na empresa a existência ou não de uma política de estrutura de capital e como a empresa trata os custos de financiamento.

### **4.1. Investimento na empresa familiar**

Analisando a contabilidade da empresa conseguimos destacar dois tipos de investimentos realizados pela empresa no período de 2004 a 2009. A empresa investiu na compra de imobilizado (quase a totalidade na compra de caminhões novos) e na ampliação e reforma de lojas. Esses dois tipos de investimentos identificados são motivados pela necessidade de expansão da empresa. Consideramos que os investimentos realmente focam a expansão, uma vez que a capacidade produtiva de empresa concentra-se nas vendas realizadas em lojas físicas (a empresa ainda não possui uma loja virtual), venda volante (venda realizada através de catálogo visitando a residência dos clientes) e na sua capacidade de entregar as mercadorias vendidas (distribuição com frota própria).

Com base nas etapas de um projeto de investimento apresentadas no capítulo dois (Figura 2.1), formulamos quatro perguntas: como surge a idéia de investimento na empresa, como a idéia é formalizada em um projeto de investimento, como o investimento é avaliado economicamente e como o resultado do investimento é acompanhado. Além dos membros da família, responderam as perguntas o diretor financeiro e o diretor contábil, que apesar de não serem da família ocupam cargos diretamente relacionados as decisões financeiras.

Os investimentos são fundamentais para a sobrevivência e continuidade do negócio, pois tem a capacidade de renovar a estrutura e os produtos da empresa dando vigor para enfrentar a

concorrência. A idéia é para o investimento o princípio de tudo. Assim sendo, baseado nessa importância procurou-se identificar a existência na empresa de um ambiente favorável ao surgimento de idéias que possam transformar-se em projetos de investimentos. Queríamos entender o que faz a empresa decidir comprar caminhões novos ou reformar uma loja. Para isso formulamos a pergunta: Como surgem as idéias para investimentos na empresa?

O depoimento do presidente da empresa sobre o surgimento das idéias para investimentos foram balizados muito mais pelo seu lado empreendedor do que pela preocupação apenas com o aspecto financeiro. Ele afirmou que antes de fazer um investimento deve-se entender o funcionamento daquilo que se espera ganhar retorno com a aplicação. Além de entender, o investidor deve estar disposto a fazer sacrifícios em prol do investimento. O que altera a disposição pelo sacrifício é o ganho futuro do investimento, afirma o presidente da empresa. As idéias para os investimentos surgem da observação do comportamento do consumidor e do mercado nas áreas de negócios de seu interesse. Existem idéias que são sugeridas por funcionários, amigos, familiares e, às vezes até mesmo por pessoas desconhecidas. Independentemente da fonte da idéia, todas elas precisam ser testadas antes de serem consideradas como investimentos potenciais.

De acordo com a resposta da vice presidência da empresa, percebemos que o espaço de tempo entre a idéia e o investimento é muito curto, na verdade quase não existe. A explicação para isso é que a idéia de investimento é a revelação de uma necessidade que precisa ser atendida de forma rápida sob risco de prejudicar a operação ou o resultado da empresa no médio ou longo prazo. Dado o caráter de urgência com que são apresentadas, as idéias já são aceitas de imediato como investimentos a serem realizados. A informação da necessidade chega até a diretoria através de comunicados ou relatos feitos pelos funcionários da empresa.

No período entre a idéia e o investimento, a diretora averigua a necessidade do investimento solicitado e confirma com os funcionários responsáveis se a solução apresentada é a mais adequada. Após esse período parte-se diretamente para a comparação dos orçamentos de preços e custos apresentados pelos fornecedores que são os documentos utilizados como referência para a decisão de investimento. O critério adotado para decisão é a relação custo *versus* benefício. Na relação custo *versus* benefício, o benefício é entendido pela diretoria como eficiência, a alternativa que tiver menor custo e maior eficiência é escolhida. Não há no critério nenhuma referência aos efeitos financeiros no fluxo de caixa da empresa ou dados

quantitativos que vão além dos orçamentos de preços e custos dos fornecedores. Apesar da ausência de critérios financeiros mais concretos, não podemos descartar que possam existir benefícios financeiros nesse critério decisório.

O surgimento da idéia ocorre da mesma forma para a diretoria comercial. Porém foi percebido que existe um tempo maior entre a idéia e o investimento. O espaço de tempo maior permite amadurecer a idéia apresentada. Esse amadurecimento consiste em questionar mais e melhor as razões e justificativas da idéia como possível investimento. Esse espaço de tempo maior existe porque as idéias apresentadas na diretoria comercial não possuem o mesmo caráter de urgência que tem na vice presidência. A contribuição das idéias tem objetivos preventivos em relação ao funcionamento da empresa, e não corretivos como ocorre na vice presidência.

Para exemplificar as diferenças na forma como as idéias são apresentadas aos diretores, vamos supor a seguinte idéia: a compra de novos caminhões. A idéia chegaria até a vice presidência da seguinte forma: as entregas das vendas estão atrasadas, não seria bom comprar novos caminhões? A mesma idéia chegaria para a diretoria comercial da seguinte maneira: Existe uma previsão de aumento nas vendas, seria adequado comprar novos caminhões? Alertamos para o fato de que a maneira como a idéia chega até os diretores nada tem haver com a capacidade administrativa de cada um.

A diretoria financeira e a diretoria contábil reconhecem que não participam do processo de captação ou geração de idéias para investimentos. O papel que a diretoria financeira exerce assemelhasse mais com de tesouraria do que financeiro. A diretoria financeira é administradora de fluxo de caixa, restringe-se a acompanhar as entradas e saídas de dinheiro e preparar relatórios que demonstrem esse fluxo. Ela não exerce influência sobre a movimentação financeira. O papel de administrador financeiro é mais presente na diretoria contábil. É o diretor contábil quem verifica as necessidades de financiamentos baseado nas informações da diretoria financeira (obrigações) e busca as opções de financiamento.

Com certeza não existe um ambiente na empresa no qual todos os funcionários possam participar contribuindo com idéias para investimentos. Essa ausência do ambiente favorável prejudica o surgimento de projetos que possam contribuir de forma diferente com a empresa, que não seja apenas fazer a manutenção da operação, mas investimentos que reduzam custos ou melhorem a eficiência operacional. Isso restringe as idéias de investimentos ao

atendimento das sugestões e reclamações dos funcionários sobre as necessidades operacionais da empresa. Outra consequência é o alto grau de dependência e concentração das idéias na diretoria.

A etapa seguinte ao surgimento da idéia do investimento é a apresentação do investimento para seleção pela empresa. A apresentação só é possível se a idéia estiver revestida de aspectos formais (projeto) que permita a sua avaliação e comparação com outros projetos de investimentos. Por essa razão perguntamos aos gestores como são formalizadas e estruturadas as idéias de investimento para que possam ser selecionadas. Perguntamos ainda, que técnicas de avaliação financeira são conhecidas e aplicadas dentre as apresentadas no capítulo dois (valor presente líquido, taxa interna de retorno, payback simples, payback descontado, análise de sensibilidade, taxa de corte e índice de rentabilidade).

Toda a diretoria foi unânime em reconhecer que não existe nenhuma formalização das idéias em projetos de investimentos. Os documentos que orientam a decisão financeira são orçamentos de preços e informações técnicas enviadas por fornecedores. Nenhuma ferramenta financeira é utilizada na avaliação dos investimentos. Para alguns diretores as avaliações são realizadas em função do aumento na produtividade e da economia proporcionada em recursos e mão de obra, que também são avaliações com uma base qualitativa e quantitativa muito superficial. Existe a preocupação em realizar investimentos que façam parte do escopo do negócio da empresa, não tem critério financeiro também, mas funciona como um filtro das idéias.

O problema da falta de formalização é comum a todas as empresas familiares na primeira geração e vai além da área financeira da empresa. A área estratégica, por exemplo, também sofre com o mesmo problema. Lembrando que a empresa deve alinhar as decisões financeiras com as decisões estratégicas, e ambas não são formalizadas, torna a tarefa de alinhamento entre elas mais difícil.

Pesquisando os investimentos da empresa, descobrimos um grande projeto de investimento de ampliação de lojas em fase de estudo pela empresa. Foi permitido examinar o projeto, que diferente do que já tinha sido visto até o momento, continha aspectos técnicos financeiros não encontrados em outros investimentos. No projeto constavam: orçamento de capital, previsão de fluxo de caixa antes e depois do investimento e impactos provocados pelo investimento na

demonstração de resultado. A avaliação desse projeto utilizou o valor presente líquido, a taxa interna de retorno e o payback descontado.

O que parecia ser o início da formalização das idéias em projetos de investimentos na empresa, na verdade não era. O projeto não foi desenvolvido pela empresa, mas por pessoas contratadas para verificar a viabilidade da ampliação das lojas. O que não é ruim, porque demonstra o interesse da empresa em adotar a formalização como forma de auxiliar as decisões de investimento.

A falta de um projeto financeiro estruturado não permite que a empresa elabore um orçamento de capital (capital budgeting). O orçamento de capital supõe a existência de fluxos de caixa projetados para um determinado período, o que não foi constatado nos investimentos realizados pela empresa. Sem o orçamento de capital, também não é possível a aplicação de nenhuma ferramenta de avaliação financeira, porque não existem os dados necessários para o uso das ferramentas.

Apesar da não utilização de ferramentas de avaliação financeira, decidimos enviar para todos os diretores envolvidos na investigação, um e-mail perguntando quais as ferramentas de avaliação financeira eram conhecidas por eles dentre: valor presente líquido, taxa interna de retorno, payback simples, payback descontado, análise de sensibilidade, taxa de corte e índice de rentabilidade. Nas respostas apenas um dos seis diretores respondeu conhecer a taxa interna de retorno, o valor presente líquido e o payback descontado, os demais responderam desconhecer as ferramentas de avaliação. O fato de não reconhecerem o nome técnico não significa que não reconheçam na prática a utilidade da ferramenta. Prova disso, é que após a obtenção das respostas, explicamos os conceitos de todas as ferramentas aos mesmos diretores e, após as explicações, todos eles reconheceram uma ou mais ferramentas.

No geral, as decisões de investimento da empresa são fortemente influenciadas pelo desejo de realização ou concretização de uma idéia da diretoria combinada com as taxas de financiamentos disponíveis. Torcendo sempre pela correta intuição em relação ao investimento, mas com pouca estrutura financeira para basear a decisão.



## **4. 2. Financiamento na empresa familiar**

As perguntas sobre o financiamento da empresa foram direcionadas ao custo do financiamento e a estrutura de capital da empresa. O objetivo era identificar a influência do custo e da estrutura de capital na decisão de financiamento.

O presidente da empresa é explícito e direto na sua preferência pelo uso do capital próprio no financiamento da empresa, mas também reconhece a necessidade dos serviços prestados pelas instituições financeiras. É relevante a observação do presidente da empresa sobre um custo não financeiro existente no capital de terceiros. Para ele, o maior custo do capital de terceiros é o seu uso descomedido gerar uma preocupação maior com o pagamento dos juros do que com a própria administração da empresa. O resultado desse desvio de atenção do gestor é o comprometimento da continuidade do negócio, uma vez que a preocupação estaria voltada para o pagamento da dívida e não para a administração da empresa. Por essa razão, ele justifica a sua preferência em sempre fazer o melhor possível com o recurso próprio disponível.

Essa atitude conservadora exige maior paciência daqueles que querem mais rapidez no crescimento da empresa, pois crescer com recursos próprios é mais lento. A concorrência e as alterações de comportamento do consumidor passaram a exigir mudanças na estrutura da empresa. Para adaptar-se as mudanças na mesma velocidade que o mercado, a empresa tem revisto sua atitude conservadora em relação ao uso de capital de terceiros.

Com o objetivo de adquirir mais agilidade nos seus investimentos, a empresa tem aumentado progressivamente, ainda que de forma tímida, a participação de capital de terceiros na sua estrutura de capital. É possível comprovar esse aumento analisando as demonstrações financeiras dos últimos cinco anos da empresa. A consequência dessa adaptação também pode ser vista nas várias lojas reformadas e ampliadas de forma suscetível e num breve intervalo de tempo.

Dada a postura conservadora da empresa em relação a sua estrutura de capital, independente dos custos envolvidos no financiamento, a prioridade como recurso financiador é o capital próprio. Assim mesmo, provocamos os diretores para saber qual seria o custo do capital próprio. Nenhum dos diretores soube responder qual o custo do capital próprio.

Ao tentarmos aplicar as equações de custo da ação preferencial e ordinária e do custo do lucro retido deparamo-nos com um problema. Todas as equações de custo possuem a variável “dividendos”. O problema é que a empresa não paga dividendos, ou seja, o dividendo é zero. Se substituirmos a variável por zero, todos os custos serão zero. Apesar da obrigatoriedade do pagamento de dividendos aos acionistas, a legislação brasileira, também isenta da obrigação as empresas de capital fechado, desde que não sejam controladas por empresa de capital aberto e que não haja oposição de nenhum acionista pela retenção total do lucro. Então como determinar o custo do capital próprio?

Para determinar o custo do capital próprio escolhemos a Taxa de Juros de Longo Prazo<sup>4</sup> (TJLP) determinada pelo Conselho Monetário Nacional e utilizada nos empréstimos realizados pelo governo. A escolha foi feita porque a Taxa de Juros de Longo Prazo é a taxa utilizada para calcular os Juros Sobre o Capital Próprio<sup>5</sup>. Para o ano de 2009 a TJLP foi de 6,1250% ao ano. Para facilitar a compreensão criamos uma simulação na Tabela 4.1.

Capital Social	150.000,00	Patrimônio Líquido	210.000,00
Reserva de capital	10.000,00	Base de cálculo do JSCP	210.000,00
Reserva de lucros	15.000,00	TJLP (% ao ano)	6,1250
Lucros acumulados	35.000,00	Juros sobre Capital Próprio	12.862,50
TOTAL	210.000,00		

**Tabela 4.1 Cálculo dos juros sobre o capital próprio.**

O resultado dos Juros Sobre Capital Próprio pode ser pago ou creditado aos acionistas e a sua contrapartida é uma despesa financeira dedutível que gera benefício fiscal para a empresa. Considerando a alíquota de 34% para os impostos sobre a renda, o valor dos juros calculado produziria um benefício fiscal de 4.373,25 ( $12.862,50 \times 34\%$ ) para a empresa.

Após determinar a taxa que será utilizada para o custo do capital próprio, pesquisamos quais as formas de recurso próprio são utilizadas na empresa. No levantamento feito com base nos balanços patrimoniais entre 2005 e 2009 (Tabela 4.2), identificamos que a empresa usou como fonte de capital próprio a emissão de novas ações, a capitalização de reservas patrimoniais, o reinvestimento de lucros retidos e os juros sobre o capital próprio creditado aos acionistas.

<sup>4</sup> Calculada utilizando como parâmetros a meta da inflação e prêmio de risco. Fonte: [www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br).

<sup>5</sup> Benefício dado pela legislação brasileira no qual a empresa pode pagar ou creditar juros aos seus acionistas com base no patrimônio líquido da empresa e considerar como despesa dedutível no resultado da empresa.

	2005 (€)	2006 (€)	2007 (€)	2008 (€)	2009 (€)
Novas ações	-	3 191 217,77	1 916 744,29	3 088 183,07	8 774 273,83
Reservas	200 588,71	269 120,35	299 808,90	364 172,31	612 068,06
Lucros retidos	3 718 396,01	5 171 260,02	5 674 556,23	7 519 240,35	11 109 195,79
JSCP <sup>6</sup>	5 470 517,09	5 551 591,95	4 376 054,06	2 554 646,11	4 491 201,21
<b>TOTAL</b>	<b>9 389 501,81</b>	<b>14 183 190,08</b>	<b>12 267 163,49</b>	<b>13 526 241,84</b>	<b>24 986 738,88</b>

**Tabela 4.2 Recursos próprios captados entre 2005 e 2009 (valores em Euro).**

**Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados fornecidos pela empresa, 2010.**

O pagamento das novas ações emitidas entre 2006 e 2009 não foi efetuado com dinheiro. As novas ações foram emitidas para capitalizar dívidas da empresa com empresas coligadas e com acionistas da empresa. Os Juros Sobre o Capital Próprio também não representam entrada de dinheiro. Os juros foram creditados aos acionistas, mas não foram pagos. Assim ficaram registrados na contabilidade como uma obrigação aos acionistas. Os acionistas por sua vez preferiram não receber o pagamento e capitalizar a dívida.

Apesar de não representar entrada de dinheiro, a capitalização das dívidas garante uma redução nas obrigações da empresa e um aumento no fluxo de caixa futuro. Demonstra também a confiança dos acionistas nos resultados futuros da empresa, pois estão aumentando seus investimentos na empresa. Em relação ao capital próprio, mesmo sem saber a taxa de remuneração ou seu custo, todas as decisões sobre o uso das reservas e lucros são sempre pelo reinvestimento na empresa e nunca pela distribuição de resultados.

Todas as obrigações com terceiros são controladas por um sistema de contas a pagar desenvolvido pela própria empresa. Diariamente o diretor contábil acessa o sistema para verificar as obrigações agendadas e planejar como será o fluxo de pagamento dessas obrigações (Anexo B). As obrigações com as instituições financeiras têm uma atenção maior. Elas são controladas em uma planilha que classifica mensalmente as obrigações, de acordo com o banco e a modalidade de financiamento ou empréstimo contratado (Anexo A).

Pesquisamos os financiamentos realizados com capital de terceiros no período de 2005 a 2009 para identificar o volume dos financiamentos, o custo do financiamento, o prazo do financiamento e o benefício fiscal gerado pelo financiamento. No período pesquisado foram encontrados três modalidades de financiamentos: aquisição de máquinas, aquisição de veículos e para reformas e construção de lojas. Elaboramos a Tabela 4.3 para demonstrar a

<sup>6</sup> Juros sobre o capital próprio.

distribuição dos recursos de terceiros captados ao longo do período de 2005 a 2009.

	2005 (€)	2006 (€)	2007 (€)	2008 (€)	2009 (€)
Aquisição de máquinas	0	0	0	0	212 544,17
Aquisição de veículos	456 279,13	0	0	0	3 552 152,72
Reformas e construções	0	2 127 478,51	0	1 431 225,51	0
<b>TOTAL</b>	<b>456 279,13</b>	<b>2 127 478,51</b>	<b>0</b>	<b>1 431 225,51</b>	<b>3 764 696,89</b>

Tabela 4.3 Recursos de terceiros captados entre 2005 e 2009.

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados fornecidos pela empresa, 2010.

A empresa possui uma frota própria de veículos para entrega das mercadorias vendidas e transporte das mercadorias entre suas lojas. O nível de uso desses veículos é muito intenso. Na região em que a empresa atua muitas estradas não estão em perfeito estado de conservação, contribuindo para um desgaste mais rápido dos veículos, o que justifica o alto volume em investimentos na aquisição de veículos novos. Segundo o diretor comercial, chega um determinado ponto em que não compensa manter o veículo usado porque a despesa com a manutenção do veículo fica elevada. É preferível vender o veículo e comprar veículos novos.

Em um nível mais detalhado sobre as informações dos financiamentos com recursos de terceiros, elaboramos a Tabela 4.4 com detalhes sobre as condições dos financiamentos contratados. Desprezamos na elaboração da Tabela 4.4 o ano em que ocorreram os financiamentos e agrupamos os valores totais pelo tipo de financiamento realizado.

Tipo de financiamento	Valor Financiado	Taxa (% a.a.)	Duração (anos)	Juros	Benefício fiscal (34%)
Aquisição de máquinas	212 544,17€	4,5	4	38 257,92€	13 007,69€
Aquisição de veículos	3 552 152,72€	7,0	4	994 602,76€	338 164,93€
Reformas e construções	3 558 704,02€	14,0	4	1 992 874,24€	677 577,24€

Tabela 4.4 Custos e benefícios de investimentos realizados entre 2005 e 2009.

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados fornecidos pela empresa, 2010.

Podemos utilizar a fórmula  $K_i = K_d (1-T)$  apresentada no capítulo três, para calcular o custo da dívida com os dados da Tabela 4.4. Assim teríamos o custo da dívida na compra de máquinas e equipamentos a taxa de  $2,97\% = 4,5\% * (1-0,34)$ , na compra de veículos a taxa de  $4,62\% = 7\% * (1-0,34)$  e para reforma e construção a taxa de  $9,24\% = 14\% * (1-0,34)$ . Vale

registrar que a empresa não considerava o benefício fiscal da dívida.

A definição da estrutura de capital da empresa tem uma opção bem clara, a preferência pelo capital próprio. Nas palavras do presidente quando a empresa utiliza capital de terceiros, os donos do capital ganham o que deveria ser da empresa. Não foi detectado nenhum embasamento financeiro para essa preferência. A justificativa para essa opção está nos longos períodos de hiperinflação e desestabilidade econômica no Brasil até meados de 1994. Apesar de já terem passados 16 anos, a empresa em questão tem 50 anos de existência. Os tempos difíceis foram muito mais influenciadores na atitude da empresa do que os últimos 16 anos.

Não existe um “target” financeiro a ser respeitado em termos de estrutura de capital, afirmou o diretor comercial da empresa. A preocupação em relação ao financiamento remete ao investimento, isto é, a dúvida sobre financiar vai depender se o investimento proposto está no escopo da empresa. É interessante notar que a visão em relação a estrutura de capital diverge entre as gerações. Enquanto o fundador (pai) é defensor do uso do capital próprio, os filhos não são resistentes ao uso de capital de terceiros desde que os projetos de investimentos financiados gerem resultados positivos.

## CAPÍTULO 5 - CONCLUSÕES

A motivação inicial para a realização dessa investigação foi a curiosidade sobre o processo de decisão financeira dentro de uma empresa familiar. A curiosidade foi provocada por não reconhecer na empresa familiar nenhuma formalidade nas decisões de investimentos e financiamentos realizados pela empresa. Como uma empresa de grande porte consegue tomar decisões financeiras sem nenhuma formalidade? Dada a fase atual de transição entre a primeira e segunda geração, achamos que o trabalho seria tempestivo e útil na geração de informações para contribuir com a estruturação necessária a empresa nas suas decisões financeiras. É na transição da primeira para a segunda geração que a empresa sente maior necessidade de estruturar seus processos.

Toda a revisão da literatura sobre as decisões financeiras serviu para apresentar conceitos, orientar a análise prática do cotidiano da empresa e limitar o aprofundamento da investigação. Iniciamos a abordagem teórica pela decisão de investir. Identificamos que a idéia é o ponto de partida de todo investimento e que a habilidade da empresa em captar e gerenciar essas idéias tem impacto direto na sua capacidade de inovação e na continuidade do negócio. Na empresa familiar estudada não existe essa habilidade e as idéias de investimentos ficam restritas as idéias da diretoria.

O ideal é que a empresa estruture ou disponibilize um canal de comunicação entre todos os funcionários e a diretoria. Isso aumentaria o fluxo de idéias e a capacidade da empresa em inovar, melhorar sua eficiência, reduzir custos e outros benefícios. É necessário também, preparar a diretoria para receber as idéias e selecionar aquelas que poderão transformar-se em projetos de investimento.

A elaboração do projeto de investimento é outra etapa ausente nas decisões de investimento da empresa. Não conseguimos identificar o motivo pelo qual a empresa insiste em manter na informalidade o investimento que pretende realizar. A não formalização do projeto de investimento diminui a visibilidade de eventuais falhas ou pontos negativos do investimento, e com isso aumenta o risco do investimento. Sem o projeto de investimento a elaboração do orçamento de capital também fica comprometida. Os projetos de investimentos podem ajudar a empresa elaborando cenários ou realizando simulações de investimentos sem a necessidade

de executar qualquer investimento.

Em termos de orçamento de capital, verificamos que a empresa identifica o custo inicial do investimento, mas não elabora o fluxo de caixa do investimento. A qualidade do investimento é determinada pelo benefício gerado para a empresa em relação ao desempenho da empresa anterior ao investimento. A empresa considera benefício o aumento da eficiência produtiva, a redução de custos, a redução de mão de obra ou o aumento na capacidade produtiva. Sem o fluxo de caixa do investimento, a comparação entre investimentos é baseada no benefício gerado por cada um, aquele que gerar o maior benefício é o escolhido.

É fundamental que a empresa elabore o fluxo de caixa dos investimentos para melhorar a qualidade de suas decisões financeiras. O fluxo de caixa permitirá a comparação entre projetos de forma mais objetiva e com menor risco. Além da comparação, permite também a utilização das ferramentas de avaliação de investimento, que na estrutura atual de decisão não é possível ser utilizada por falta de dados.

Revisando os objetivos propostos no início da investigação, podemos dizer que o exame do processo decisório financeiro da empresa confirmou a informalidade observada nas decisões financeiras da empresa, e que as decisões financeiras são tomadas utilizando a intuição dos familiares-diretores com base nas informações obtidas de funcionários e outros diretores. Existe uma forte centralização das decisões financeiras nas mãos do presidente da empresa. Essa centralização ocorre por exigência do presidente, que não dispensa a sua participação nas decisões, e também porque o processo de decisão é informal e precisa da intuição do presidente nas decisões.

O aspecto positivo encontrado é que os diretores reconhecem a informalidade na qual o processo decisório ocorre e também a necessidade de mudar essa situação para dar agilidade ao crescimento da empresa. Como é quase totalmente informal, existe no processo decisório financeiro da empresa amplo espaço para aplicação da teoria financeira, desde a idéia do investimento até a sua avaliação.

Não foi possível determinar com precisão a maneira que a empresa avalia economicamente os investimentos. A ausência do fluxo de caixa dos investimentos não permitiu o uso de nenhuma ferramenta de avaliação. Nos relatos dos diretores também não existe aspectos

técnicos sobre a avaliação dos investimentos. Se não existe nenhuma avaliação econômica do investimento, como a empresa sabe se ele é bom ou ruim? Fica a preocupação sobre os resultados dos investimentos, pois sem uma avaliação, a empresa não pode esperar até o final do período do investimento para descobrir se ele foi bom ou ruim.

Não existe uma comunicação entre os diferentes investimentos realizados pela empresa. Em nenhum momento da pesquisa foi identificada qualquer referência sobre o relacionamento entre os investimentos. Não é possível assim, estabelecer se o tipo de relacionamento entre investimentos são independentes, dependentes ou mutuamente excludentes. Aumentar a integração entre os diferentes setores que investem em ativo fixo poderia criar uma sinergia entre os projetos e trazer mais benefícios para a empresa.

Nas decisões de financiamento o cuidado com os reflexos financeiro da decisão é maior do que nas decisões de investimento. O mérito desse cuidado maior é a preocupação com o nível de endividamento e a capacidade de pagamento da empresa. A opção pelo financiamento de longo prazo é sempre o capital de terceiros, restando escolher apenas quem será o financiador. A empresa é muito conservadora no uso de capital de terceiros, independentemente da relação entre o custo do capital próprio e do capital de terceiros.

Talvez o fato de ser familiar faça a empresa descartar o interesse em saber o custo do capital próprio, pois ela só utiliza o capital de terceiros quando realmente não tem outra opção. Nem o benefício fiscal da dívida é considerado como atrativo ao optar pela utilização de capital de terceiros. A segunda geração da empresa demonstra-se mais preocupada com o recurso financeiro e já iniciou uma abertura maior a entrada de capital de terceiros na empresa.

Alguns diretores expuseram sua preocupação em tomar decisões financeiras coerente com a estratégia da empresa. Contudo, fica difícil alinhar as decisões financeiras com a estratégia da empresa porque ela é tão informal quanto a estrutura financeira da empresa. O que nos leva a entender que a informalidade está presente em áreas além da área financeira, e confirma que a informalidade é um aspecto cultural na empresa familiar.

É recomendável que a empresa inicie a formalização de seus processos como forma de estruturar a empresa para enfrentar os problemas derivados da transição de gerações, para conseguir minimizar os riscos de seus investimentos, para modificar a cultura da empresa no



que tange a formalização dos processos, reduzir a dependência das decisões financeiras na intuição e dar um caráter mais técnico ao processo decisório, ampliar a capacidade de gerenciar os investimentos da empresa, aumentar o fluxo de idéias para novos investimentos, reduzir custos de financiamento equilibrando melhor a estrutura financeira da empresa.

Nesse trabalho não avaliamos o impacto da informalidade nas decisões financeiras no desempenho financeiro da empresa. Talvez a formalização dos processos não tenha ocorrido até agora porque não afetou de forma considerável o desempenho da empresa, mas não seria perigoso demais esperar que o desempenho fosse afetado para só depois tomar as providências?

## BIBLIOGRAFIA

### Livros

- Adachi, P. P. (2006). *Família S.A.* São Paulo, Brasil: Atlas.
- Assaf Neto, A. (2006). *Estrutura e análise de balanços. Um enfoque econômico-financeiro.* São Paulo, Brasil: Atlas.
- Assaf Neto, A. (2007). *Finanças corporativas e valor.* São Paulo, Brasil: Atlas.
- Assaf Neto, A. e F. G. Lima (2009). *Curso de administração financeira.* São Paulo, Brasil: Atlas.
- Berk, J. e P. Demarzo (2009). *Finanças empresariais.* Porto Alegre, Brasil: Bookman.
- Bodie, Z. e R. C. Merton (2002). *Finanças.* Porto Alegre, Brasil: Bookman Editora.
- Bodie, Z., A. Kane e A. J. Marcus (2000). *Fundamentos de Investimentos.* Porto Alegre, Brasil: Bookman.
- Brealey, R. A. e S. C. Myers (2003). *Principles of corporate finance (7a ed.).* New York, Estados Unidos da América: McGraw-Hill.
- Brealey, R. A., S. C. Myers e A. J. Marcus (2001). *Fundamentals of corporate finance (3a ed.).* New York, Estados Unidos da América: McGraw-Hill.
- Brigham, E. F. e M. C. Ehrhardt (2008). *Administração financeira – teoria e prática.* São Paulo, Brasil: Cengage Learning.
- Brito, P. (2009). *Análise e viabilidade de projetos de investimentos.* São Paulo, Brasil: Atlas.
- Bruni, A. L. e R. Famá (2006). *A contabilidade empresarial.* São Paulo, Brasil: Atlas.
- Bruni, A. L. (2007). *As decisões de investimentos.* São Paulo, Brasil: Atlas.
- Carmona, C. U. (2009). *Finanças corporativas e mercados.* São Paulo, Brasil: Atlas.
- Carvalho, J. V. (2002). *Análise econômica de investimentos.* Rio de Janeiro, Brasil: Qualitymark.
- Casarotto Filho, N. (2009). *Elaboração de projetos empresariais. Análise estratégica, estudo de viabilidade e plano de negócios.* São Paulo, Brasil: Atlas.
- Casillas, J. C., A. Vázquez e C. Díaz (2007). *Gestão da empresa familiar: conceitos, casos e soluções.* São Paulo, Brasil: Thomson Learning.
- Confederação Nacional da Indústria. (2003). *Financiamento no Brasil: desafio ao crescimento.* Brasília, Brasil: CNI.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation (2ª ed.).* Estados Unidos da América: Wiley.

- Damodaran, A. (2002). *Finanças corporativas aplicadas*. Porto Alegre, Brasil: Bookman.
- Damodaran, A. (2006). *Filosofias de investimentos*. Rio de Janeiro, Brasil: Qualitymark.
- Damodaran, A. (2006). *Mitos de investimentos*. São Paulo, Brasil: Prentice Hall.
- Droms, W. G. e J. L. Procionoy (2002). *Finanças para executivos não-financeiros*. Porto Alegre, Brasil: Bookman.
- Fabozzi, F. J. e P. P. Peterson (2003). *Financial Management and analysis*. Estados Unidos da América: Wiley.
- Fishman, A. E. (2009). *9 Elements of Family Business Success*. Estados Unidos da América: McGraw-Hill.
- Fortuna, E. (2002). *Mercado financeiro: produtos e serviços* (15ª Ed.). Rio de Janeiro, Brasil: Qualitymark.
- Freitas, N. (2002). *Dicionário oboé de finanças*. Fortaleza, Brasil: ABC Editora.
- Frezatti, F. (2008). *Gestão econômico-financeira dos projetos de investimento*. São Paulo, Brasil: Atlas.
- Galesne, A., J. E. Fensterseifer e R. Lamb (1999). *Decisões de investimentos da empresa*. São Paulo, Brasil: Atlas.
- Giannetti, E. (2005). *O valor do amanhã*. São Paulo, Brasil: Companhia das letras.
- Gil, A. C. (2009). *Estudo de caso*. São Paulo, Brasil: Atlas.
- Gitman, L. J. (2004). *Princípios de administração financeira*. São Paulo, Brasil: Pearson Addison Wesley.
- Gonçalves, S. d. (2000). *Patrimônio, família e empresa*. São Paulo, Brasil: Negócio.
- Groppelli A. A. e E. Nikbakht (2006). *Administração financeira* (2ª Ed.). São Paulo, Brasil: Saraiva.
- Hagin, R. L. (2004). *Investment management*. Estados Unidos da América: Wiley.
- Hoji, M. (2009). *Administração financeira na prática – Guia para educação financeira corporativa e gestão financeira pessoal*. São Paulo, Brasil: Atlas.
- Laponi, J. C. (2007). *Projetos de investimento na empresa*. Rio de Janeiro, Brasil: Elsevier.
- Leone, N. M. (2005). *Sucessão na empresa familiar*. São Paulo, Brasil: Atlas.
- Lodi, J. B. (1987). *Sucessão e conflito na empresa familiar*. São Paulo, Brasil: Biblioteca Pioneira de Administração e Negócios.
- Málaga, F. K. (2009). *Análise de demonstrativos financeiros e da performance empresarial*. São Paulo, Brasil: Saint Paul Editora.

## Bibliografia

---

- Mayo, N. B. (2008). *Finanças básicas*. São Paulo, Brasil: Cengage Learning.
- Mellagi Filho, A. (2003). *Curso básico de finanças*. São Paulo, Brasil: Atlas.
- Morante, A. S. e F. T. Jorge (2009). *Administração financeira*. São Paulo, Brasil: Atlas.
- Müller, A. N. e L. R. Antonik (2008). *Análise Financeira*. São Paulo, Brasil: Atlas.
- Oliveira, D. d. (2006). *Empresa Familiar. Como fortalecer o empreendimento e otimizar o processo sucessório*. São Paulo, Brasil: Atlas.
- Padoveze, C. L. (2005). *Introdução à administração financeira*. São Paulo, Brasil: Thomson Learning.
- Rappaport, A. e M. J. Mauboussin (2002). *Análise de investimentos*. Rio de Janeiro, Brasil: Campus.
- Ross, S. A., R. W. Westerfield e J. F. Jaffe (2008). *Administração Financeira – Corporate Finance*. São Paulo, Brasil: Atlas.
- Sá, A. L. e A. M. Sá (1994). *Dicionário de Contabilidade*. São Paulo, Brasil: Atlas.
- Salazar, J. N. e G. C. Benedicto (2004). *Contabilidade Financeira*. São Paulo, Brasil: Pioneira Thomson Learning.
- Souza, A. e A. Clemente (2009). *Decisões financeiras e análise de investimento. Fundamentos, técnicas e aplicações*. São Paulo, Brasil: Atlas.
- Stickney, C. P. e R. L. Weil (2001). *Contabilidade Financeira*. São Paulo, Brasil: Atlas.
- Weitz, B. A. e M. Levy (2000). *Administração de varejo*. São Paulo, Brasil: Atlas.

## Artigos, revistas e periódicos científicos

- Benetti, C., R. F. Decourt e P. R. Terra (2007). The practice of corporate finance in Brazil and in the USA: comparative survey evidence. *VII Encontro Brasileiro de Finanças*, São Paulo.
- Donatti, L. (1999). Empresa familiar: a empresa familiar em um âmbito global. *Caderno de pesquisas em Administração*, v. 1, n. 10, São Paulo.
- Gonçalves, C. (2009). *Gestão financeira – A decisão de investimento*. Texto de apoio, ISCTE-IUL, Lisboa.
- Graham, J. R. e C. R. Harvey (2002). How do CFOs make capital budgeting and capital structure decisions?. *The journal of applied corporate finance*, vol. 15, nº1.
- Lethbridge, E. (1997). Tendências da empresa familiar no mundo. *Revista BNDES*, junho 1997.

## Bibliografia

---

- Lopes, C. F., L. P. Antunes e M. A. Cardoso (2007). Financiamento de longo prazo: mercado de debêntures e programa de emissão da BNDESPAR. *Revista BNDES*, v.14, n.27, 43-70.
- Menezes, E. A. (2002). Breve história do pensamento teórico em finanças. *Revista FAE Business* 4, 48-50.
- Miguel, A. F. (2007). *A decisão de investimento*. Texto de apoio, ISCTE-IUL, Lisboa.
- Assaf Neto, A. (1997). A dinâmica das decisões financeiras. *Caderno de Estudos FIPECAFI*, v.4, 9.
- Resende, M. d. e J. R. Siqueira (2004). Orçamento de capital: uma exposição de aspectos relevantes das técnicas de análise e dos cuidados em sua utilização. *Congresso virtual brasileiro de administração*.
- Ross, M. (1986). Capital budgeting practices of twelve large manufacturers. *Financial Management*, v.15, 15-22.
- Sant'anna, A. A. (2008). Decisões de financiamento via mercado de capitais no período de 2004-2006. *Revista do BNDES*, v.15, n.30, 161-179.
- Teló, A. R. (2001). Desempenho organizacional: planejamento financeiro em empresas familiares. *Revista FAE Business* 4, (1), 25-26.

## Teses e dissertações

- Gorgati, Vlamir (2000), Os determinantes da estrutura de capital de empresas familiares brasileiras durante os processos sucessórios. Dissertação de mestrado em Administração, Universidade de São Paulo – USP.
- Loddi, César Eduardo (2008), A aplicação das teorias e métodos da administração financeira como sistema de apoio à tomada de decisões de pequenos empreendimentos franqueados: um estudo de caso. Dissertação de mestrado em Engenharia de Produção, Universidade de São Paulo – USP.
- Maschieto, Alexandre José (2006), Contribuição para desenvolvimento de um modelo de competitividade financeira de empresas. Dissertação de mestrado em Administração de Organizações, Universidade de São Paulo – USP.
- Santos, Carolina Macagnani (2006), Levantamento dos fatores determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras. Dissertação de mestrado em Administração de Organizações, Universidade de São Paulo – USP.

Referências da internet

- Deloitte (2009), Confiança em um cenário de risco.
- Milken, Michael (2009), Why capital structure matters, The Wall Street Journal, 21 de abril de 2009, <http://online.wsj.com/article/SB124027187331937083.html>.
- Schwass, Joachim (2008), Empresa familiar tem desempenho superior às companhias de capital aberto, *Revista Época*, março de 2008, <http://epocanegocios.globo.com/Revista/Epocanegocios/0,,EDG82559-8373,00-EMPRESA+FAMILIAR+TEM+DESEMPENHO+SUPERIOR+AS+COMPANHIAS+DE+CAPITAL+ABERTO.html>.
- Ventura, Luciano Carvalho (2006). O conselho de administração na empresa familiar. [http://www.acionista.com.br/governanca/200706\\_luciano\\_ventura.htm](http://www.acionista.com.br/governanca/200706_luciano_ventura.htm)

Sítios na internet

- <http://pt.wikipedia.org/wiki/Wiki>
- <http://en.wikipedia.org/wiki/Wiki>
- <http://www.studyfinance.com>
- <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [http://www.fea.usp.br/teses\\_dissertacoes.php](http://www.fea.usp.br/teses_dissertacoes.php)
- <http://www.scielo.br>
- <http://www.bcb.gov.br>
- <http://www.imf.org>
- <http://www.bndes.gov.br>
- <http://www.familybusinessmagazine.com>
- <http://www.fbn-i.org>

## ANEXOS

### Anexo A – Planilha de endividamento bancário

#### ENDIVIDAMENTO BANCÁRIO 2010

Atualizado até:

28/02/2010	jan/2010	fev/2010	mar/2010	abr/2010	mai/2010	jun/2010	jul/2010	ago/2010	set/2010	out/2010	nov/2010	dez/2010
<b>BANCO DO BRASIL</b>												
BNDES (Finame)	2.525.079,98	2.525.079,98	2.525.079,98	2.483.096,86	2.441.113,90	2.393.770,70	2.346.427,50	2.299.084,30	2.251.741,10	2.204.397,90	2.157.054,70	2.109.711,50
Contrato nº 4000334	2.267.080,00	2.267.080,00	2.267.080,00	2.225.096,88	2.183.113,92	2.141.130,96	2.099.148,00	2.057.165,04	2.015.182,08	1.973.199,12	1.931.216,16	1.889.233,20
Contrato nº 4000392	257.999,98	257.999,98	257.999,98	257.999,98	257.999,98	252.639,74	247.279,50	241.919,26	236.559,02	231.198,78	225.838,54	220.478,30
Leasing	178.729,90	172.566,80	166.403,70	160.240,60	154.077,50	147.914,40	141.751,30	135.588,20	129.425,10	123.262,00	117.098,90	110.935,80
Leasing contrato 99053	178.729,90	172.566,80	166.403,70	160.240,60	154.077,50	147.914,40	141.751,30	135.588,20	129.425,10	123.262,00	117.098,90	110.935,80
Capital de giro (griflex)	3.750.000,00	4.750.000,00	4.750.000,00	4.750.000,00	4.750.000,00	4.750.000,00	4.750.000,00	4.750.000,00	4.750.000,00	4.750.000,00	4.750.000,00	4.750.000,00
Contrato 1 (flex)	3.750.000,00	4.750.000,00	4.750.000,00	4.750.000,00	4.750.000,00	4.750.000,00	4.750.000,00	4.750.000,00	4.750.000,00	4.750.000,00	4.750.000,00	4.750.000,00
	<b>6.453.809,88</b>	<b>7.447.646,78</b>	<b>7.441.483,88</b>	<b>7.393.337,46</b>	<b>7.345.191,40</b>	<b>7.291.685,10</b>	<b>7.238.178,80</b>	<b>7.184.672,50</b>	<b>7.131.166,20</b>	<b>7.077.659,90</b>	<b>7.024.153,60</b>	<b>6.970.647,30</b>
<b>BRADESCO</b>												
CDCI	25.550.565,22	22.002.240,43	18.561.098,50	15.514.770,89	12.632.404,92	9.904.654,75	7.445.297,65	5.013.996,45	3.493.208,20	2.116.353,22	860.018,15	92.814,38
Leasing	149.864,83	129.329,64	108.794,45	88.259,26	67.724,07	47.188,88	26.653,69	6.118,50	-	-	-	-
Leasing 1	149.864,83	129.329,64	108.794,45	88.259,26	67.724,07	47.188,88	26.653,69	6.118,50	-	-	-	-
	<b>25.700.430,05</b>	<b>22.131.570,07</b>	<b>18.669.892,95</b>	<b>15.603.030,15</b>	<b>12.700.128,99</b>	<b>9.951.843,63</b>	<b>7.471.951,34</b>	<b>5.020.114,95</b>	<b>3.493.208,20</b>	<b>2.116.353,22</b>	<b>860.018,15</b>	<b>92.814,38</b>
<b>SUB-TOTAL BANCOS</b>	<b>32.154.239,93</b>	<b>29.579.216,85</b>	<b>26.111.376,63</b>	<b>22.996.367,61</b>	<b>20.045.320,39</b>	<b>17.243.528,73</b>	<b>14.710.130,14</b>	<b>12.204.787,45</b>	<b>10.624.374,40</b>	<b>9.194.013,12</b>	<b>7.884.171,75</b>	<b>7.063.461,68</b>
Varição mês anterior	-8,53%	-8,01%	-11,72%	-11,93%	-12,83%	-13,98%	-14,69%	-17,03%	-12,95%	-13,46%	-14,25%	-10,41%
Outros financiamentos	8.096.918,81	7.793.746,19	7.490.573,57	7.187.400,95	6.884.228,33	6.581.055,71	6.277.883,09	5.974.710,47	5.671.537,85	5.368.365,23	5.065.192,61	4.762.019,99
<b>SUB-TOTAL OUTROS</b>	<b>40.251.158,74</b>	<b>37.372.963,04</b>	<b>33.601.950,20</b>	<b>30.183.768,56</b>	<b>26.929.548,72</b>	<b>23.824.584,44</b>	<b>20.988.013,23</b>	<b>18.179.497,92</b>	<b>16.295.912,25</b>	<b>14.562.378,35</b>	<b>12.949.364,36</b>	<b>11.825.481,67</b>
<b>TOTAL GERAL</b>	<b>40.251.158,74</b>	<b>37.372.963,04</b>	<b>33.601.950,20</b>	<b>30.183.768,56</b>	<b>26.929.548,72</b>	<b>23.824.584,44</b>	<b>20.988.013,23</b>	<b>18.179.497,92</b>	<b>16.295.912,25</b>	<b>14.562.378,35</b>	<b>12.949.364,36</b>	<b>11.825.481,67</b>

**Anexo B – Tela do sistema de contas a pagar.**

CONTAS A PAGAR										
Tipo: 99		Codigo:999999		Dt Ref.:03/2010		ABERTAS				
XXX						Classe:99				
Dia	Qtd.	Valor	Total	Dia	Qtd.	Valor	Total	Dia	Qtd.	Valor Total
1	1	196.00		2				3	1	851.00
4	10	25,546.40		5	3	10,537.42		6		
7				8	1	42.84		9	1	8,308.94
10	4	87,925.75		11	2	115.71		12	5	22,267.63
13	3	342.53		14				15	9	54,068.49
16	2	3,127.81		17	7	6,379.15		18	9	4,466.82
19	18	17,799.07		20	7	2,742.39		21	2	3,746.05
22	5	1,861.25		23	4	19,195.11		24	5	13,049.19
25	3	7,008.13		26	157	1,080,780.65		27	65	340,036.26
28	139	1,217,496.17		29	294	2,580,901.54		30	208	3,103,213.04
31	110	940,127.55								
Anterior:		46	108,684.94	Atual...:		1075	9,552,132.89			
Proximo.:		3209	35,360,028.99	Total...:		4330	45,020,846.82			
Esc/F3-Sai F1=Pick-list F2=Lancamento F6=Abertas F7=Liquidada F9=Devolucoes F10=Adiantamento PageDown=PROX.Mes PageUP=Mes ANT F11=Muda LOJA F12=Pedido										

**Anexo C – Primeira loja inaugurada em 1958**





## QUESTIONÁRIO 1

### **Sobre a decisão financeira**

1. Como a empresa toma uma decisão de investir e financiar?
2. Qual o nível de formalização dos processos existente na empresa?
3. Quem são as pessoas envolvidas no processo decisório financeiro?

### **Sobre investimentos**

1. Como surge a idéia de realizar um investimento?
2. Como a idéia do investimento é amadurecida?
3. As decisões de investimento na empresa (comprar, construir, reformar, etc) possuem os aspectos financeiros para a tomada de decisão (formalização)? Considera importante a formalização?
4. Como é feita a avaliação econômica do investimento?
5. Como o resultado do investimento é acompanhado?

### **Sobre financiamentos**

1. Existe um “target” para a relação capital de terceiros/capital próprio?
2. A estrutura de capital da empresa é levada em conta nas decisões de financiamento?
3. O que define a escolha do financiamento?
4. O nível poderia ser maior do que a média do setor sem problema?
5. A empresa possui uma política financeira (gestão de caixa, de riscos)?

### **Quais técnicas de avaliação financeira são conhecidas?**

- ( ) Valor presente líquido
- ( ) Taxa interna de retorno
- ( ) Payback simples
- ( ) Payback descontado
- ( ) Análise de sensibilidade
- ( ) Taxa de corte
- ( ) Índice de rentabilidade