

Gustavo Lopes Gama

**ESTRUTURA DE CAPITAL EM MICRO E PEQUENAS
EMPRESAS: APLICAÇÃO DE METODOLOGIA DE CUSTO DE
CAPITAL NA EMPRESA “SUPER COFFEE”**

Trabalho de Conclusão de Estágio apresentado à disciplina Estágio Supervisionado – CAD 5236, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Administração da Universidade Federal de Santa Catarina.

Professor Orientador: Alexandre Marino Costa, Dr.

Florianópolis

2006

GUSTAVO LOPES GAMA

ESTRUTURA DE CAPITAL EM MICRO E PEQUENAS EMPRESAS: APLICAÇÃO DE
METODOLOGIA DE CUSTO DE CAPITAL NA EMPRESA "SUPER COFFEE"

Este Trabalho de Conclusão de Estágio foi julgado adequado e aprovado em sua forma final pela Coordenadoria de Estágios do Departamento de Administração da Universidade Federal de Santa Catarina, em 15 de agosto de 2006.



Prof. Marcos Dalmal
Coordenador de Estágios

Apresentada à Banca Examinadora integrada pelos professores:



Alexandre Marino Costa
Orientador



Gilberto de Oliveira Moritz
Membro



Ivoneti da Silva Ramos
Membro

AGRADECIMENTOS

Devo meus sinceros agradecimentos a muitas pessoas que estiveram junto comigo e me apoiaram nesta caminhada, não só no período de realização deste estudo, mas como em todo o decorrer de minha passagem pela UFSC.

Primeiramente, gostaria de agradecer minha família, Pai, Mãe, Gui e Martola por toda a alegria que me proporcionaram nos momentos em que estive visitando-os em casa, e ainda mais pelo caloroso acolhimento que tive nesta volta antecipada à minha cidade natal. É claro, sem a compreensão e o suporte desta família maravilhosa eu nunca haveria passado por estes quatro anos da forma tão tranqüila que passei, sabendo que estariam de braços abertos para me receber quando fosse necessário.

Muitas foram as amizades que fiz nesta nova terra. Digo a todos que tenho uma nova família aqui em Floripa. Família esta, composta por amigos que com certeza estarão em meu coração para o resto de minha vida. Goianinho, Marião, Bolinho, Raphinha, Cabeça, Ricardo, Werner, Tiaguinho, Bruninho, Betão, Fabi, e muitos outros. Muito Obrigado por serem minha família nestes anos, por cuidarem de mim, pelas festas, zueiras, bagunças. PAKOTINHOÔ!!

Gostaria também de agradecer aos meus mestres. Professores com os quais aprendi muito mais do que administração. Marino, Maurício, Mussi, Pedro Araújo, Altair Melo, Moretto, Benjamin, Klaes, Gilberto, Hans, entre outros. Muito Obrigado!

Por fim, tenho que dedicar este trabalho a pessoa que mais me ajudou nos últimos anos, que esteve sempre ao meu lado e com a qual aprendi a ser uma pessoa melhor em todos os sentidos. Poli, te amo muito. Você foi a melhor coisa que eu poderia levar de Floripa. Muito obrigado por tudo o que você é e pelo bem que me faz.

“... tendo reconhecido que os que têm sentimentos muito contrários aos nossos nem por isso são bárbaros ou selvagens, mas que muitos usam, tanto ou mais do que nós, a razão; e tendo considerado o quanto um mesmo homem, com seu mesmo espírito, criado desde a infância entre franceses ou alemães, torna-se diferente do que seria se tivesse vivido entre chineses ou canibais... de modo que é bem mais o costume e o exemplo que nos persuadem do que qualquer conhecimento certo...”

René Descartes (1637)

RESUMO

GAMA, Gustavo L. **Estrutura de capital em micro e pequenas empresas**: aplicação de metodologia de custo de capital na empresa "Super Coffee". 2006. (107f.). Trabalho de Conclusão de Estágio (Graduação em Administração). Curso de Administração, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2006.

Muitas são as dificuldades encontradas pelas micro e pequenas empresas em sua trajetória no mundo empresarial. As decisões de financiamento acerca da estrutura de capital que irá compor seu passivo e o que isto representa para a empresa, ainda são muito pouco referenciadas nos estudos disponíveis aos seus proprietários. Neste contexto, encontra-se a empresa mencionada pelo nome fictício de "Super Coffee". Esta empresa é utilizada como referência para a realização de um estudo de caso onde se busca apresentar a estrutura de capital pela qual esta é composta e analisar qual a influência desta em seu custo de capital. Ainda, aplica-se um modelo para definição do custo de capital próprio presente na empresa no período, identificam-se possíveis fontes de financiamentos de terceiros e suas características, e elaboram-se cenários alternativos à atual composição de capital. Para tanto, é realizado um estudo qualitativo descritivo que é viabilizado por pesquisa documental, entrevistas semi-estruturadas e pela observação. Os resultados encontrados demonstram que a empresa utiliza, atualmente, apenas capital próprio em sua estrutura de capital, sendo que o custo para o mesmo ficou definido em 21,05% ao ano. As fontes de capital de terceiros identificadas como viáveis à Super Coffee provém do BNDES, sendo que suas taxas apresentam-se em cerca de 15% ao ano. Ainda, os cenários prospectados, indicam que, alterando-se a estrutura de capital da empresa e alavancando-a financeiramente, pode-se chegar a obter um significativo incremento na taxa de retorno do capital dos proprietários no caso de incremento do lucro operacional, por outro lado, o custo médio ponderado de capital da empresa apresenta apenas quedas sutis em ambos cenários, resultado, principalmente, do aumento de seu nível de risco ao endividar-se.

Palavras-chave: estrutura de capital, custo de capital, micro e pequena empresa.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Demonstrações Financeiras.....	22
Figura 2: Composição do Passivo.....	23
Figura 3: Exemplo de Alavancagem Financeira.....	42
Figura 4: Organograma da Super Coffee.....	55

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Fatores e Subfatores de Risco.....	35
Quadro 2: Análise Vertical do Balanço	65
Quadro 3: Demonstração do Resultado do Exercício (1º semestre de 2006).....	66
Quadro 4: Fatores e Subfatores de Decisões	69
Quadro 5: Resumo dos pesos dos subfatores de análise.....	77
Quadro 6: Atribuição do prêmio de risco aos subfatores.....	78
Quadro 7: Definição do Custo de Capital Próprio.....	79
Quadro 8: Modelo para cálculo do custo médio ponderado de capital da Super Coffee	82
Quadro 9: Custo médio ponderado de capital da Super Coffee.....	82
Quadro 10: Cenário 1 para a estrutura de capital da Super Coffee.....	83
Quadro 11: Cenário 2 para a estrutura de capital da Super Coffee.....	84
Quadro 12: Cenário 3 para a estrutura de capital da Super Coffee.....	85
Quadro 13: Cenário 4 para a estrutura de capital da Super Coffee.....	86
Quadro 14: Análise dos Cenários.....	87

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Tamanho da organização: relevância dos níveis ambientais.....	32
Tabela 2: Categorias de Risco.....	33
Tabela 3: Relacionamento subfatores x alternativas.....	34
Tabela 4: Escala de Valores para comparações paritárias.....	34
Tabela 5: Exemplo de Matriz de comparação de fatores.....	35
Tabela 6: Exemplo de Matriz normalizada.....	35
Tabela 7: Escalonamento dos subfatores.....	36
Tabela 8: Exemplo do cálculo do custo de capital.....	36
Tabela 9: Variação nas margens de lucro bruta e líquida (1º semestre de 2006).....	67
Tabela 10: Categorias de Risco.....	68
Tabela 11: Comparação de fatores.....	70
Tabela 12: Resultado da análise dos fatores de risco.....	70
Tabela 13: Resultado da análise dos fatores de risco sistemático.....	71
Tabela 14: Resultado da análise dos fatores de risco financeiro.....	72
Tabela 15: Resultado da análise dos fatores de risco administrativo.....	73
Tabela 16: Resultado da análise dos fatores de risco estratégico.....	74
Tabela 17: Resultado da análise dos fatores de risco de recursos humanos.....	75
Tabela 18: Resultado da análise dos fatores de risco operacional.....	76
Tabela 19: Alavancagem financeira no cenário 2.....	85
Tabela 20: Alavancagem financeira no cenário 3.....	86
Tabela 21: Alavancagem financeira no cenário 4.....	87

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Evolução do IPCA.....	52
Gráfico 2: Distribuição do faturamento – junho de 2006.....	59
Gráfico 3: Histórico de Rentabilidade (1º semestre de 2006).....	67
Gráfico 4: Importância relativa dos fatores de risco.....	71
Gráfico 5: Importância relativa dos fatores de risco sistemático.....	71
Gráfico 6: Importância relativa dos fatores de risco financeiro.....	72
Gráfico 7: Importância relativa dos fatores de risco administrativo.....	73
Gráfico 8: Importância relativa dos fatores de risco estratégico.....	74
Gráfico 9: Importância relativa dos fatores de risco de recursos humanos.....	75
Gráfico 10: Importância relativa dos fatores de risco operacional.....	76

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	13
<i>1.1 Objetivo Geral.....</i>	<i>15</i>
<i>1.2 Objetivos Específicos</i>	<i>15</i>
<i>1.3 Justificativa.....</i>	<i>15</i>
<i>1.4 Estrutura de Apresentação.....</i>	<i>17</i>
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	18
<i>2.1 A Função Financeira na Empresa</i>	<i>18</i>
<i>2.2 Índices e Demonstrações Financeiras</i>	<i>21</i>
<i>2.2.1 Balanço Patrimonial</i>	<i>22</i>
<i>2.2.2 Demonstração do Resultado do Exercício (DRE).....</i>	<i>23</i>
<i>2.2.3 Análises e Índices Financeiros.....</i>	<i>24</i>
<i>2.3 Custo de Capital.....</i>	<i>26</i>
<i>2.3.1 Considerações iniciais.....</i>	<i>26</i>
<i>2.3.2 Modelo de Cálculo do Custo de Capital Próprio Proposto por Matos (2002).....</i>	<i>30</i>
<i>2.3.3 Custo de Capital de Terceiros.....</i>	<i>37</i>
<i>2.3.4 Custo Médio Ponderado de Capital.....</i>	<i>38</i>
<i>2.4 Estrutura de Capital</i>	<i>39</i>
<i>2.4.1 Princípios de Alavancagem Financeira</i>	<i>40</i>
<i>2.4.2 Estrutura Ótima de Capital.....</i>	<i>43</i>
<i>2.5 Cenários</i>	<i>44</i>
3. METODOLOGIA.....	45
<i>3.1 Tipo e Técnica de Pesquisa</i>	<i>45</i>
<i>3.2 Levantamento e Tratamento das Informações</i>	<i>46</i>
<i>3.3 Limitações</i>	<i>48</i>
4. A ORGANIZAÇÃO EM ESTUDO	50
<i>4.1 Histórico.....</i>	<i>50</i>
<i>4.2 Fatores Sistemáticos.....</i>	<i>51</i>
<i>4.2.1 Conjuntura Político-Econômica do Brasil.....</i>	<i>51</i>
<i>4.2.2 Posição relativa da empresa no setor</i>	<i>53</i>

4.3 Fatores Não-Sistemáticos	54
4.3.1 Fatores Administrativos	54
4.3.2 Fatores de Recursos Humanos.....	56
4.3.3 Fatores Estratégicos.....	57
4.3.4 Fatores Operacionais.....	62
4.3.5 Fatores Financeiros	63
5. A APLICAÇÃO DO MODELO DE CUSTO DE CAPITAL	68
5.1 Apresentação do custo de capital próprio da Super Coffee	68
5.2 Identificação de Fontes de Capital de Terceiros Disponíveis no Mercado	80
5.3 Custo Médio Ponderado de Capital na Super Coffee	81
5.4 Cenários para a Estrutura de Capital da Super Coffee	83
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	89
6.1 Conclusões	89
6.1 Recomendações.....	91
REFERÊNCIAS	93
ANEXOS	96
APÊNDICE	106

1. INTRODUÇÃO

A atual realidade das micro e pequenas empresas no Brasil denota uma grande dificuldade de sua estabilização e crescimento em geral, conforme dados do SEBRAE (2006). Além de fatores externos, como altas taxas tributárias, baixo incentivo do governo, taxas de juros acima da média mundial e o baixo poder aquisitivo da população em geral, muitos são também os fatores administrativos, internos às empresas, que são co-responsáveis por conseqüências como o fechamento de grande parte das mesmas em curtos períodos de tempo após sua abertura.

Um dos pontos críticos da administração interna de uma empresa é o seu planejamento e controle financeiro, que por vezes é feito de forma pouco profissional, ou até incorreta, o que pode prejudicar decisões cruciais e ainda oferecer uma falsa visão sobre a saúde financeira da empresa aos seus proprietários ou investidores. Schneider (2005) levanta a falta de disciplina e planejamento financeiro como um dos pontos fracos da administração das micro e pequenas empresas, o que é comprovado empiricamente pelas pesquisas do SEBRAE (2006).

Segundo Sanvicente (1987), todas as decisões da empresa possuem aspectos financeiros vitais, assim, todos os aspectos de uma empresa estão sob as vistas da administração financeira. Desta maneira cabe a responsabilidade a esta de prover informações precisas para as tomadas de decisão.

Uma das tarefas fundamentais da administração financeira diz respeito às decisões de financiamento. Estas decisões referem-se à estrutura de capital que será adotada pela empresa, ou seja, qual a composição desejável entre capital próprio e capital de terceiros que será utilizada para financiar os ativos da mesma.

Diversos autores abordam este tema de forma bastante destacada em suas obras, como Gitman (1997), Sanvicente (1987), Braga (1989), Martins (2003), entre outros. No entanto, nenhum deles abordou este assunto com enfoque para as micro e pequenas empresas.

Desta forma, os micro e pequenos empresários encontram-se pouco munidos de teorias adequadas para auxiliar suas decisões de financiamento. Mais do que isto, a falta de abordagem direcionada subentende que o tema não seja tão prioritário como de

fato é. Assim, freqüentemente se depara com micro e pequenas empresas onde se confunde o capital das mesmas e de seus proprietários, ou ainda, aquelas com grau de endividamento muito alto ou muito baixo.

No entanto, Matos (2002) atentou para este fato e sugeriu um modelo para o cálculo do custo do capital próprio em pequenas empresas. O modelo proposto apesar de exigir uma determinada dedicação dos gestores para implantação, traz a tona diversos aspectos relevantes ao ponto de vista gerencial da empresa, além de possibilitar o cálculo do custo de capital nas micro e pequenas empresas com considerável consistência.

Neste contexto, está inserida a empresa que será estudada neste trabalho, a qual será mencionada com o nome fictício "Super Coffee", uma Empresa de Pequeno Porte (EPP) constituída sob forma de Sociedade Ltda., que atua no ramo de sistemas para café expresso e bebidas quentes na região de Campinas-SP há oito anos.

Segundo o SEBRAE (2006), em geral as altas taxas de juros vigentes no país, a burocracia encontrada para a captação de empréstimos e a possibilidade de reinvestimento de parte dos lucros no financiamento de novos projetos, desencorajam as micro e pequenas empresas, como a Super Coffee, a atentar para a possibilidade de se utilizar fontes de capital de terceiros como alavanca impulsionadora de um crescimento mais rápido e sustentado.

No entanto, Tennitz (2006) informa a verificação de uma significativa expansão de crédito no último ano, principalmente para os segmentos tradicionalmente menos assistidos pelo sistema financeiro. Isto, aliado a uma previsão de crescimento da empresa, dificilmente sustentada apenas pelo capital próprio, torna a possibilidade de considerar diferentes alternativas para a composição da estrutura de capital da empresa, algo a ser levado em conta por sua área financeira.

Sendo assim, pode-se pensar em alternativas para a composição de capital da Super Coffee que contribuam para a maximização de seu valor e a diminuição do custo do capital nela investido.

Portanto, chega-se ao problema principal deste trabalho que assim se apresenta: de que forma pode-se apresentar a estrutura de capital da empresa Super Coffee e quais as implicações desta no custo médio ponderado de capital da mesma?

1.1 Objetivo Geral

Apresentar a estrutura de capital da empresa Super Coffee e quais as implicações desta no custo médio ponderado de capital da mesma.

1.2 Objetivos Específicos

Para o alcance do objetivo geral foram determinados os seguintes objetivos específicos:

- a) Aplicar modelo de cálculo do custo de capital próprio proposto por Matos (2002) na empresa Super Coffee;
- b) Relacionar as principais fontes de financiamento para micro e pequenas empresas disponíveis no mercado e suas características considerando-se o primeiro semestre de 2006;
- c) Identificar um modelo para cálculo do custo médio ponderado da empresa Super Coffee;
- d) Apresentar mais três cenários para a estrutura de capital da Super Coffee e analisar sua influência no custo médio ponderado de capital.

1.3 Justificativa

Conhecendo-se que as micro e pequenas empresas representam mais de 99% do número de empresas existentes no Brasil (SEBRAE, 2006), e tendo em vista que a produção acadêmica existente especificamente para suprir os micro e pequenos empresários de informações e ferramentas referentes ao custo e à estrutura de capital de suas empresas é bastante limitada, entende-se que este estudo possa servir como instrumento de disseminação da importância do tema e também como apoio aos

interessados no momento de uma eventual aplicação do modelo identificado nas organizações.

Quanto ao momento em que surge em auxílio à gestão financeira da empresa Super Coffee, este não poderia ser mais oportuno. Neste período, observa-se a necessidade latente dos proprietários em conhecer a estrutura de capital de sua empresa, bem como a remuneração merecida por seu investimento e as alternativas existentes para sustentar eventuais novos investimentos, já que a empresa encontra-se em fase de alteração da composição de seu capital social e ao mesmo tempo tem em seu planejamento, a intenção de realizar investimentos consideráveis nos próximos períodos.

Além disto, o estudo pode contribuir com algumas decisões que envolvem o futuro contábil e fiscal da empresa, que necessitam ser tomadas. A possibilidade da abertura de uma nova empresa para comportar algumas de suas operações, ou ainda o estabelecimento do devido enquadramento fiscal que se deve adotar para a Super Coffee são exemplos destas importantes questões.

Quanto à viabilidade, pode-se dizer que não há empecilhos aparentes a realização do estudo. Apesar de a empresa analisada localizar-se no estado de São Paulo, existe certa facilidade de obtenção de dados que sejam necessários para a elaboração do trabalho em virtude da comunicação existente juntamente aos proprietários, à participação direta deste autor na empresa e aos avanços tecnológicos na área de comunicações.

Referente à originalidade do projeto, embora haja conhecimento de projetos com tema semelhante no âmbito universitário, identifica-se o estudo como algo novo em relação à gestão da empresa até então. Não houve antes nenhuma tentativa de se calcular o custo de capital da empresa, bem como de gerar informações referentes à sua estrutura de capital, aliando a teoria da academia à prática do mundo empresarial.

Espera-se, portanto, que o conhecimento aqui agrupado e concebido venha a ser útil para esta e demais organizações e acadêmicos que tenham objetivos semelhantes aos deste projeto, já que se torna difícil encontrar estudos específicos sobre o tema e que apresentem soluções práticas que possam ser adaptadas e utilizadas por aqueles que desejarem.

Por fim, a pesquisa ainda justifica-se em ser realizada a partir da aplicação da base teórica estudada na Universidade na realidade da Super Coffee, fornecendo argumentos que proporcionem a realização de uma comparação entre o teórico e prático, o proposto e o atual, bem como possíveis críticas e adaptações da teoria para a realidade de uma pequena empresa.

1.4 Estrutura de Apresentação

A estrutura de apresentação deste trabalho seguirá os seguintes passos: primeiramente é realizada uma fundamentação teórica acerca dos temas relacionados ao estudo. Após, é apresentada a metodologia utilizada para a realização do trabalho, que apresenta desde o tipo de pesquisa realizado, as técnicas de coleta de dados, como os mesmos são tratados, até suas limitações.

Em seguida, a empresa utilizada no estudo é apresentada e analisada em suas principais características de modo a possibilitar a aplicação do modelo sugerido por Matos (2002) e a definição de seu custo de capital.

No momento seguinte, o modelo é aplicado e os resultados são apresentados e novamente analisados. Ainda, partindo da realidade identificada, são elaborados mais dois cenários alternativos para a estrutura de capital da empresa e analisadas suas implicações no custo de capital da mesma.

Por fim, são apresentadas considerações finais referentes a cada um dos objetivos propostos, juntamente com algumas recomendações e a conclusão geral que se chegou após a realização do estudo.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Neste capítulo são apresentadas as teorias referentes aos temas estudados no trabalho, com a finalidade de fundamentar o que será apresentado posteriormente.

Primeiramente é feita uma reflexão a respeito da função financeira nas organizações. Após, são identificadas as demonstrações financeiras e contábeis relacionadas à estrutura de capital das empresas, em seqüência são apresentadas teorias acerca do custo de capital e por último discorre-se a respeito da estrutura de capital presente nas organizações.

2.1 A Função Financeira na Empresa

Sanvicente (1987) cita que a função financeira ocupa uma posição central dentro das empresas, uma vez que se relaciona diretamente com todas as áreas da organização, podendo proporcionar ao seu responsável uma ótima visão da situação da empresa como um todo. Atribuições como análise de informações contábeis, projeção de movimento de fundos, captação de recursos, aplicação de fundos excedentes, fornecimento de perspectivas financeiras futuras à alta direção e elaboração de planos de uso de fundos a curto e longo prazo são tarefas comuns aos administradores financeiros.

Segundo Gitman (1997), a administração financeira diz respeito às *responsabilidades do administrador financeiro* numa empresa. Desta forma, é necessário compreender quais são as áreas de responsabilidades e decisões da administração financeira, ou ainda quais são as atividades básicas do administrador financeiro dentro das organizações.

O autor sugere que são três os principais tipos de atividades, ou decisões ligadas à área financeira: análise e planejamento financeiro, decisões de investimento e decisões de financiamento.

Sanvicente (1987), Braga (1989) e Assaf Neto (1986) acrescentam a estas decisões, a decisão de destinação dos lucros da organização, a chamada política de dividendos.

A análise e o planejamento financeiro, segundo Gitman (1997) dizem respeito à transformação dos dados financeiros de modo que se possa utilizá-los para monitorar a situação financeira da empresa, a avaliação da adequação da capacidade produtiva e dos financiamentos requeridos.

O planejamento financeiro de uma organização deve ser realizado de forma a *tornar-se um guia para as decisões que serão tomadas no futuro*. Gitman (1997) expõe que o planejamento financeiro é importante, pois fornece roteiros para dirigir, coordenar, e controlar as ações da empresa na consecução de seus objetivos.

O autor ainda comenta que o processo do planejamento financeiro inicia-se com planos financeiros de longo prazo, e estes por sua vez direcionam a formulação de planos e orçamentos de curto prazo.

Braga (1989) coloca que o planejamento financeiro compreende a programação avançada de todos os planos da administração financeira e ainda a integração destes planos com os diversos planos operacionais da organização. O autor fornece uma metodologia para que seja realizado o planejamento conforme segue:

- a) Estimar os recursos que serão necessários para executar os planos operacionais da empresa;
- b) Determinar o montante de tais recursos que poderá ser obtido no âmbito da própria empresa e quanto deverá provir de fontes externas;
- c) Identificar os melhores meios e fontes para a obtenção de recursos adicionais, quando se fizerem necessários;
- d) Estabelecer o melhor método para a aplicação de todos os recursos, obtidos interna ou externamente, para executar os planos operacionais.

Percebe-se que a metodologia proposta por Braga (1989) vai ao encontro de que já foi descrito como as decisões que fazem parte da função financeira. Quando o autor cita a identificação de meios e fontes para a obtenção de recursos e o método de

aplicação, está justamente fazendo referência às decisões de financiamento e investimento.

As decisões de investimento consistem em organizar uma estrutura ideal de seus ativos, sejam fixos ou correntes. Deve-se buscar investir de forma a gerar o maior retorno possível em relação aos riscos que os proprietários estão dispostos a correr.

Por outro lado, as decisões de financiamento consistem em conceber as melhores estratégias de captação de recursos, analisando-se custos, prazos, garantias exigidas, entre outras. Estes fatores são relacionados ao passivo do balanço.

Braga (1989) resume algumas questões que estão envolvidas nas decisões de financiamento que se referem à composição das fontes de recurso. As principais delas:

- a) Qual deveria ser a proporção entre recursos permanentes e temporários?
- b) Quanto de recursos próprios e quanto de financiamentos de longo prazo?
- c) O reinvestimento de lucros seria suficiente para atender às necessidades de recursos próprios?
- d) Qual seria o impacto dos custos financeiros provocados pelos financiamentos de longo prazo e pelos empréstimos de curto prazo?

O último tipo de decisão a ser tomada pelo administrador financeiro, é a forma como irá ser utilizado o lucro líquido da empresa. Neste aspecto devem ser levados em conta diversos fatores, como a maximização do retorno ao acionista, em contraponto ao reinvestimento do capital na própria empresa. Ainda neste ponto, deve-se prezar por oferecer ao acionista a visão de que o retorno de seu capital aplicado na empresa será maior do que o custo de oportunidade disponível no mercado.

Define-se, portanto, o objetivo principal da administração financeira como o desafio de proporcionar a maior rentabilidade possível ao capital do acionista, sem deixar de pensar na liquidez da empresa, ou seja, a capacidade que a mesma tem de honrar seus compromissos no curto prazo (SANVICENTE, 1987).

Desde modo, a questão fundamental que vem a ser estudada neste projeto se remete à **decisão de financiamento** do capital a ser utilizado na Super Coffee. Esta decisão é de considerável importância nas empresas, uma vez que a estrutura e o

custo do capital aplicado nas mesmas é que definirá a taxa de retorno que se precisa obter sobre os investimentos de modo a maximizar a riqueza dos acionistas e atrair novos recursos às organizações.

2.2 Índices e Demonstrações Financeiras

Neste momento, é feita uma breve abordagem dos conceitos de contabilidade empresarial e sobre a sua influência na administração financeira. Quais são seus principais índices e demonstrações, e sua utilidade para a administração das organizações.

Salazar (2004) descreve o sistema contábil como algo que abrange o processo de registros dos eventos econômicos com a principal finalidade de organizar e sintetizar informações que forneçam o perfil econômico em um determinado período ao longo do ciclo de vida de um negócio.

Entende-se, desta forma, que quem tem o poder de decisão na organização são os principais usuários das informações geradas pelo sistema contábil. No entanto, para que isso ocorra, há a necessidade de que os mesmos tenham certo conhecimento para interpretar os dados que serão gerados.

A partir destes dados é possível identificar onde, como e quando ocorreram os *ingressos e gastos de capital*. Dentro desta perspectiva e através da avaliação do desempenho da empresa, podem-se prever algumas das implicações financeiras de se escolher um plano de ação ao invés de outro, afirma Salazar (2004, p.3)

Para que seja possível vislumbrar os dados contábeis que possibilitem as análises do administrador existem alguns tipos de demonstrações financeiras ilustradas na figura 1. Exemplos das mesmas são: Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício, Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados, Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos, Demonstração de Mutações do Patrimônio Líquido, Demonstrações dos Fluxos de Caixa e a Demonstração do Valor Adicionado.

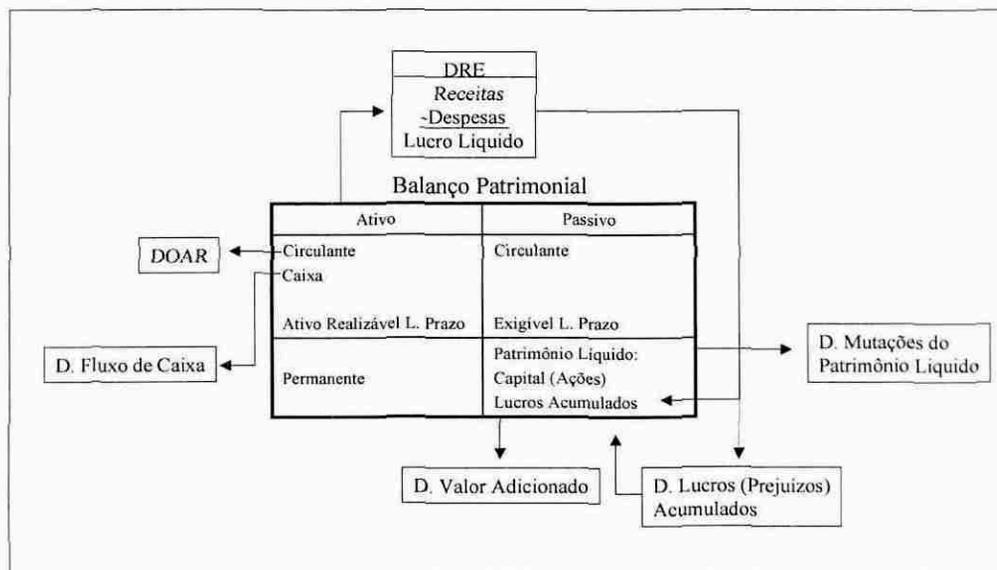


Figura 1: Demonstrações Financeiras

Fonte: Salazar (2004)

Dentre estas demonstrações, é conferido ênfase neste estudo, apenas ao Balanço Patrimonial e à Demonstração dos Resultados do Exercício, uma vez que a contabilidade não é o foco, e sim um sistema de auxílio ao objetivo proposto.

Além destas demonstrações, alguns índices são apresentados a seguir, assim como suas características e as informações que se podem extrair de sua análise.

2.2.1 Balanço Patrimonial

Oliveira (1996) relata que o balanço de uma empresa representa nada mais do que seus bens, direitos, obrigações e patrimônio líquido. A demonstração do mesmo se dá através de uma forma gráfica, onde do lado esquerdo são apresentados os bens e direitos (lado chamado de "Ativo"), e do lado direito (chamado de "Passivo") as

obrigações e o patrimônio líquido, que representa a diferença entre os valores do lado direito e as obrigações.

Oliveira (1996) ressalta que o Passivo de uma empresa é dividido em duas partes: uma que representa os recursos próprios, de propriedade dos acionistas da empresa, e outra referente às exigibilidades da empresa com terceiros, as obrigações.

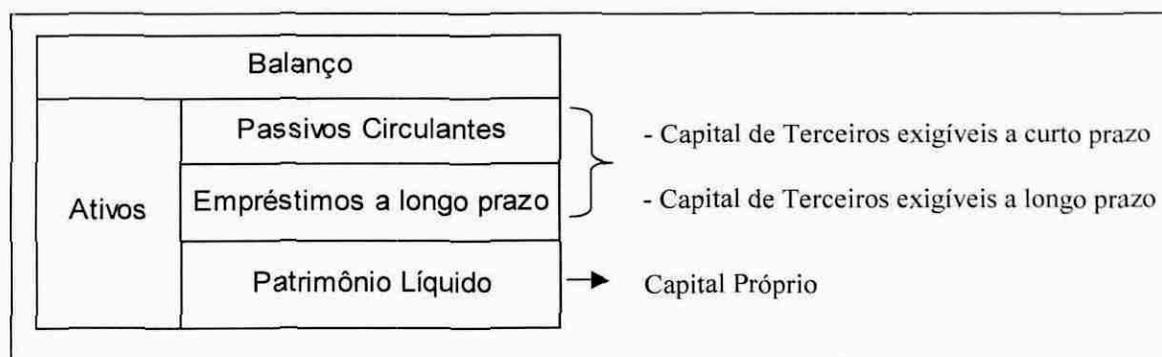


Figura 2: Composição do Passivo

Fonte: Adaptado de Gitman (1997)

Na existência de negócios da empresa, o balanço deve sofrer alterações em ambos seus lados, o que influencia seu patrimônio líquido. Caso haja mais receitas do que despesas, há uma variação positiva, a qual se chama de lucro, já o inverso causa a variação negativa, chamada prejuízo.

2.2.2 Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)

A Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) é um relatório que confronta as receitas e despesas que ocorreram em um determinado período específico. Segundo Salazar (2004) os resultados das operações ocorridas durante o período estudado podem representar lucros ou prejuízos da organização.

Esse tipo de demonstração é utilizado pelo tomador de decisão para avaliar o desempenho da empresa ou de sua administração em um determinado espaço de

tempo, ou seja, ao analisar lucro da empresa e compará-lo com as demais companhias do setor, pode-se ter uma avaliação prévia do sucesso ou fracasso das operações da empresa neste período.

A DRE é intimamente ligada ao Balanço Patrimonial da empresa, já que é ela que alimenta uma de suas contas chamada "lucros acumulados". Oliveira (1996) intera que se as receitas forem maiores que as despesas, haverá um lucro cujo montante será adicionado ao patrimônio líquido inicial, formando um novo valor a este que será o valor inicial do próximo período. De forma contrária ocorre se as despesas forem maiores que as receitas, ou seja, haverá uma redução no patrimônio líquido.

2.2.3 Análises e Índices Financeiros

As principais análises das demonstrações financeiras são chamadas de "análise horizontal" e "análise vertical". Segundo Sanvicente (1987), entende-se por análise horizontal o acompanhamento da evolução, no tempo, de um dado item de uma demonstração. Já a análise vertical, permite a percepção da participação de cada item no total, ou seja, a composição percentual de uma demonstração.

Braga (1989) informa que existem diversos índices largamente aplicados nos meios profissionais que se destinam a aferição de aspectos relacionados à liquidez da empresa, a eficiência do uso de seus recursos, sua rentabilidade e de seus acionistas.

Quatro aspectos nos quais podem ser medidos o desempenho da empresa e sua posição financeira são ressaltados por Sanvicente (1987), a saber: liquidez, rentabilidade, eficiência operacional e endividamento. No entanto dar-se-á enfoque apenas aos índices de liquidez, rentabilidade e endividamento neste estudo, sendo que são estes os mais relacionados ao trabalho.

Os índices de liquidez refletem a capacidade da empresa em saldar seus compromissos. Os principais índices de liquidez apresentados por Sanvicente (1987) são:

- a) Índice de liquidez corrente (ILC): este índice relaciona, através de um quociente, os ativos e passivos de mesmo prazo (curto) de vencimento, sendo

- uma das medidas mais usadas para avaliar a capacidade da empresa saldar seus compromissos em dia;
- b) Índice de liquidez seco (ILS): este índice é calculado da mesma forma que o ILC, a não ser pela exclusão do item “estoques” do ativo circulante. Desta forma calcula-se como a empresa saldaria suas dívidas sem depender de realizar o valor de seus estoques;
 - c) Índice de liquidez imediata (ILI): já este índice compara as obrigações de vencimento de curto prazo, com o que a empresa possui em dinheiro ou pode prontamente transformar em dinheiro;
 - d) Capital de Giro Líquido (CGL): por último, o CGL fornece um valor monetário absoluto, correspondente ao ILC, ou seja, à proporção de ativos transformáveis em dinheiro da empresa para saldar compromissos de curto prazo.

Os índices de rentabilidade são medidas variadas do lucro da empresa em relação a diversos itens. Braga (1989) ainda separa estes índices em dois conjuntos sendo que o primeiro expressa as margens de lucratividade das vendas e o segundo as taxas de retorno sobre os recursos investidos.

Seguem abaixo as descrições dos principais índices de rentabilidade segundo o autor:

- a) Margem Bruta: representa a porcentagem remanescente da receita líquida após a dedução do custo de vendas;
- b) Margem Líquida: revela o percentual da receita operacional líquida que sobrou depois de deduzidas todas as despesas e computados os resultados não operacionais, a provisão para imposto de renda e as participações estatutárias;
- c) Retorno sobre o investimento total: mede a rentabilidade final obtida sobre todos os recursos investidos na empresa;
- d) Retorno sobre o capital próprio: corresponde à rentabilidade que a empresa propiciou aos recursos investidos por seus acionistas.

Já os índices de endividamento observam as medidas do uso relativo de capital de terceiros pela empresa. Braga (1989) explica os principais índices deste conjunto:

- a) Capital de terceiros / Capital próprio: revela o quanto a empresa possui de dívidas em relação aos recursos pertencentes aos acionistas. Em geral, um índice superior a 100% evidencia desequilíbrio entre essas duas fontes de financiamento do ativo;
- b) Composição no endividamento: mostra se existe ou não excesso de dívidas de curto prazo sobre as exigibilidades totais;
- c) Nível de endividamento: este índice está estreitamente ligado à relação Capital de terceiros / Capital próprio, constituindo outro ângulo de visão do mesmo problema. Mostra a dependência de recursos de terceiros no financiamento dos ativos.

Todos estes índices contribuem para que se analise a saúde financeira da empresa por seus administradores e sejam tomadas as melhores decisões possíveis.

2.3 Custo de Capital

A questão de se determinar o custo do capital inerente ao investimento em empresas é fundamental para demonstrar aos detentores do capital o quanto arriscado investir em uma empresa pode ser, em contrapartida ao retorno que se pode obter.

2.3.1 Considerações iniciais

Sanvicente (1987) define o custo de capital como o preço que a empresa paga pelos fundos obtidos junto às suas fontes de capital. O autor explica que aplicando os recursos com retornos superiores ao custo do capital, a empresa maximiza os

resultados de seus investidores, e complementa que é esta a razão pela qual o custo de capital também pode ser definido como a taxa mínima que os investimentos devem obter como retorno. Martins *et al* (2001) ainda ressalta que o custo de capital, funcionando como um limite mínimo para o retorno dos investimentos, representa o ponto a partir do qual a empresa experimenta uma desvalorização, caso o mesmo seja inferior ao retorno esperado.

Braga (1989) acrescenta que os investimentos em ativos fixos devem ser financiados com recursos permanentes que integram a estrutura de capital da empresa, formada basicamente por empréstimos tomados de longo prazo e recursos próprios, ou seja, não é sugerido financiar os investimentos a partir dos recursos do passivo circulante, uma vez que estes são considerados de curto prazo e, provavelmente serão exigidos antes dos retornos dos investimentos surgirem.

O autor conclui que o custo de capital, portanto, corresponde a média ponderada das taxas de custo das diversas fontes que integram a estrutura de capital da empresa (considera-se a estrutura de capital as contas exigíveis a longo prazo e o patrimônio líquido).

São apresentadas na seqüência desta fundamentação, teorias sobre as formas de se calcular o custo do capital próprio (presente no patrimônio líquido) e de terceiros (contas exigíveis a longo prazo). Ademais, é identificada a maneira de se calcular o custo global do capital investido na empresa, ou seja, o custo médio ponderado de suas fontes de capital.

Para fundamentar o modelo de cálculo de custo de capital próprio para as micro e pequenas empresas, baseado na proposta de Matos (2002) que é apresentado posteriormente e utilizado como base deste estudo, faz-se necessário, que antes sejam apresentados alguns dos modelos mais utilizados atualmente para a realização deste cálculo em grandes organizações, uma vez que muitos dos conceitos utilizados neste estudo provêm destes.

Embora o assunto seja ainda pouco difundido para as MPEs, a determinação do custo de capital próprio de uma empresa de capital aberto pode ser realizada através de diversos modelos, entre eles:

- a) a abordagem de dividendos (Modelo de Gordon);
- b) Modelo de Precificação dos Ativos Financeiros (CAPM);
- c) Arbitrage Pricing Model (APM).

A abordagem de dividendos, mais freqüentemente chamada por modelo de Gordon, admite como sua principal premissa o fato de que o custo de capital das ações ordinárias pode ser apurado por meio do fluxo de dividendos que seus titulares esperam receber.

Segundo Gordon e Shapiro (*apud* SALGADO, 1996) a taxa de desconto pelo qual um conjunto de ações ordinárias é vendido seria representado por K . Esta taxa também é interpretada pelo retorno esperado no investimento em ações da empresa. Conhecendo a cotação da ação, K seria igual ao dividendo por ação D , dividido pelo preço atual da ação P , mais a taxa g de crescimento estimada, conforme ilustra a equação (1).

$$K = \frac{D}{P} + g \quad (1)$$

Os pressupostos que permitem o uso deste modelo são que os dividendos devem crescer a uma taxa g por período, as taxas K e g são constantes e ainda, que $K > g$, condição facilmente satisfeita, de outra forma P seria infinito ou negativo.

Martins (2003) identifica como o principal problema para a aplicação do modelo de Gordon, a estimativa de crescimento da taxa g , bem como o pressuposto de que este crescimento se manterá constante indevidamente.

Em contraponto, Gitman (1997, p.393) informa que este modelo é freqüentemente preferido, uma vez que os dados exigidos para seu cálculo são disponíveis mais rapidamente.

No entanto, este argumento torna-se pouco válido para sua utilização nas MPEs, uma vez que as mesmas não possuem ações, muito menos cotações.

O modelo chamado de Modelo de Precificação dos Ativos, *Capital Asset Pricing Model*, ou ainda apenas como *CAPM*, surge como uma alternativa para a realização do cálculo do custo do capital das grandes empresas.

Este modelo foi desenvolvido por Willian Sharpe e segundo Martins (2003) é considerado teoricamente melhor que a abordagem dos dividendos. Segundo Gitman (1997), aquele se difere deste, ao se considerar diretamente o risco da empresa, refletido pelo beta (*b*), a fim de determinar o retorno exigido ou o custo da ação ordinária.

Braga (1989) explica o coeficiente beta como sendo o grau de reação do ativo frente ao comportamento do mercado, podendo ser positivo (se acompanha o mercado), ou negativo (se reage em direção oposta a do mercado). É importante salientar, que este risco decorre de fatores que afetam todas as empresas, tais como inflação, câmbio e política. Pode-se calcular este coeficiente examinando os retornos históricos de um ativo em relação aos retornos do mercado, ou de uma amostra de ativos, conforme retrata o autor.

Portanto, o modelo CAPM, descreve a relação entre o retorno exigido, ou custo da ação ordinária, K_s , e os riscos não diversificáveis ou relevantes da empresa (riscos sistemáticos), refletidos por seu coeficiente beta (*b*). Basicamente, o CAPM é dado onde R_f corresponde a uma taxa livre de risco e K_m é o retorno de mercado – o retorno sobre a carteira de ativos do mercado. Assim a equação (2) do CAPM apresenta-se da seguinte forma:

$$K_s = R_f + [b \times (K_m - R_f)] \quad (2)$$

É importante salientar que o principio deste modelo consiste em que a taxa de rendimento requerida por um investidor é igual ao retorno dos investimentos sem risco, acrescido por um prêmio sobre o risco, no entanto, ele assume que só o risco sistemático é importante, não considerando os riscos não sistemáticos, que decorrem de eventos que afetam cada empresa de maneira específica.

Por último, o *Arbitrage Pricing Model* (APM), desenvolvido por Stephen Ross, segue uma fundamentação semelhante ao CAPM, onde existe a idéia de que o custo do capital está submetido a uma taxa de juros livre de risco, acrescida de um prêmio de risco. No entanto, Martins *et al* (2001) explica que além de considerar o coeficiente beta, o cálculo do custo do capital por este modelo, ainda considera a influência dos fatores macroeconômicos sobre os ativos.

Portanto, o modelo APM considera um prêmio de risco esperado dependente de um fator macroeconômico em particular ($R_{fator} - R_f$) e a sensibilidade da rentabilidade do ativo em relação a cada fator, ou seja, são estabelecidos quais os fatores macroeconômicos que influenciam sobre o risco do ativo (como juros inflação, ou atividade econômica), e os betas referentes a cada um. A equação (3) para este modelo seria a seguinte:

$$\text{Retorno esperado} = R_f + B_1 (R_{fator1} - R_f) + B_2 (R_{fator2} - R_f) \dots B_n (R_{fatorn} - R_f) \quad (3)$$

Onde:

R_f = taxa livre de riscos

Martins *et al* (2001) ressalta que este modelo possui a vantagem de não depender da mensuração do mercado em sua totalidade, no entanto, falta ao mesmo uma teoria que determine quais os fatores macroeconômicos que devem ser utilizados.

2.3.2 Modelo de Cálculo do Custo de Capital Próprio Proposto por Matos (2002)

No caso de empresas de capital fechado e de pequeno porte (características da empresa em estudo), o modelo de Matos (2002) baseado no Método de Análise Hierárquica é bastante objetivo e aplicável.

Em micro e pequenas empresas, onde geralmente a saúde financeira dos proprietários depende do sucesso e do retorno obtido através de seu negócio, percebe-

se que vislumbrar um retorno esperado em função do capital aplicado é de grande relevância para a tomada de decisão relacionada à aplicação destes fundos.

Ainda, considera-se a determinação do custo de capital próprio uma importante ferramenta de gestão para os pequenos negócios. Principalmente quando os proprietários trabalham na empresa, confunde-se o salário que os mesmos devem receber com o retorno de seu capital investido. Assim, conseguindo-se determinar a remuneração merecida sobre cada, é possível perceber o real retorno advindo da aplicação e do trabalho e criar metas para que ambas sejam satisfatórias frente ao risco que oferecem.

Damodaram (*apud* MATOS; MOURA 2003) acredita que o proprietário de uma empresa de capital fechado concentra a maior parte da sua riqueza em seu próprio negócio, ou seja, não se trata apenas de uma parte dos investimentos de sua carteira, e assim ele deve se preocupar com o risco total de seu negócio, e não apenas com o risco de mercado.

Utilizando como base o Método de Análise Hierárquica (AHP) conforme supracitado, Matos (2002) desenvolveu um modelo que, além de proporcionar a determinação do prêmio de risco (parte que compõe ao lado de uma taxa livre de risco o custo do capital), possibilita quantificar e apontar, hierarquicamente, como diversos fatores internos e externos à empresa contribuem para a formação do mesmo.

Certo *et al* (2005), argumenta que em diferentes tipos de organizações, os níveis ambientais apresentam graus distintos de relevância. Segundo os autores, a medida que uma organização aumenta de tamanho, as variáveis do ambiente geral se tornam mais relevantes para o êxito de sua administração. De modo inverso, quanto menor a organização, os fatores do ambiente tendem a ser menos relevantes para que sua administração seja bem sucedida, sendo os ambientes operacionais e internos considerados mais relevantes neste caso, como apresentado na tabela 1.

Tabela 1: Tamanho da organização: relevância dos níveis ambientais

Organizações	GRAU DE RELEVÂNCIA		
	Alto	Médio	Baixo
Empresa Multinacional	Interno Geral Operacional		
Empresa nacional grande	Interno Geral Operacional		
Empresa de porte médio	Interno Geral	Operacional	
Pequena empresa	Interno Geral		Operacional
Microempresa	Interno Geral		Operacional

Fonte: Adaptado de Certo *et al* (2005)

O método utilizado como base para o modelo sugerido chama-se AHP, e, segundo a autora, baseia-se em três princípios: decomposição, julgamentos comparativos e síntese das prioridades. Em síntese, pode-se explicar este modelo como um modelo de tomada de decisões, onde são realizadas as seguintes etapas: estruturação dos níveis de decisão hierárquica, comparação paritária dos critérios com as alternativas, atribuição de pesos, conforme sua relevância e, por fim, associação dos pesos à decisão final.

A maneira como se relaciona este método à determinação de custo de capital próprio, está na **identificação e incorporação de fatores de risco inerentes à empresa estudada**. Estes fatores podem ser tanto **qualitativos** quanto **quantitativos**, e ainda podem se diferenciar quanto a serem **sistemáticos** (inerentes às oscilações do mercado), ou **não sistemáticos** (inerentes a características da própria empresa).

Para que se possa aplicar o modelo AHP, é necessário, primeiramente, identificar as alternativas (prêmio de risco). Segundo Matos (2002), o prêmio de risco pode ter como base o ambiente em que a empresa opera, além disto, existem parâmetros utilizados por autores como SCHILT, MATERLANC, MARTINS, COTNER e FLETCHER, nos quais é possível se balizar. Em seu estudo, Matos (2002) utiliza os seguintes prêmios de risco para uma empresa de médio porte:

Tabela 2: Cateoarias de Risco

Categorias de Risco	
Nível de Risco	Prêmio de Risco
Muito baixo	6%
Baixo	9%
Médio	14%
Alto	21%
Muito Alto	30%

Fonte: Matos (2002)

A seguir, a autora sugere que sejam determinados os fatores e subfatores de decisões. Estes devem advir principalmente de informações específicas da empresa e do ambiente na qual está inserida, conforme exemplificado no quadro 1:

Fatores	Definição	Subfatores
Sistemáticos	Referem-se a variáveis associadas ao risco sistemático que afetam as empresas como um todo.	-Condições político-econômicas -Taxa de crescimento setorial -Incentivos governamentais
Operacionais	Relacionados às atividades operacionais da empresa.	-Custos operacionais -Capacidade produtiva -Qualidade e gerenciamento da produção
Financeiros	Referentes a demonstrações contábeis e índices financeiros.	-Liquidez -Rentabilidade
Estratégicos	Estes fatores levam em conta a posição estratégica da empresa e seu impacto no risco da organização.	-Participação no mercado -Forças competitivas de Porter (1993)
Recursos Humanos	Referente ao posicionamento da empresa frente suas políticas de RH.	-Turn over -Capital intelectual
Administrativos	Relacionados ao estilo gerencial e à estrutura organizacional.	-Responsabilidade Social -Gerenciamento Ambiental

Quadro 1: Fatores e Subfatores de Risco

Fonte: Adaptado de Matos (2002)

Após, deve-se relacionar os subfatores às alternativas. Neste ponto, é sugerido aplicar um questionário junto aos gestores ou proprietários, além da utilização de dados secundários. A tabela 3 exemplifica esta etapa:

Tabela 3: Relacionamento subfatores x alternativas

Variáveis	Nível de risco	%
Fatores Sistemáticos		
Subfator 1	alto	21%
Subfator 2	muito baixo	6%
Fatores Financeiros		
Subfator 1	baixo	9%
Subfator 2	alto	21%
Subfator 3	muito baixo	6%
Fatores Operacionais		
Subfator 1	muito alto	30%
Subfator 2	médio	14%
Subfator 3	muito baixo	6%
Subfator 4	alto	21%

Fonte: Adaptado de Matos (2002)

O próximo passo do modelo se trata da comparação paritária entre os fatores utilizando-se a escala proposta por Saaty (1991) apresentada na tabela 4.

Tabela 4: Escala de Valores para comparações paritárias

Intensidade de Importância	Frações Utilizadas no Modelo
Mesma Importância	1 – 1
Um pouco mais importante	3 – 1
Consideravelmente mais importante	5 – 1
Muito mais Importante	7 – 1
Extremamente mais Importante	9 – 1
Posições intermediárias	2,4,6,8.

Fonte: Saaty (1991)

Desta forma se pode determinar a importância relativa de cada fator em relação aos outros se valendo de uma matriz (tabela 5). Esta importância relativa é definida com

base em entrevistas junto aos gestores das empresas. Estes devem analisar o quanto cada fator influi mais ou menos do que outro no risco da empresa.

Tabela 5: Exemplo de Matriz de comparação de fatores

Fatores	Sistemáticos	Financeiros	Operacionais
Sistemáticos	1	1/2	1/5
Financeiros	2	1	1/2
Operacionais	5	2	1

Fonte: Adaptado de Matos (2002)

Posteriormente, utiliza-se o processo de normalização da matriz, apresentado na tabela 6, segundo Matos (2002), este processo consiste em proporcionalizar as medidas encontradas na matriz de comparação e fornece o escalonamento de seu grau de importância, além disto, este processo permite que seja avaliada a consistência dos julgamentos.

Tabela 6: Exemplo de Matriz normalizada

Fatores	Sistemáticos	Financeiros	Operacionais
Sistemáticos	0,13	0,14	0,12
Financeiros	0,25	0,29	0,29
Operacionais	0,63	0,57	0,59

Fonte: Adaptado de Matos (2002)

Da mesma forma, devem-se comparar entre si os subfatores pertinentes a cada fator. O resultado desta comparação é o escalonamento dos subfatores em ordem de importância como ilustra a tabela 7:

Tabela 7: Escalonamento dos subfatores

Variáveis	Peso
Fatores Sistemáticos	
Subfator 1	25%
Subfator 2	75%
Fatores Financeiros	
Subfator 1	30%
Subfator 2	40%
Subfator 3	30%
Fatores Operacionais	
Subfator 1	20%
Subfator 2	25%
Subfator 3	15%
Subfator 4	40%

Fonte: Adaptado de Matos (2002)

Por fim, se reúnem os valores obtidos parcialmente sobre os pesos de cada subfator, e soma-se para chegar a um prêmio global que será acrescido de uma taxa livre de risco e determinará o custo do capital próprio da empresa conforme ilustra o exemplo fictício na tabela 8.

Tabela 8: Exemplo do cálculo do custo de capital

Variáveis	Peso Relativo		Nível de risco	%	Prêmio de Risco
Fatores Sistemáticos	12,9%				1,1%
Subfator 1	25,0%	3,2%	muito baixo	6%	0,2%
Subfator 2	75,0%	9,6%	baixo	9%	0,9%
Fatores Financeiros	27,7%				3,5%
Subfator 1	30,0%	8,3%	baixo	9%	0,7%
Subfator 2	40,0%	11,1%	médio	14%	1,5%
Subfator 3	30,0%	8,3%	médio	14%	1,2%
Fatores Operacionais	59,5%				7,3%
Subfator 1	20,0%	11,9%	alto	21%	2,5%
Subfator 2	25,0%	14,9%	médio	14%	2,1%
Subfator 3	15,0%	8,9%	muito baixo	6%	0,5%
Subfator 4	40,0%	23,8%	baixo	9%	2,1%
Total do Prêmio de Risco					11,78%
TJLP					7,50%
Custo do Capital Próprio					19,28%

Fonte: Adaptado de Matos (2002)

2.3.3 Custo de Capital de Terceiros

Sanvicente (1997), explica que o capital de terceiros compreende todas as exigibilidades da empresa, ou seja, empréstimos, debêntures, ações preferenciais de participação limitada no lucro e ativos da empresa, entre outras. Nas MPEs, encontram-se prioritariamente empréstimos, sendo as demais, próprias de grandes empresas de capital aberto. Por esta razão será dada maior relevância aos empréstimos neste estudo.

Quando se trata de empréstimos, a empresa recebe um montante para realizar seus investimentos. Em contrapartida, a mesma deve realizar pagamentos referentes aos juros estabelecidos (pré ou pós-fixados), bem como a fazer devolução do principal financiado.

Segundo Marshal e Vipul (*apud* SALGADO, 1996), o capital de terceiros geralmente tem um custo inferior ao do capital próprio, isto porque o risco assumido pelos fornecedores deste capital é menor. Este conceito é compartilhado por Sanvicente (1987), que recorda que o capital de terceiros, diferentemente do capital próprio, tem remuneração preestabelecida e ainda conta com o recebimento preferencial em relação a qualquer distribuição de lucros aos proprietários.

Já Braga (1989) enfatiza que apesar de o capital de terceiros apresentar custos menores que o capital próprio, não se deve deixar enganar e pensar que quanto maior for a composição daquele na estrutura de capital, menor será o custo global de capital da empresa. O autor explica que quanto maior o nível de capital de terceiros, maior o nível de endividamento da empresa, e conseqüentemente, maior seu grau de risco. Isto remete a não só uma maior taxa a cada empréstimo, como também ao aumento do custo do capital próprio.

Diversas são as fontes de financiamento que oferecem este tipo de capital a empresas no Brasil. Os principais exemplos destas instituições são os bancos comerciais (Itaú, Bradesco, etc.), os de desenvolvimento (BNDES, BADESC, Banco do Nordeste, etc.), instituições bancárias (Caixa Econômica Federal e Caixas Econômicas Estaduais) e instituições não bancárias (Bancos de investimentos, Cooperativas de Crédito, etc.).

2.3.4 Custo Médio Ponderado de Capital

Após serem calculados os custos de capital próprio e serem identificados os custos de capital de terceiros presentes na empresa, é possível calcular seu *Custo Médio Ponderado de Capital (CmePC)*.

Segundo Gitman (1997), o custo médio ponderado de capital, reflete o custo médio esperado dos fundos da empresa a longo prazo. Sanvicente (1987), explica que esse custo é obtido por uma média das taxas de custo das diversas modalidades usadas pela empresa, após o imposto de renda, ponderadas pela participação relativa de cada uma na estrutura de capital da empresa. A fórmula (4) ilustra este cálculo:

$$K_a = (W_i \times K_i) + (W_s \times K_s) \quad (4)$$

Existem quatro maneiras de se calcular os pesos de cada fonte de capital sugeridas por Braga (1989), cada qual considerando uma taxa diferente de custo de capital. São elas:

- a) Composição da estrutura de capital constante no balanço da empresa;
- b) Composição das fontes de recursos projetadas para financiar os novos investimentos;
- c) Composição da atual estrutura de capital pelo seu valor de mercado (e não pelo seu custo histórico como na primeira alternativa);
- d) Composição da estrutura de capital que se pretende alcançar no futuro, considerando seu valor de mercado atual.

Sanvicente (1987), sugere que seria incorreta a utilização da estrutura contábil existente, e seu custo correspondente, para o cálculo do CmePC. O autor explica que o custo médio é alterado após a adoção de determinada alternativa de financiamento e que, portanto, devem-se considerar os custos futuros para o cálculo.

A afirmação de Sanvicente (1987) é compartilhada por Braga (1989) e Gitman (1997). O último afirma que os pesos de valor de mercado são, sem dúvida, preferidos aos pesos de valor contábil. O primeiro complementa ainda que dependendo das circunstâncias, se devem optar pela terceira ou pela quarta alternativas.

A terceira alternativa considera os recursos captados pela empresa no passado, avaliados pelo seu valor atual, segundo Braga (1989). Desta forma, se teria idéia de quanto custaria hoje para captar o mesmo montante. Já a quarta alternativa projeta a composição de capital desejada para o futuro, considerando o custo de mercado para a captação destes recursos. O autor conclui que caso a meta seja diferente da estrutura atual, deve-se adotar a quarta alternativa, caso contrário, utiliza-se a terceira.

Considerando-se que a manutenção da mesma estrutura de capital após a inserção de novas fontes é de difícil ocorrência, surge o conceito do Custo Marginal Ponderado de Capital.

O custo marginal ponderado de capital é simplesmente o custo médio ponderado de capital da empresa (CmePC) associado à próxima unidade monetária do novo financiamento total. O administrador financeiro está interessado neste custo marginal porque é relevante nas decisões atuais. (GITMAN, 1997, p. 398)

O autor ainda acrescenta que o custo médio é afetado a qualquer momento pelo volume de financiamentos e investimentos assumidos, desta forma o custo marginal e as oportunidades de investimento devem ser constantemente avaliados para a tomada de decisões de investimento e financiamento que poderão, inclusive, ser tomadas simultaneamente.

2.4 Estrutura de Capital

Marcon (2002) entende que o estudo de custo e estrutura de capital é um dos campos que mais gera controvérsia dentro da administração financeira. Segundo Salgado (1996), para se obter o menor custo de capital possível, é necessária a conscientização da existência de elementos que afetam o custo de capital. Um destes

elementos diz respeito à teoria da estrutura de capital cujas opiniões divergem no tocante a teoria de Modigliani e Miller, chamada de teoria MM, e a teoria chamada tradicional, melhores explicadas no ANEXO 1 deste trabalho..

A teoria MM sugere que o custo de capital é independente de sua estrutura, ou seja, independente da composição das fontes de capital próprio e de terceiros, supondo a existência de mercado perfeito. Já a tradicional pressupõe que o custo de capital aumente na proporção que os fundos externos aumentam a capitalização total da empresa. Sanvicente (1987) apresenta a seguinte conclusão acerca deste impasse:

As tentativas mais recentes de confirmação estatística de qualquer associação entre estrutura financeira e custo de capital têm incorporado e reconhecido empiricamente o papel das imperfeições de mercado, afastando-se, portanto, das teses de Modigliani e Miller, as quais, porém, continuam a ser das mais importantes na literatura de finanças. (Sanvicente, 1987 p.105)

Eid Jr. (1996) esclarece que a evidência empírica apresentada por diversos estudos indicou que mudanças na estrutura de capital da empresa podem afetar seu valor de mercado, contrariando o que sugere a teoria MM. Isto sustenta a idéia da existência de um nível ótimo de endividamento que maximizaria o valor de mercado da empresa, uma vez que minimizaria o custo médio de capital nela aplicado.

2.4.1 Princípios de Alavancagem Financeira

Gitman (1997) define a alavancagem como o uso de ativos ou recursos fixos, a fim de aumentar os retornos dos proprietários da empresa.

A alavancagem pode ser realizada de duas maneiras, a primeira, chamada alavancagem operacional, é determinada pela relação entre as receitas de vendas da empresa e seu lucro antes dos juros e imposto de renda, ou LAJIR (LAJIR é a denominação de lucros operacionais), já a segunda, chamada alavancagem financeira, refere-se à relação entre os lucros operacionais e o lucro líquido.

Desta forma, a alavancagem operacional é resultante da existência de custos operacionais fixos usados potencialmente para aumentar os efeitos das mudanças nas vendas sobre os lucros da empresa antes dos juros e dos impostos (LAJIR).

Já a alavancagem financeira refere-se à capacidade da empresa para usar encargos financeiros fixos (juros sobre empréstimos no caso das MPEs) a fim de maximizar os efeitos de variações no lucro operacional (LAJIR) sobre o lucro líquido.

Braga (1989) explica que, assim, a existência de despesas financeiras fixas fará com que às flutuações do LAJIR correspondam variações mais do que proporcionais no lucro líquido, caracterizando efeitos de alavancagem financeira sobre os lucros ou prejuízos.

Uma vez que o tema principal deste estudo refere-se à estrutura e custo de capital, será dado enfoque somente a alavancagem financeira, uma vez que seu cálculo auxilia o estabelecimento da estrutura de capital que maximize o retorno do proprietário, juntamente com as perspectivas de lucros operacionais e os riscos inerentes ao endividamento.

A alavancagem financeira pode ser medida nas empresas através da fórmula (5) que calcula o grau de alavancagem financeira (GAF), ou seja, através deste índice, é possível medir os efeitos provocados sobre o lucro líquido pelas variações ocorridas no LAJIR.

$$GAF = \frac{\text{Variação no percentual no Lucro Líquido}}{\text{Variação no percentual no LAJIR}} \quad (5)$$

Segundo Gitman (1997), sempre que a variação do percentual do lucro líquido resultante de uma variação no LAJIR for maior do que a própria variação percentual do LAJIR é verificada a ocorrência da alavancagem financeira. Isso significa que sempre que o GAF for superior a 1 (hum), há alavancagem financeira.

O exemplo ilustrado na figura 3 demonstra o que ocorre nas empresas alavancadas quando acontecem variações positivas e negativas no LAJIR. No caso de

2.4.2 Estrutura Ótima de Capital

Retomando o conceito de que geralmente o valor da empresa é maximizado quando o custo de capital da mesma é minimizado, entende-se que a estrutura de capital ótima venha a proporcionar exatamente isto, ou seja, estabelecer uma composição entre capitais próprios e de terceiros que torne o custo médio ponderado de capital o mais baixo possível.

Segundo Sanvicente (1987), nas condições em que o custo de terceiros apresenta-se como menor do que o custo do capital próprio, o custo médio ponderado de capital tende a cair enquanto a proporção entre capital de terceiros e próprio aumenta. Este cairá até um ponto, que em função de ser ultrapassado o limite de endividamento considerado aceitável pelas instituições fornecedoras de crédito, e os custos deste tipo de captação começarem a aumentar. É justamente neste ponto que está a composição ótima do passivo da empresa.

Outro ponto há ser observado, é a influência dos riscos para os proprietários neste processo. Conforme já citado anteriormente, o aumento do nível de endividamento gera um maior risco de insolvência para a empresa, e conseqüentemente tende a aumentar o prêmio de risco exigido pelos proprietários.

Gitman (1997) explica que uma vez que os prêmios de risco aumentam com o aumento da alavancagem financeira, a maximização do lucro líquido não significa a maximização da riqueza dos proprietários. Portanto, para a definição da estrutura de capital ótima, deve-se levar em conta tanto o retorno exigido quanto o risco.

Outros pontos que devem ser levados em conta na composição da estrutura de capital da empresa são levantados por Sanvicente (1987), como: a taxa de crescimento prevista para as vendas futuras, a estabilidade relativa das vendas, as condições de concorrência enfrentadas pela empresa a estrutura do ativo total, entre outros.

2.5 Cenários

A teoria acerca de cenários é abordada por alguns autores que definem este conceito de diversas maneiras.

Segundo Marcial e Grumbach (2006, p. 43), a definição mais abrangente e acadêmica encontrada na literatura é a de Michel Godet, para quem cenário é “o conjunto formado pela descrição coerente de uma situação futura e pelo encaminhamento dos acontecimentos que permitem passar da situação de origem a situação futura”.

Marcial e Grumbach (2006) trazem ainda a definição de Schoemaker e Heijden que aborda os cenários como sendo ferramentas que têm o objetivo de melhorar o processo decisório, com base no estudo de possíveis ambientes futuros.

Os cenários propiciam um ambiente que enriquece o debate sobre questões críticas relacionadas com o futuro da organização e permitem aos dirigentes que tomem decisões com maior clareza. Permitem ainda a identificação de oportunidades e ameaças, promovendo o desenvolvimento e a análise de novas opções de futuro, além de propiciar uma visão que pode ser compartilhada pelos membros da organização. (MARCIAL; GRUMBACH, 2006)

Segundo Porter (*apud* MARCIAL; GRUMBACH, 2006), a credibilidade de um cenário pode ser prejudicada se este se basear em suposições altamente improváveis. Sendo assim é sugerido que após a elaboração de qualquer cenário, deve-se verificar sua consistência.

Em relação ao número ideal de cenários que devem desenvolvidos em cada situação, Marcial e Grumbach (2006) explicam que os principais autores do tema, como Geus, Schwartz e Heijden, argumentam que, acima de quatro cenários, a análise tende a se tornar complexa demais, pois os administradores não conseguem acompanhar todos os desdobramentos dos cenários em suas mentes.

Simpson (*apud* MARCIAL; GRUMBACH, 2006), reflete que por outro lado, quando se criam apenas dois cenários, o provável é que se tenha tido uma visão simplista das coisas.

3. METODOLOGIA

Após a delimitação dos objetivos a serem buscados e a apresentação da fundamentação teórica referente ao tema estudado, é necessário que se defina quais os procedimentos que serão utilizados para a coleta e análise dos dados.

Segundo Roesch (1999), definir a metodologia a ser utilizada em um estudo significa escolher como se irá investigar a realidade. Vergara (1997), acrescenta que é por meio da metodologia que o leitor é informado sobre os tipos de pesquisa que será realizado, sua conceituação e justificativa à luz da investigação específica.

3.1 Tipo e Técnica de Pesquisa

Este trabalho pode ser classificado, em termos metodológicos, como qualitativo descritivo, sendo um estudo de caso viabilizado por pesquisa documental, entrevistas semi-estruturadas e pela observação.

A pesquisa qualitativa é definida por Richardson (1999) como a tentativa de compreensão detalhada dos significados e características situacionais apresentadas pelos entrevistados ao invés de medidas quantitativas de características ou comportamentos. O autor lembra ainda, que o método qualitativo se mostra diferente do método quantitativo à medida que não emprega um instrumental estatístico como base do processo de análise de um problema. Não pretende numerar ou medir unidades ou categorias homogêneas. A abordagem qualitativa justifica-se, principalmente, por ser uma forma adequada para entender a natureza de um fenômeno social.

Segundo Godoy (1995), as pesquisas qualitativas são descritivas. A autora defende que a palavra escrita ocupa lugar de destaque na abordagem qualitativa e desempenha um papel fundamental tanto no processo de obtenção dos dados quanto na disseminação dos resultados. Não estabelecendo uma expressão quantitativa, numérica, os dados coletados aparecem sob forma de transcrições de entrevistas,

anotações de campo, fotografias, videoteipes e vários tipos de documentos. Triviños (1987) defende que o estudo descritivo objetiva descrever com exatidão os fatos e fenômenos de determinada realidade.

O estudo de caso se caracteriza como um tipo de pesquisa cujo objetivo é uma unidade que se analisa profundamente, visando ao exame detalhado de um ambiente, de um simples sujeito ou de uma situação em particular (GODOY, 1995). No caso deste trabalho, buscou-se analisar com profundidade as questões relevantes à estrutura de capital da empresa Super Coffee.

3.2 Levantamento e Tratamento das Informações

Iniciou-se a confecção deste trabalho com uma pesquisa bibliográfica reunindo vários autores que exploram os assuntos planejamento financeiro, contabilidade, custo de capital, estrutura de capital, entre outros. Para tanto foram utilizadas fontes do tipo imprensa escrita como livros, artigos e dissertações de mestrado. “A pesquisa bibliográfica não é mera repetição do que já foi dito ou escrito sobre certo assunto, mas propicia o exame de um tema sobre um novo enfoque ou abordagem, chegando a conclusões inovadoras” (LAKATOS; MARCONI, 1990, p. 179). Foi utilizada também a pesquisa em meios audiovisuais, mais especificamente os sites da empresa estudada, SEBRAE, RAE, ABIC, Banco Central do Brasil, dentre outros.

Para a coleta de dados necessários à produção do trabalho foi realizada uma pesquisa documental com consulta a documentos referentes ao planejamento estratégico, ao controle financeiro realizado pela organização, a notas fiscais de compra e vendas, ao contrato social da empresa, e demais informações consideradas úteis para a consecução do trabalho proposto. Loriggio (2002) faz referência ao cuidado na utilização de documentos, pois se deve sempre questionar a fonte e o conceito de cada informação obtida. Desta maneira, as informações obtidas passaram por um minucioso julgamento de validação, principalmente no que se refere aos dados financeiros coletados.

Após, foram realizadas entrevistas semi-estruturadas sobre a gestão e alguns procedimentos adotados na empresa com pessoas que vivem seu dia-a-dia. “Muitas pessoas, em função da posição privilegiada que ocupam quotidianamente, acumulam experiências e conhecimentos sobre dado tema ou problema em estudo” (MATTAR, 1999). As pessoas questionadas foram os proprietários da empresa, a supervisora comercial e a supervisora técnica. A entrevista semi-estruturada é privilegiada, de acordo com Triviños (1987) porque ao mesmo tempo em que valoriza a presença do investigador, oferece perspectivas possíveis para que o informante alcance a liberdade e espontaneidade necessárias, enriquecendo a investigação.

Porém, a principal ferramenta utilizada foi a observação do objeto da análise. “A observação é uma técnica de coleta de dados para conseguir informações e utiliza os sentidos na obtenção de determinados aspectos da realidade” (LAKATOS; MARCONI, 1990, p. 186). A observação foi escolhida principalmente por que possibilita meio satisfatório e direto para estudar diversos fenômenos, permitir a evidência de dados não constantes nas entrevistas e documentos e pela oportunidade de se realizar o estudo participando da organização.

Neste trabalho foi utilizada a observação participante natural, pois existe a participação real, interação e inserção do observador no grupo; observação assistemática, onde não foram utilizados meios técnicos especiais, planejamento e controle previamente elaborados ou necessidade de perguntas diretas neste ponto; e a observação na vida real, registrando os dados à medida que foram ocorrendo no ambiente real. Loriggio (2002) ressalta que a observação traz credibilidade ao processo de estudo.

Após a coleta de dados realizou-se a análise dos mesmos, estudando quais informações seriam importantes para o alcance dos objetivos e para o desenvolvimento do trabalho. A análise foi realizada seguindo os seguintes passos:

- a) primeiramente, realizou-se um estudo verificando a teoria existente sobre os temas envolvidos no estudo;

- b) a seguir, os dados coletados na análise documental foram compilados e realizou-se uma triagem para selecionar os condizentes com a confecção do trabalho;
- c) foram então realizadas as entrevistas semi-estruturadas com participantes da organização;
- d) após, verificou-se a validade dos dados e as informações obtidas com a observação realizada na empresa;
- e) por último, houve o cruzamento e análise dos dados obtidos nas fontes citadas acima.

Após o levantamento e análise das informações da empresa, pôde-se pensar na forma de como seriam desenvolvidas e concluídas as propostas apresentadas inicialmente, e ainda como seria solucionado o problema de pesquisa.

Deve-se destacar neste momento, que os dados financeiros utilizados no trabalho foram alterados de sua forma real através da multiplicação dos mesmos por um coeficiente comum. Desta forma, estes dados, considerados sigilosos pela empresa, puderam ser preservados sem que fossem comprometidos os cálculos dos principais índices e suas análises.

3.3 Limitações

Algumas limitações deste estudo devem ser salientadas, embora se tenha buscado alcançar o maior rigor possível quanto ao cumprimento da metodologia proposta, assim como das análises e prospecções desenvolvidas.

A primeira limitação deste trabalho diz respeito ao fato de que, sendo um estudo de caso, suas conclusões se restringem apenas a empresa estudada e não podem, portanto, ser generalizadas a todas as demais pequenas empresas. Apesar disto, o modelo do trabalho pode ser utilizado por demais organizações para chegar a suas próprias conclusões.

Outra restrição da pesquisa refere-se a sua validade no tempo, ou seja, para a empresa analisada os resultados alcançados só serão totalmente válidos no momento em que o estudo foi realizado. Assim, se a empresa desejar saber sua situação a respeito de sua estrutura e custo de capital novamente no ano de 2007, por exemplo, teria de realizar um estudo semelhante novamente.

Esta restrição é amenizada pelo fato de que as planilhas eletrônicas criadas para o estudo serão disponibilizadas à empresa que já contará um bom caminho percorrido em caso de estudos futuros.

Uma terceira limitação é proveniente dos dados fornecidos pela empresa, principalmente os advindos de sua parte financeira. Foi identificado que em virtude de diversos fatores, os dados financeiros fornecidos pela organização não podem ser totalmente confiáveis, o que contribui para uma pequena distorção da realidade da mesma e conseqüentemente de algumas análises. No entanto, os níveis de distorção foram considerados apenas limitações, e não influenciaram diretamente nas conclusões deste estudo.

Por fim, uma última limitação remete ao fato do pesquisador estar inserido na organização. Isto pode ter influenciado algumas percepções e análises uma vez que dificilmente se consegue ter um "olhar" inteiramente imparcial da realidade organizacional nestes casos. Entretanto, o período de inserção do pesquisador na empresa é relativamente curto (seis meses), o que faz atenuar este ponto.

4. A ORGANIZAÇÃO EM ESTUDO

A empresa que é utilizada como base para a realização deste estudo será preservada através da utilização de um nome fictício, uma vez que informações confidenciais são apresentadas, portanto a mesma será denominada "**Super Coffee**". A Super Coffee é constituída como Sociedade por Quotas de Participação Limitada (LTDA) com dois sócios-proprietários. A sócia majoritária é proprietária de 99% das quotas, restando apenas 1% para a segunda. Desta forma, é considerada, para fim deste estudo, a presença de apenas uma sócia na empresa, de modo a facilitar cálculos.

Os pontos abordados nesta análise provêm, principalmente, da sugestão de roteiro para entrevistas e diagnóstico organizacional feita por Matos (2002) em seu estudo. Este roteiro encontra-se no ANEXO 2 deste trabalho.

4.1 Histórico

Fundada há oito anos, a partir da identificação de uma oportunidade de negócio gerada pela ótima aceitação de máquinas de café expresso na região metropolitana de Campinas - SP, a empresa Super Coffee inicia a comercialização das mesmas, ainda encubada em outra empresa de seus proprietários.

Ao longo dos dois anos subseqüentes, vislumbrada a possibilidade de transformar a empresa em uma prestadora de serviços, foi realizado o primeiro investimento (de capital próprio) em máquinas de café expresso que seriam utilizadas posteriormente para locação.

Com o sucesso da empreitada e a crescente procura por este tipo de serviços, principalmente advindo de empresas interessadas em substituir o tradicional "cafezinho" pelo café expresso como benefício aos seus funcionários, surgiu a necessidade de uma maior profissionalização da empresa, a qual já se situava em um modesto prédio de pouca visibilidade e contava com apenas quatro funcionários.

A mudança para um bairro nobre da cidade e a criação de um *show-room* para visitação dos clientes deu o primeiro impulso para o crescimento acentuado de sua demanda observado nos últimos cinco anos. Isto aliado há mais um investimento em máquinas, desta vez possibilitado por um empréstimo conseguido junto ao BNDES, proporcionou a absorção desta demanda e o crescimento da empresa.

Algumas parcerias bem sucedidas com importantes fornecedores dos dois principais insumos da empresa (café e máquinas) persistem até hoje, e deram grande contribuição para a formação da organização. O crédito proveniente dos mesmos nas compras de insumos subsidia parte do financiamento dos investimentos de curto prazo da empresa.

A seguir, é realizado um breve diagnóstico da empresa Super Coffee. Este tem por objetivo principal, contribuir com a determinação das alternativas (prêmios de risco) que são aplicados aos fatores e subfatores analisados no cálculo do custo de capital da empresa.

4.2 Fatores Sistemáticos

Nesta passagem, são analisados alguns fatores presentes no ambiente externo à empresa que influenciam em sua atuação. Estes fatores correspondem aos fatores sistemáticos, aqueles que estão fora do controle da organização.

4.2.1 Conjuntura Político-Econômica do Brasil

O Brasil figura atualmente entre as maiores economias mundiais. Dotado da quinta maior população do planeta, o país representa um grande mercado consumidor que cresceu economicamente a uma taxa média de 2,55% ao ano nos últimos seis anos conforme dados do Banco Central do Brasil (2006).

Apesar de viver uma de suas piores crises políticas da história, pode ser constatado o amadurecimento da economia brasileira uma vez que mesmo após escândalos envolvendo seu ministro da fazenda, entre outros, não sofreu abalos significativos.

O pesquisador Jaeger (2006) argumenta que o Brasil realizou progresso substancial no que diz respeito à estabilidade de sua economia, com o crescimento das exportações e o conseqüente superávit na balança comercial, o país conseguiu incrementar substancialmente suas reservas de dólares.

Segundo as conclusões do autor em sua pesquisa, o país apresenta um futuro brilhante pela frente e conta com a possibilidade de crescimento econômico médio acima de 4% ao ano nos próximos 10 ou 15 anos caso as reformas necessárias sejam aceleradas.

O nível de inflação está controlado desde a implantação do Plano Real pelo então ministro da fazenda Fernando Henrique Cardoso, apresentando níveis constantemente abaixo de 10% ao ano nos últimos anos. O gráfico 1 apresenta a evolução dos níveis de inflação medidos pelo IPCA nos últimos cinco anos e as projeções para 2006 e 2007 segundo o Banco Central do Brasil (2006).

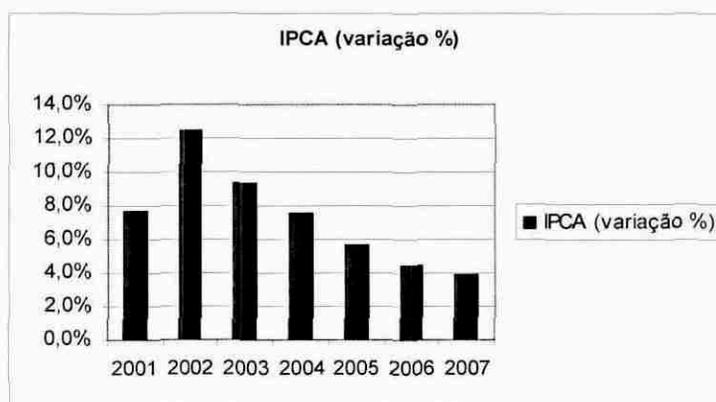


Gráfico 1: Evolução do IPCA

Fonte: Banco Central do Brasil

Quanto ao câmbio, item que influencia muito o risco da empresa estudada pelo fato das máquinas que a mesma comercializa serem importadas, se pôde averiguar um

acentuado declínio do valor do dólar e do euro frente ao real nos últimos dois anos, sendo ainda os contratos de dólar futuro negociados na Bolsa de Mercadorias e Futuros próximos ao atual valor da moeda.

Outro dado econômico do país que interfere na atuação da Super Coffee é o crescimento na renda per capita do trabalhador conforme dados do relatório anual 2005 do Banco Central do Brasil. Isto demonstra a maior valorização do colaborador nas empresas que buscam além do aumento de salários, alternativas que contribuam com o bem estar do mesmo.

Por último, outro dado animador referente ao comportamento político-econômico projetado para o Brasil nos próximos anos refere-se à taxa de juros básica representada pelo índice chamado Selic. Esta taxa é atualmente de 14,75% ao ano e vem em queda constante desde o mês de abril de 2005. Vale lembrar que é a Selic a taxa que serve como “norte” para as demais taxas de juros brasileiras.

4.2.2 Posição relativa da empresa no setor

Para realização da análise da posição relativa da empresa Super Coffee em seu setor, são realizados levantamentos em cada um dos seus segmentos de atuação que contam com dados disponíveis ao público. Estes levantamentos visam entender as perspectivas para o setor e identificar seu potencial de crescimento, além de proporcionar uma comparação com os desempenhos da própria empresa.

O setor de alimentação iniciou o ano de 2006 com perspectivas otimistas segundo a Brasil Alimentos (2006). Baseada na projeção de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) no ano, A Associação Brasileira das Indústrias de Alimentação (Abia) acredita que o País possa registrar um crescimento de 4,5% na produção de alimentos até o final de 2006.

Mais especificamente no ramo de café, a Associação Brasileira da Indústria de Café (ABIC) apresenta dados ainda mais otimistas em relação ao consumo do produto pela população nacional. A Associação projeta uma evolução de 6% para o mesmo em 2006. Comparada com a evolução de 3,96% verificada entre novembro de 2003 e

outubro de 2004 esta projeção demonstra-se bastante otimista. A ABIC ainda revela que neste último período de análise, os preços do café ao consumidor final evoluíram 18% na média.

Tornando ainda mais específico o setor de análise, é possível encontrar dados também animadores relacionados ao mercado de *vending machines*, ou máquinas automáticas de produtos alimentícios. A Associação Brasileira da Vendas Automáticas estima um crescimento de 10% na difusão do uso destas máquinas. Sabe-se que grande parte das máquinas *vending* existentes atualmente são próprias para possibilitar o consumo de café e outras bebidas quentes, item que representa grande parte do negócio da Super Coffee.

Relativamente às projeções expostas acima, encontra-se a empresa estudada como detentora de um crescimento de faturamento nos seis primeiros meses de 2006 de, em média, 30% em relação aos mesmos meses de 2005, portanto, superando as expectativas do setor. Quanto à fatia de mercado pertencente à mesma, esta é irrisória, principalmente pela grande extensão do mercado consumidor, além da existência de diversas grandes empresas no ramo.

4.3 Fatores Não-Sistemáticos

Neste momento, influências internas ou não-sistemáticas são identificadas e analisadas no ambiente da Super Coffee. Estas influências são próprias da empresa estudada e interferem de forma positiva ou negativa no risco da mesma.

4.3.1 Fatores Administrativos

A empresa Super Coffee encontra-se, atualmente, sob comando da primeira geração de seus sócios fundadores. Os mesmos que fundaram a empresa há oito anos

ainda a lideram. Ambos os sócios possuem terceiro grau completo, no entanto nenhum deles em Administração. Apesar disto, os mesmos apresentam larga experiência na gestão de outras empresas e passaram por treinamentos teóricos e práticos que os capacitam para exercer suas funções.

O organograma da Super Coffee é funcional e como se pode observar na figura 4, há um grau de comando bastante centralizado na figura de apenas três pessoas, considerando-se que a empresa conta atualmente com cerca de 16 colaboradores.

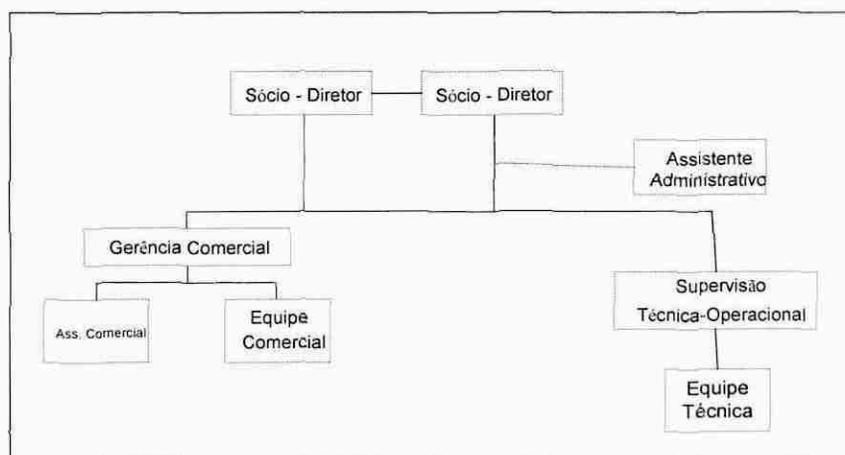


Figura 4: Organograma da Super Coffee

Fonte: Dados da pesquisa

As grandes decisões de ordem estratégica são tomadas exclusivamente pelos sócios-proprietários, com considerável apoio do gerente comercial. As demais decisões operacionais são tomadas somente até o nível de supervisão.

No que tange a comunicação, identificou-se a mesma como informal, porém adequada na organização. Apesar das informações não serem perfeitamente claras, elas são democratizadas e estão disponíveis para todos os membros da empresa. Por ser uma empresa de pequeno porte, e sabendo-se que seus funcionários encontram-se no mesmo ambiente físico, a troca de informações no dia a dia é facilitada pelo constante contato. Quando da ausência dos funcionários na empresa, a comunicação é estabelecida por telefonia móvel. Além disso, a empresa apresenta um mural interno, onde importantes informações são expostas aos colaboradores.

Da mesma forma são os meios de controle. Frequentemente os mesmos são realizados por supervisão direta dos gestores junto aos colaboradores no dia-a-dia, sendo muito rara a existência de relatórios gerenciais ou algo similar. Assim, não são emitidos relatórios com frequência pré-determinada. Ainda, em muitos casos observa-se que as próprias chefias buscam as informações que necessitam sem que haja intermédio dos funcionários, controlando os resultados e tomando providências quando necessário.

Observa-se a presença de sistemas de informação como apoio à tomada de decisões na Super Coffee. Estes, mesmo de forma ainda pouco automatizada, já se demonstram suficientes para suprir os líderes das informações mais relevantes para o planejamento da empresa. Além disto, a mesma conta com assessoria jurídica e contábil terceirizadas, sendo estas fontes importantes de informações mais específicas e de pouco conhecimento dos proprietários.

4.3.2 Fatores de Recursos Humanos

Em relação ao capital intelectual presente na Super Coffee, pode-se avaliar que o grau de profissionalização dos colaboradores é bem alinhado com o tamanho e a complexidade da empresa. Sendo os administradores, como já mencionado, possuidores de terceiro grau completo, e a maioria dos demais colaboradores divididos entre “cursando o terceiro grau” e “técnicos formados”. Existem ainda, três colaboradores da área operacional que não completaram o segundo grau.

Grande parte dos colaboradores ingressou na empresa por indicação e atualmente a média de anos na empresa dos colaboradores contratados é de 3 anos, sendo que o índice de *turn over* observado nos últimos doze meses é de aproximadamente 30%.

Relativo às políticas de recursos humanos adotadas pela Super Coffee, pode-se citar como pontos positivos a inexistência de colaboradores atuando sem registro e o pagamento em dia das remunerações e dos encargos e tributos sociais. Ademais, a

empresa oferece subsídios para a aquisição de planos médicos como um de seus principais benefícios.

Entretanto, apesar da empresa contar informalmente com uma escala de salários, não existe um plano de cargos e salários documentado e claramente exposto aos funcionários, além disto, não há um plano de incentivos implementado, com regime de metas ao similar.

Por fim, observa-se que os investimentos em treinamentos técnicos e gerenciais dos funcionários foram praticamente nulos nos dois últimos anos. Contudo, a empresa oferece benefícios ao desenvolvimento dos colaboradores no que se refere ao pagamento de parte de estudos e cursos técnicos na medida em que se identifica este tipo de necessidade.

4.3.3 Fatores Estratégicos

São analisados neste momento alguns fatores de ordem estratégica que se relacionam ao desempenho e ao risco da empresa.

a) Planejamento Estratégico

O ano de 2006 marcou a Super Coffee como o primeiro ano em que foi realizado um planejamento estratégico formal para a empresa. Os responsáveis pela elaboração do plano foram fundamentalmente os três líderes da empresa, os quais se encarregaram de divulgar suas principais características aos demais componentes da empresa.

Fundamentalmente, observa-se a existência de um Plano de Ações vigente que está sendo executado juntamente entre seus elaboradores e os demais colaboradores da empresa. No entanto, não se observa um conhecimento profundo de todos os colaboradores em relação aos objetivos maiores da empresa.

Algo que chama a atenção é que foram levados em conta principalmente o histórico e a capacidade operacional da empresa na elaboração das metas anuais, em

detrimento de uma análise mais profunda da capacidade do mercado, dos concorrentes ou de possíveis influências político-econômicas.

Porém, observou-se nos primeiros seis meses de 2006 que a realização do planejamento estratégico da organização colaborou muito para com o estabelecimento de um foco mais claro e objetivo sobre o rumo que se propôs a seguir, norteando, assim, as principais decisões estratégicas táticas e operacionais ao longo deste período.

b) Produtos

A *Super Coffee* conta atualmente com seu foco dividido entre alguns produtos e serviços. Os principais oferecidos atualmente pela empresa, são:

- locação de máquinas de café expresso em sistema de pagamento fixo por mês;
- locação comodato, cobrada pelo número de doses consumidas;
- venda de máquinas de café expresso;
- venda de café em grãos;
- venda de insumos (chocolate em pó, açúcar, copos, mexedores, chá etc.) e;
- assistência técnica autorizada da marca Saeco.

O gráfico 2 apresenta a distribuição do faturamento entre os diversos produtos no mês de junho de 2006.

Distribuição do Faturamento por Produtos

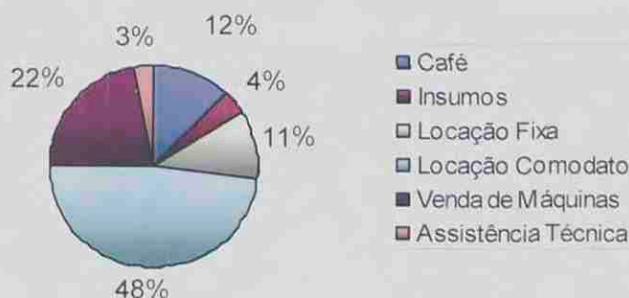


Gráfico 2: Distribuição do faturamento – junho de 2006

Fonte: Dados Primários

Observa-se que a soma das receitas provenientes de serviços (locação fixa/comodato e assistência técnica) corresponde a 62% do faturamento da empresa, enquanto os outros 38% são referentes à comercialização de mercadorias.

Ainda, verifica-se que praticamente metade do faturamento global da empresa é proveniente do serviço de maior valor agregado da mesma, a locação comodato. Este sistema inclui o fornecimento de café e insumos e a reposição periódica dos mesmos, além de manutenção preventiva e corretiva das máquinas em seus clientes, negociados em contratos de um ano, e prorrogáveis por períodos indefinidos. Isto confere uma segurança em relação à projeção de receitas dos períodos seguintes.

Além deste fator de segurança, destaca-se o certo grau de verticalização observado, ou seja, a empresa trabalha com diversos segmentos de uma cadeia de consumo, desde o fornecimento dos equipamentos, até os insumos e a sua assistência técnica. Isto pode ser considerado um fator de peso nos retornos obtidos, mas por outro lado contribui para aumentar o grau de risco ligado ao setor de atuação.

Em contrapartida, os sócios da empresa observam que tanto o setor, quanto os produtos e serviços da empresa se apresentam em um nível do ciclo de vida entre o crescimento e o amadurecimento, sendo que é previsto o começo da fase de declínio

do primeiro produto, dentre os hoje oferecidos, para apenas daqui aproximadamente dois anos.

c) Clientes

A clientela da Super Coffee pode ser considerada bastante diversificada, tanto em relação ao perfil dos clientes, quanto à distribuição geográfica. A empresa conta com clientes como restaurantes, padarias, passando por escritórios, consultórios, e chegando até as grandes multinacionais em diversas cidades do Estado de São Paulo, e ainda no Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul.

Quando se analisa a concentração das vendas por clientes, também se conclui que há uma considerável distribuição da receita, o que remete um menor risco neste sentido. No entanto, existe certa dependência de alguns clientes-chave (cerca de seis), os quais representam juntos cerca de 20% do faturamento mês a mês da empresa e devem ser preservados.

Outro ponto a ser destacado em relação aos clientes da Super Coffee diz respeito às alianças presentes com diversos deles. Muitas destas alianças existem há mais de cinco anos e fortalecem a empresa contra possíveis ataques da concorrência ou o surgimento de produtos substitutos. Ainda assim, o processo de avaliação do grau de satisfação destes e dos demais clientes da empresa encontra-se pouco amadurecido, o que aumenta a possibilidade de possíveis perdas.

d) Fornecedores

Pode-se dizer que a Super Coffee mantém um bom relacionamento com seus fornecedores. No entanto há alguns aspectos que devem ser ressaltados.

O caso mais sério é o do café, principal insumo da organização. Neste caso percebe-se que a empresa é bastante dependente do Know-How do atual fornecedor. Apesar da relação de confiança construída através da parceria de mais de seis anos,

todos os aspectos referentes à qualidade do produto e até mesmo ao estoque de embalagens encontram-se dependentes do mesmo.

Outro insumo fundamental na execução dos serviços da empresa, o achocolatado, é fornecido em condições compatíveis com a qualidade e o custo exigidos pela Super Coffee, apenas por um fornecedor. Neste caso, observa-se um risco de aumento de custos ou perda da qualidade caso haja alguma alteração brusca nas condições oferecidas pelo mesmo.

Quanto aos demais fornecedores, não há maiores problemas, uma vez que há substitutos disponíveis no mercado que apresentam produtos com qualidade e custos similares e, além disto, as relações atualmente mantidas encontram-se sólidas.

e) Concorrentes

Diante da considerável disseminação do café expresso nos últimos dez anos, o ramo atraiu grandes investimentos e hoje se apresenta bastante competitivo.

O caso da Super Coffee pode ser considerado bastante singular. Uma vez que a empresa atua em diversos segmentos ligados ao café expresso, existem diferentes empresas que competem com ela no fornecimento de cada um dos produtos ou serviços.

Observam-se em cada um dos segmentos algumas empresas maiores e até mais bem conceituadas na mesma região de atuação. Empresas fornecedoras de café em grãos, empresas locadoras de máquinas de café expresso, empresas que prestam assistência técnica e empresas que revendem máquinas.

Cada uma delas apresenta vantagens por atuar num mercado específico e ter a possibilidade de se focar mais no mesmo. No entanto, poucas são as empresas que competem com a Super Coffee oferecendo a cadeia de opções que a mesma oferece. Ainda, a verticalização existente na organização proporciona diferenciais, principalmente em relação aos custos fixos que são rateados entre as diversas operações e a possibilidade de oferecer soluções às diversas necessidades do cliente (o cliente que compra uma máquina já pode adquirir o café no mesmo local, por

exemplo). Este diferencial é outro dos que asseguram determinada proteção à empresa em relação à entrada de novos concorrentes ou produtos substitutos no mercado.

Mais um diferencial importante é o contrato com principal fornecedor de máquinas para revenda, que prevê a não inserção de novos concessionários na região de atuação da Super Coffee em um futuro próximo. Isto garante a mesma, melhores condições de compra do que os possíveis concorrentes, além de ser um ótimo argumento de vendas.

4.3.4 Fatores Operacionais

A relação dos fatores operacionais com o risco da Super Coffee é bastante próxima já que a qualidade dos serviços é fundamental para a manutenção da clientela e a perpetuidade da empresa.

Manter em nível elevado o grau de satisfação dos clientes é um dos objetivos principais da área operacional, que compreende desde o processo de atendimento ao cliente até reparos técnicos em suas máquinas. Sua estratégia compreende atender o cliente de forma individualizada e eficiente, o que pode ser observado de forma geral.

No entanto, alguns fatores levam a reflexão da continuidade do bom atendimento prestado caso sejam mantidos. Principalmente, a inexistência de manutenções preventivas nos equipamentos de locação, remete à maior necessidade de se “apagar incêndios” a cada vez que uma máquina é avariada, o que por vezes prejudica a qualidade do serviço prestado. Ainda, não há um plano que vise à manutenção da atualização tecnológica dos equipamentos, que podem acabar por se tornarem obsoletos com o passar do tempo.

Observa-se que, por ter que manter uma estrutura relativamente grande para o atendimento de seus clientes de locação, a empresa conta com seus custos fixos elevados. Este fato proporciona um grau de alavancagem operacional considerável à Super Coffee, o que lhe confere um risco acentuado caso haja quedas nas receitas.

No que tange a capacidade produtiva, pode-se destacar o empecilho causado pelo *layout* da área operacional ao melhor desenvolvimento das atividades, ou seja, o

local de trabalho não é ideal para que sejam desenvolvidas as atividades ou para que sejam armazenados os estoques, por exemplo.

Ressalta-se a já existência de planos formais da empresa para a mudança de sua área operacional para um local mais adequado visando corrigir certas limitações. Outros planos com relação à adequação da quantidade mão-de-obra de determinadas áreas também existem e apresentam-se pertinentes.

A mão-de-obra, fundamental para a capacidade produtiva da empresa uma vez que o processo produtivo sendo um serviço não é e nem pode ser automatizado, torna-se bastante dependente do desempenho dos colaboradores, podendo oscilar em função de diversas variáveis comprometendo a produção. Independente deste fator, a capacidade produtiva na Super Coffee é compatível com o tamanho atual da empresa. A existência de substitutos imediatos nos cargos de maior responsabilidade e o Know-How adquirido ao longo dos anos contribui para isto.

Ainda assim, o gerenciamento da produção é considerado essencial para que o serviço oferecido seja de qualidade. Como supracitado, o desempenho da organização está diretamente relacionado ao dos colaboradores. Portanto, uma boa gerência dos recursos humanos é algo que se deve prezar sempre.

4.3.5 Fatores Financeiros

Primeiramente, deve-se recordar que os dados financeiros utilizados no trabalho, aqui expostos e analisados foram modificados através da multiplicação dos mesmos por um coeficiente comum. Desta forma, estes dados, considerados sigilosos pela empresa, puderam ser preservados sem que fossem comprometidos os cálculos dos principais índices e suas análises.

Juntamente aos fatores financeiros, a autora sugere que sejam analisados os fatores comerciais. Referente a estes, apesar da empresa atuar apenas com o canal de venda direta e contar apenas com dois vendedores (um interno e outro externo), os mesmos apresentam resultados constantes de crescimento há tempos.

O controle de vendas é realizado através de planilhas que são acompanhadas pelo gerente comercial no dia-a-dia da empresa. Este gerente é o responsável principal pela elaboração e pelo atingimento das metas comerciais. Além disto, o mesmo é quem faz e reajusta as tabelas de preços, sendo que estes reajustes dependem fundamentalmente dos preços praticados pela concorrência e por eventuais reajustes dos fornecedores.

A política de crédito da organização é definida principalmente por um dos proprietários que se encarrega de aprovar vendas a prazo e cadastros de clientes. Ressalta-se que é identificada uma política de crédito mais “liberal”, o que poderia incorrer em altos níveis de inadimplência. No entanto, isto não ocorre e verifica-se que o mesmo encontra-se atualmente menor que 3% do faturamento mensal da empresa.

Esta política de crédito é considerada pelos líderes da Super Coffee como um dos principais responsáveis pelo nível de vendas atingido, uma vez que representa um diferencial em relação aos concorrentes mais próximos. Desta forma, observa-se que as vendas a prazo correspondem a 73% do total das vendas, enquanto as vendas à vista são responsáveis pelos outros 27%. O prazo médio de recebimento é de sessenta e cinco dias.

Portanto, conclui-se que a empresa assume determinados riscos por apresentar tal porcentagem de vendas a prazo e grande volume de recursos ainda por receber. Uma piora na economia nacional, ou ainda uma queda no nível de qualidade dos clientes poderia resultar no aumento da inadimplência e nas despesas de cobrança.

O histórico das demonstrações financeiras retrata uma empresa financeiramente saudável provida apenas de investimentos de capital próprio, ou seja, não há capital de terceiros em sua estrutura de capital a não ser os relativos a contas a pagar de fornecedores. A análise do balanço patrimonial de 30 de junho de 2006, ilustrado no quadro 2, traz uma visão mais clara deste assunto:

BALANÇO PATRIMONIAL jun/06					
Ativo		Análise Vertical	Passivo		Análise Vertical
Caixa	R\$ 1.533,33	0,59%	Contas a Pagar	R\$ 63.181,00	24,24%
Bancos	R\$ 5.666,67	2,17%	Máquinas	R\$ 43.396,67	
Banco Bradesco	R\$ 1.666,67		Café	R\$ 8.000,00	
Banco do Brasil	R\$ 0,00		Insumos	R\$ 6.378,00	
Banco Real	R\$ 4.000,00		Peças	R\$ 670,00	
Aplicações Financeiras	R\$ 0,00		Outras despesas	R\$ 4.736,33	
Contas a Receber	R\$ 76.440,20	29,33%	Impostos a pagar	R\$ 8.885,67	3,41%
Locações	R\$ 41.000,00		Simples Estadual	R\$ 1.931,67	
Produtos Vendidos	R\$ 37.804,33		Simples Federal	R\$ 6.954,00	
Provisão para Devedores Duvidosos	(R\$ 2.364,13)		ISS	0	
Contas pagas antecipadamente	R\$ 0,00	0,00%	Salários a pagar	R\$ 6.816,67	2,62%
Estoque	R\$ 42.333,33	16,24%	Salários	R\$ 6.816,67	
Estoque de máquinas (aluguel)	R\$ 21.333,33		FGTS	R\$ 0,00	
Estoque de máquinas (vendas)	R\$ 10.000,00			R\$ 0,00	
Estoque de café	R\$ 2.666,67			R\$ 0,00	
Estoque de insumos	R\$ 8.333,33			R\$ 0,00	
Total Ativo Circulante	R\$ 125.973,54	48,34%	Total Passivo Circulante	R\$ 78.883,33	30,27%
Equipamentos	R\$ 306.666,67	117,67%	Financiamentos	R\$ 0,00	
Máquinas de Café	R\$ 300.000,00		Veículos	R\$ 0,00	
Móveis e Equipamentos	R\$ 6.666,67		Máquinas	R\$ 0,00	
Veículos	R\$ 13.666,67	5,24%	Empréstimos	R\$ 0,00	
Terrenos	R\$ 0,00		Total do Passivo L. Prazo	R\$ 0,00	0,00%
Prédios	R\$ 0,00			R\$ 0,00	
(-) Depreciação Acumulada	(R\$ 185.700,00)	-71,26%		R\$ 0,00	
(-) Depreciação de Máquinas	R\$ 180.000,00		Capital Social	R\$ 16.666,67	6,40%
(-) Depreciação Veículos	R\$ 2.700,00			R\$ 0,00	
(-) Depreciação de Equipamentos	R\$ 3.000,00		Resultados Acumulados	R\$ 165.056,87	63,34%
Total do Ativo Permanente	R\$ 134.633,33	51,66%	Total do Patrimônio Líquido	R\$ 181.723,54	69,73%
Ativo Total	R\$ 260.606,87	100,00%	Passivo Total	R\$ 260.606,87	100,00%

Quadro 2: Análise Vertical do Balanço

Fonte: Dados da Pesquisa

Pode-se observar ainda, através da análise vertical do balanço, que a empresa conta com um significativo percentual de seu patrimônio representado por seus ativos permanentes, o que lhe garante significativa retaguarda em uma eventual crise. É possível ainda, calcular alguns índices financeiros da Super Coffee ao analisar seu balanço patrimonial.

Quanto aos principais índices de liquidez, observa-se que o índice de liquidez corrente, que reflete a capacidade da empresa em arcar com suas despesas de curto prazo é de 1,59. Este número é bastante relevante, uma vez que as obrigações de curto prazo são as únicas existentes na empresa. No entanto, ao se avaliar o índice de liquidez seca, onde não são considerados os estoques nos ativos, já se nota uma maior dificuldade da empresa em cumprir suas obrigações, o índice é de 1,06, ou seja, a empresa pode depender da transformação destes estoques em vendas para conseguir arcar com suas despesas de curto prazo.

Relativo às avaliações de endividamento e da estrutura de capital da Super Coffee, é possível identificar um índice de endividamento geral de 30,49%, sendo a estrutura de capital composta apenas por capital próprio como já citado anteriormente, uma vez que não se observam passíveis exigíveis de longo prazo, como empréstimos ou financiamentos.

A análise da demonstração do resultado do exercício (DRE) apurada pela empresa de janeiro até o mês de junho de 2006, também proporciona uma boa visualização de alguns fatores relativos à saúde financeira da mesma.

DRE REAL						
	jan/06	fev/06	mar/06	abr/06	mai/06	jun/06
Receita Bruta	R\$ 58.880,60	R\$ 60.963,72	R\$ 72.449,91	R\$ 68.423,76	R\$ 69.932,02	R\$ 77.266,67
Vendas Máquinas	R\$ 8.923,33	R\$ 15.232,67	R\$ 15.321,00	R\$ 18.336,67	R\$ 15.469,33	R\$ 23.333,33
Locações	R\$ 39.793,07	R\$ 37.635,79	R\$ 43.208,45	R\$ 40.102,85	R\$ 41.201,17	R\$ 41.000,00
Café	R\$ 6.604,27	R\$ 4.594,23	R\$ 9.623,17	R\$ 6.763,93	R\$ 8.497,50	R\$ 7.833,33
Insumos	R\$ 1.307,93	R\$ 1.452,03	R\$ 2.389,95	R\$ 2.098,65	R\$ 2.589,35	R\$ 3.100,00
Ass. Tec.	R\$ 2.252,00	R\$ 2.049,00	R\$ 1.907,33	R\$ 1.121,67	R\$ 2.174,67	R\$ 2.000,00
(-) Deduções	(R\$ 6.806,24)	(R\$ 7.428,73)	(R\$ 8.497,87)	(R\$ 8.077,62)	(R\$ 8.405,58)	(R\$ 9.198,02)
ISS	R\$ 112,60	R\$ 102,45	R\$ 95,37	R\$ 56,08	R\$ 108,73	R\$ 100,00
Simplex Estadual	R\$ 1.394,39	R\$ 1.839,54	R\$ 1.882,01	R\$ 1.863,39	R\$ 2.002,97	R\$ 2.144,02
Simplex Federal	R\$ 5.299,25	R\$ 5.486,73	R\$ 6.520,49	R\$ 6.158,14	R\$ 6.293,88	R\$ 6.954,00
Receita Líquida	R\$ 52.074,36	R\$ 53.534,99	R\$ 63.952,04	R\$ 60.346,14	R\$ 61.526,43	R\$ 68.068,64
(-) C.M.V	(R\$ 22.523,75)	(R\$ 28.052,82)	(R\$ 29.334,78)	(R\$ 31.472,46)	(R\$ 27.855,09)	(R\$ 33.283,33)
Custo Máquinas Vendidas	R\$ 6.246,33	R\$ 10.662,87	R\$ 10.724,70	R\$ 12.835,67	R\$ 10.828,53	R\$ 16.333,33
Custo Café	R\$ 5.733,25	R\$ 7.674,95	R\$ 7.186,75	R\$ 7.099,46	R\$ 7.951,79	R\$ 7.813,33
Custo Insumos	R\$ 9.983,67	R\$ 9.548,33	R\$ 11.210,67	R\$ 11.470,67	R\$ 8.758,10	R\$ 8.820,00
Custo peças	R\$ 560,50	R\$ 166,67	R\$ 212,67	R\$ 66,67	R\$ 316,67	R\$ 316,67
(-) Depreciação	(R\$ 5.650,00)					
Máquinas Alugadas	R\$ 5.000,00					
Veículos	R\$ 433,33					
Equipamentos	R\$ 216,67					
Resultado Bruto	R\$ 23.900,61	R\$ 19.832,18	R\$ 28.987,26	R\$ 23.223,68	R\$ 28.021,34	R\$ 29.136,31
(-) Despesas	(R\$ 11.392,37)	(R\$ 12.481,65)	(R\$ 14.044,96)	(R\$ 13.957,10)	(R\$ 14.120,75)	(R\$ 15.396,67)
Despesas Administrativas	R\$ 7.356,67	R\$ 9.203,33	R\$ 10.367,33	R\$ 10.067,00	R\$ 9.333,33	R\$ 10.373,33
Despesas Técnicas	R\$ 3.465,00	R\$ 2.493,67	R\$ 2.911,00	R\$ 2.913,67	R\$ 3.833,33	R\$ 3.833,33
Despesas Comerciais	R\$ 267,70	R\$ 456,98	R\$ 459,63	R\$ 550,10	R\$ 464,08	R\$ 700,00
Despesas Financeiras	R\$ 303,00	R\$ 327,67	R\$ 307,00	R\$ 426,33	R\$ 490,00	R\$ 490,00
(+/-) Resultados Financeiros	R\$ 0,00					
Juros	R\$ 0,00					
Receitas Financeiras	R\$ 0,00					
Res. Operacional	R\$ 12.508,24	R\$ 7.350,53	R\$ 14.922,29	R\$ 9.266,58	R\$ 13.900,59	R\$ 13.738,64
(+/-) Resultados Não oper.	R\$ 0,00					
Resultado Líquido	R\$ 12.508,24	R\$ 7.350,53	R\$ 14.922,29	R\$ 9.266,58	R\$ 13.900,59	R\$ 13.738,64

Quadro 3: Demonstração do Resultado do Exercício (1º semestre de 2006)

Fonte: Dados da Pesquisa

Uma primeira percepção que se tem é a de que a empresa é enquadrada no "SIMPLES", e que, portanto tem sua tributação calculada a partir de seu faturamento e não de seu lucro, o que pode ser algo a influenciar nas decisões sobre sua estrutura de capital e em suas implicações no custo médio ponderado de capital da organização.

Ao se analisar a lucratividade da Super Coffee percebe-se que a mesma apresenta margem de lucro bruto, média, em torno de 37,47%. Já a margem líquida do

período é de cerca 17,5%. A tabela 9 mostra a variação nas margens de lucro durante os primeiros seis meses de 2006.

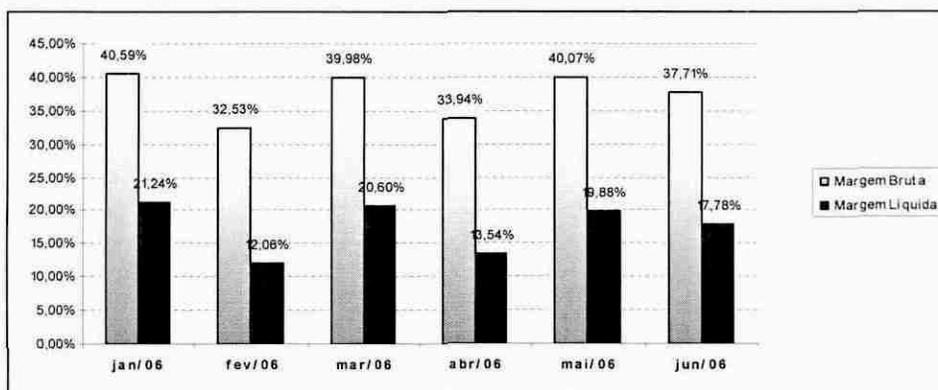
Tabela 9: Variação nas margens de lucro bruta e líquida no 1º semestre de 2006.

RENTABILIDADE						
Meses	jan/06	fev/06	mar/06	abr/06	mai/06	jun/06
Margem Bruta	40,59%	32,53%	39,98%	33,94%	40,07%	37,71%
Margem Líquida	21,24%	12,06%	20,60%	13,54%	19,88%	17,78%

Fonte: Dados da Pesquisa

Observa-se que vem se mantendo uma regularidade nas margens durante o primeiro semestre de 2006. Sendo que as maiores margens foram atingidas nos meses de janeiro, março e maio, enquanto fevereiro, abril e junho obtiveram um desempenho um pouco menor.

Gráfico 3: Histórico de Rentabilidade (1º semestre de 2006)



Fonte: Dados da Pesquisa

Assim, também nota-se que a sazonalidade que poderia existir em função do principal produto da empresa ser o café expresso (consumido primordialmente nos meses de frio), é amenizada pelo crescimento nas vendas a cada mês.

5. A APLICAÇÃO DO MODELO DE CUSTO DE CAPITAL

O custo de capital da Super Coffee é definido neste capítulo com base no modelo proposto por Matos (2002) já fundamentado no capítulo 2, nas fontes de capital de terceiros que são descritas no item 5.2 deste estudo e no breve diagnóstico da empresa exposto no item 4.

5.1 Apresentação do custo de capital próprio da Super Coffee

Neste ponto é definido o custo de capital próprio atual da Super Coffee a partir da utilização do modelo proposto por Matos (2002). Conforme sugerido pela autora, inicia-se o processo pelo estabelecimento das alternativas, ou os prêmios de risco que serão relacionados a cada subfator de decisão.

Pelo motivo do cenário no qual a empresa opera atualmente não se distinguir de forma considerável do ambiente existente no estudo de Matos (2002), e levando-se em consideração a base teórica utilizada pela autora para o estabelecimento das alternativas utilizadas em seu estudo, são considerados os mesmos prêmios de risco sugeridos pela mesma na oportunidade. Sendo assim, a tabela 10 representa as alternativas utilizadas neste caso.

Tabela 10: Categorias de Risco

Categorias de Risco	
Nível de Risco	Prêmio de Risco
Muito baixo	6%
Baixo	9%
Médio	14%
Alto	21%
Muito Alto	30%

Fonte: Dados da Pesquisa

Após, são determinados fatores e subfatores de decisões a serem considerados no cálculo. O quadro 4 apresenta aqueles escolhidos como pertinentes e possíveis de serem avaliados na Super Coffee.

Subfatores Sistemáticos
Condições Político-Econômicas
Crescimento do Setor
Subfatores Financeiros
Nível de Endividamento
Liquidez
Variação nas Vendas e Lucros
Subfatores Administrativos
Estilo de Gestão
Sistemas de Informação
Estrutura Organizacional
Subfatores Estratégicos
Produtos
Estabelecimento de Planos Estratégicos
Concorrentes
Clientes
Fornecedores
Subfatores de Recursos Humanos
Investimento em RH
Capital Intelectual
Turn Over
Política de RH
Subfatores Operacionais
Custos Operacionais
Estágio Tecnológico
Capacidade Produtiva
Gerenciamento da Produção

Quadro 4: Fatores e Subfatores de Decisões

Fonte: Dados da pesquisa

Nota-se que os fatores expostos consideram as diversas variáveis que influenciam no risco da organização, e correspondem aos principais itens do diagnóstico sugerido por Matos (2002) que se encontra no anexo 1 deste estudo. Deve-se destacar a exclusão de alguns itens devido ao baixo grau de correlação dos mesmos com o negócio da organização ou ainda em alguns casos, pela indisponibilidade de alguns dados necessários às análises.

Em seguida os fatores são comparados de forma paritária entre si utilizando-se a escala proposta por Saaty (1991). A tabela 11 apresenta os resultados desta

comparação. Ressalta-se que a mesma foi realizada juntamente com os proprietários da empresa que expressaram suas percepções na análise da influencia de cada fator no risco da empresa.

Tabela 11: Comparação de fatores

Fatores	Sistemáticos	Financeiros	Operacionais	Estratégicos	R.H.	Administrativos
Sistemáticos	1	1/7	1/7	1/7	1/5	1/3
Financeiros	7	1	1/2	2	2	3
Operacionais	7	2	1	3	3	5
Estratégicos	7	1/2	1/3	1	2	2
R.H.	5	1/2	1/3	1/2	1	1
Administrativos	3	1/3	1/5	1/2	1	1

Fonte: Dados da Pesquisa

A normalização da matriz de comparação dos fatores proporcionou que se chegasse à definição da importância de cada fator no risco da empresa em termos percentuais. A tabela 12 relaciona cada fator e seu percentual de influência.

Desta forma, observa-se que os fatores que mais representam riscos, no contexto em que a Super Coffee está inserida, são os operacionais e os financeiros (juntos representam 60% do total), em seguida aparecem os fatores Estratégicos, RH, Administrativos e por último os fatores Sistemáticos, que representam apenas 3% do risco.

Tabela 12: Resultado da análise dos fatores de risco

Fatores	Peso
Operacionais	37%
Financeiros	23%
Estratégicos	17%
R.H.	11%
Administrativos	9%
Sistemáticos	3%

Fonte: Dados da Pesquisa

Importância relativa dos subfatores de risco

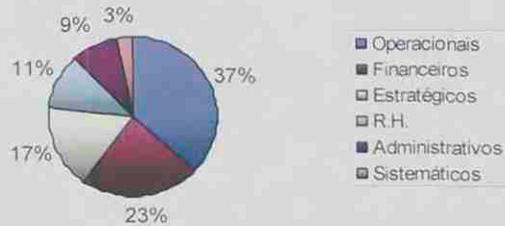


Gráfico 4: Importância relativa dos fatores de risco

Fonte: Dados da Pesquisa

O mesmo processo é realizado em seqüência para a definição da importância de cada subfator em relação aos outros de seu grupo. As tabelas e os gráficos dos subfatores analisados dentro de cada fator são apresentados a seguir.

Primeiramente, observa-se através da tabela 13 que as condições político-econômicas representam 70% do peso referente aos fatores sistemáticos, enquanto o crescimento do setor é responsável pelos 30% restantes.

Tabela 13: Resultado da análise dos fatores de risco sistemático

Subfatores Sistemáticos	Peso
Condições Político-Econômicas	70%
Crescimento do Setor	30%

Fonte: Dados da Pesquisa

Importância relativa dos subfatores de sistemático



Gráfico 5: Importância relativa dos fatores de risco sistemático

Fonte: Dados da Pesquisa

Após, foi realizada a análise dos fatores de risco financeiro. Os resultados alcançados estão expressos na tabela 14.

Tabela 14: Resultado da análise dos fatores de risco financeiro

Subfatores Financeiros	Peso
Nível de Endividamento	50%
Liquidez	30%
Variação nas Vendas e Lucros	20%

Fonte: Dados da Pesquisa

Na distribuição da importância relativa dos fatores de risco financeiro verifica-se que a maior relevância é atribuída ao nível de endividamento (50%), sendo que os índices de liquidez aparecem logo após com 30% seguidos da variação nas vendas e lucros (20%).

Importância relativa dos subfatores de risco financeiro

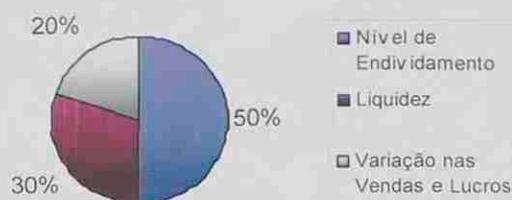


Gráfico 6: Importância relativa dos fatores de risco financeiro

Fonte: Dados da Pesquisa

Em seguida, os subfatores relacionados aos fatores administrativos são analisados. A tabela 15 apresenta como ficou definida a distribuição dos mesmos.

Tabela 15: Resultado da análise dos fatores de risco administrativo

Subfatores Administrativos	Peso
Estilo de Gestão	40%
Sistemas de Informação	20%
Estrutura Organizacional	40%

Fonte: Dados da Pesquisa

Observa-se que o estilo de gestão e a estrutura organizacional representam juntos 80% do risco administrativo ao qual a empresa está sujeita. Os sistemas de informação ficam responsáveis pelos outros 20%.

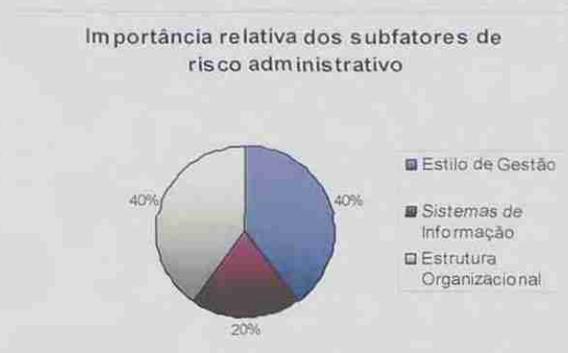


Gráfico 7: Importância relativa dos fatores de risco administrativo

Fonte: Dados da Pesquisa

Os subfatores de risco estratégicos são analisados posteriormente. A tabela 16 apresenta os resultados desta análise.

Tabela 16: Resultado da análise dos fatores de risco estratégico

Subfatores Estratégicos	Peso
Produtos	30%
Estabelecimento de Planos Estratégicos	30%
Concorrentes	10%
Clientes	20%
Fornecedores	10%

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota-se uma maior distribuição nos pesos desta análise em relação às anteriores. Neste caso, os produtos e o estabelecimento de planos estratégicos são responsáveis por 60% dos riscos, enquanto os demais subfatores representam os outros 40%.

Importância relativa dos subfatores de risco estratégico

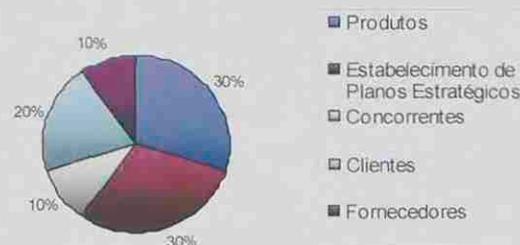


Gráfico 8: Importância relativa dos fatores de risco estratégico

Fonte: Dados da Pesquisa

A seguir o diagnóstico dos subfatores de recursos humanos possibilitou a definição de pesos aos mesmos. Estes estão expostos na tabela 17.

Tabela 17: Resultado da análise dos fatores de risco de recursos humanos

Subfatores de Recursos Humanos	Peso
Investimento em RH	30%
Capital Intelectual	30%
Turn Over	15%
Política de RH	25%

Fonte: Dados da Pesquisa

No caso dos subfatores de recursos humanos há uma grande paridade entre os pesos relativos entre Investimento em RH, Capital Intelectual e Política de RH, que apresentam-se em 30%, 30% e 25% respectivamente. Por último aparece o índice de *Turn Over* com 15% do peso.

Importância relativa dos subfatores de risco de recursos humanos

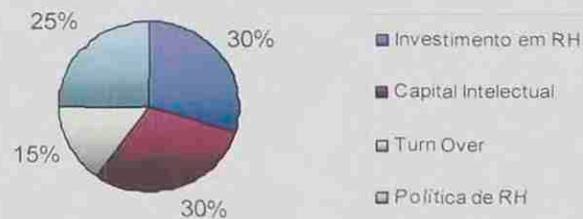


Gráfico 9: Importância relativa dos fatores de risco de recursos humanos

Fonte: Dados da Pesquisa

Os fatores operacionais são analisados por último. A tabela 18 apresenta os resultados.

Tabela 18: Resultado da análise dos fatores de risco operacional

Subfatores Operacionais	Peso
Custos Operacionais	40%
Estágio Tecnológico	15%
Capacidade Produtiva	15%
Gerenciamento da Produção	30%

Fonte: Dados da Pesquisa

Aqui, nota-se o considerável grau de importância atribuído aos custos operacionais e ao gerenciamento da produção que juntos representam 70% do peso deste fator, sendo a capacidade produtiva e o estágio tecnológico responsáveis pelos outros 30%.

Gráfico 10: Importância relativa dos fatores de risco operacional

Importância relativa dos subfatores de risco operacional



Fonte: Dados da Pesquisa

Desta maneira, é possível elaborar um quadro contendo todos os subfatores e o peso de cada um dentro de seu fator de análise. Este resumo está ilustrado no quadro 5 e permite uma melhor visualização dos resultados encontrados.

Subfatores Sistemáticos	Peso
Condições Político-Econômicas	70%
Crescimento do Setor	30%
Subfatores Financeiros	
Nível de Endividamento	50%
Liquidez	30%
Variação nas Vendas e Lucros	20%
Subfatores Administrativos	
Estilo de Gestão	40%
Sistemas de Informação	20%
Estrutura Organizacional	40%
Subfatores Estratégicos	
Produtos	30%
Estabelecimento de Planos Estratégicos	30%
Concorrentes	10%
Clientes	20%
Fornecedores	10%
Subfatores de Recursos Humanos	
Investimento em RH	30%
Capital Intelectual	30%
Turn Over	15%
Política de RH	25%
Subfatores Operacionais	
Custos Operacionais	40%
Estágio Tecnológico	15%
Capacidade Produtiva	15%
Gerenciamento da Produção	30%

Quadro 5: Resumo dos pesos dos subfatores de análise

Fonte: Dados da Pesquisa

O próximo passo do modelo, segundo a autora, consiste em atribuir uma alternativa (prêmio de risco) a cada um dos subfatores. **Este processo pode ser considerado como vital para a precisão e veracidade do resultado final do estudo já que é neste ponto que o diagnóstico feito na empresa é relacionado ao risco da mesma.**

Juntamente com os proprietários e as análises dos fatores sistemáticos e não sistemáticos esta atividade é realizada e os subfatores são associados ao nível de risco

de acordo com suas características e com os critérios expostos no apêndice 1 deste trabalho. O quadro 6 apresenta o nível de risco atribuído a cada subfator de avaliação.

Variáveis	Nível de risco	%
Fatores Sistemáticos		
Condições Político-Econômicas	muito baixo	6%
Taxa de Crescimento do Setor	baixo	9%
Fatores Financeiros		
Nível de Endividamento	baixo	9%
Liquidez	médio	14%
Variação nas Vendas e Lucros	médio	14%
Fatores Administrativos		
Estilo de Gestão	alto	21%
SI	médio	14%
Estrutura Organizacional	médio	14%
Fatores Estratégicos		
Produtos	baixo	9%
Estabelecimento de Planos Estratégicos	baixo	9%
Concorrentes	alto	21%
Clientes	alto	21%
Fornecedores	médio	14%
Fatores de Recursos Humanos		
Investimento em RH	alto	21%
Capital Intelectual	médio	14%
Turn Over	médio	14%
Política de RH	médio	14%
Fatores Operacionais		
Custos Operacionais	alto	21%
Estágio Tecnológico	médio	14%
Capacidade Produtiva	muito baixo	6%
Gerenciamento da Produção	baixo	9%

Quadro 6: Atribuição do prêmio de risco aos subfatores

Fonte: Dados da Pesquisa

Observa-se que para alguns subfatores foi atribuído prêmio de risco alto. São eles: estilo de gestão, concorrentes, clientes, investimentos em RH e custos operacionais. Assim, entende-se que estes fatores poderiam estar sendo mais bem gerenciados pela empresa. Ainda, nota-se que a organização deveria apresentar melhor condição de resposta àqueles sobre os quais têm pouco controle.

Os demais subfatores receberam risco médio ou menor, ou seja, estão sendo satisfatoriamente trabalhados dentro da organização. Apesar disto, principalmente

aqueles com nível médio de risco, devem ser constantemente avaliados e aperfeiçoados.

A partir das informações já geradas inseridas em uma planilha eletrônica, já é possível calcular o prêmio de risco da empresa Super Coffee. O quadro 7 apresenta o valor alcançado.

O prêmio de risco, somado a uma taxa livre de risco, aqui representada pela TJLP, atualmente em 7,50% ao ano, permite que seja calculado o Custo de Capital Próprio da empresa que é de 21,05% ao ano. Isto representa que a taxa mínima a qual o capital próprio investido na Super Coffee deve ser remunerado relativamente aos riscos que se corre no empreendimento.

Variáveis	Peso Relativo		Nível de risco	%	Prêmio de Risco
Fatores Sistemáticos	3,2%				0,2%
Condições Político-Econômicas	70,0%	2,2%	muito baixo	6%	0,1%
Crescimento do Setor	30,0%	1,0%	baixo	9%	0,1%
Fatores Financeiros	23,3%				2,7%
Nível de Endividamento	50,0%	11,6%	baixo	9%	1,0%
Liquidez	30,0%	7,0%	médio	14%	1,0%
Variação nas Vendas e Lucros	20,0%	4,7%	médio	14%	0,7%
Fatores Administrativos	8,6%				1,4%
Estilo de Gestão	40,0%	3,4%	alto	21%	0,7%
SI	20,0%	1,7%	médio	14%	0,2%
Estrutura Organizacional	40,0%	3,4%	médio	14%	0,5%
Fatores Estratégicos	16,6%				2,2%
Produtos	30,0%	5,0%	baixo	9%	0,4%
Estabelecimento de Planos Estratégicos	30,0%	5,0%	baixo	9%	0,4%
Concorrentes	10,0%	1,7%	alto	21%	0,3%
Clientes	20,0%	3,3%	alto	21%	0,7%
Fornecedores	10,0%	1,7%	médio	14%	0,2%
Fatores de Recursos Humanos	11,2%				1,8%
Investimento em RH	30,0%	3,4%	alto	21%	0,7%
Capital Intelectual	30,0%	3,4%	médio	14%	0,5%
Turn Over	15,0%	1,7%	médio	14%	0,2%
Política de RH	25,0%	2,8%	médio	14%	0,4%
Fatores Operacionais	37,2%				5,2%
Custos Operacionais	40,0%	14,9%	alto	21%	3,1%
Estágio Tecnológico	15,0%	5,6%	médio	14%	0,8%
Capacidade Produtiva	15,0%	5,6%	muito baixo	6%	0,3%
Gerenciamento da Produção	30,0%	11,2%	baixo	9%	1,0%
Total do Prêmio de Risco					13,55%
TJLP					7,50%
Custo do Capital Próprio					21,05%

Quadro 7: Definição do Custo de Capital Próprio

Fonte: Dados da Pesquisa

5.2 Identificação de Fontes de Capital de Terceiros Disponíveis no Mercado

A identificação das fontes de capital disponíveis no mercado é realizada através de pesquisa em instituições financeiras nacionais.

Os Bancos comerciais como Bradesco, Itaú, HSBC, entre outros, contam com linhas próprias de financiamentos às empresas. No entanto estes financiamentos apresentam custos muito elevados quando comparados à taxa de juros vigente atualmente no mercado brasileiro. As principais características destas fontes são:

- a) As taxas de juros encontradas em pesquisa junto aos gerentes de bancos comerciais iniciam em cerca de 2% ao mês e podem ultrapassar os 7,5% ao mês dependendo do tipo de empréstimo solicitado;
- b) As garantias exigidas tornam-se um grande empecilho para a requisição destes empréstimos;
- c) Grande burocracia e demora no processo.

Apesar da situação encontrada nos bancos comerciais, pode-se dizer que ainda há uma forma de se conseguir empréstimos e financiamentos a custos mais acessíveis por meio de bancos de desenvolvimento. O maior banco de desenvolvimento do Brasil é o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, o BNDES. Este banco tem como objetivo principal apoiar empreendimentos que contribuam para o desenvolvimento do país.

Uma das linhas de crédito que o BNDES disponibiliza aos micro, pequenos e médios empresários é o Cartão BNDES. Suas principais peculiaridades assim se apresentam:

- a) Este cartão possibilita um crédito rotativo, pré-aprovado, de até R\$ 100.000,00 para a aquisição de produtos previamente credenciados no BNDES;
- b) A taxa de juros desta linha de financiamento encontra-se atualmente em 1,26% ao mês, o que representa 16,21% ao ano, sendo que o prazo para a amortização do principal pode chegar até 36 meses;

- c) A desvantagem desta modalidade é a dependência do cadastramento dos fornecedores no programa para que o financiamento possa ser utilizado. Os produtos devem ainda ter fabricação total ou parcial no Brasil.

Outra linha de financiamento disponível é o chamado PROGER Urbano Empresarial. Este financiamento é encontrado no Banco do Brasil e também na Caixa Econômica Federal (neste último sob o nome de PROGER Investgiro). Os pontos básicos do mesmo são:

- a) Prover financiamento de projetos de investimento de capital com ou sem capital de giro associado, para empresas privadas com faturamento até R\$ 5 milhões;
- b) O valor máximo da contratação é de R\$ 400.000,00, sendo que a taxa cobrada atualmente é calculada como TJLP + 5,33% ao ano. Isto representa uma taxa de 12,83% ao ano, considerando-se a TJLP atual;
- c) As garantias exigidas podem ser parcialmente subsidiadas por um fundo disponibilizado exclusivamente para este fim.

Esta foi a linha de financiamento com menores taxas encontradas e também com maior facilidade de aquisição já que, mesmo dependendo de aprovação de crédito, exigem menores garantias que podem ser completadas ainda por fundos de Aval, conforme já exposto.

5.3 Custo Médio Ponderado de Capital na Super Coffee

Após o cálculo do custo de capital próprio da empresa e a identificação de sua atual estrutura de capital, foi possível identificar um modelo para se calcular o custo médio ponderado de capital da empresa. O quadro 8, através das células em azul, ilustra onde os dados devem ser inseridos na planilha eletrônica no momento que se desejar realizar o cálculo.

Variável	Valor
Total de Capital próprio	R\$ XXX.XXX,XX
Total de Capital de terceiros	R\$ XXX.XXX,XX
% de capital próprio	#VALOR!
% de capital de terceiros	#VALOR!
Custo do capital próprio	X,XX%
Custo do capital de terceiros	X,XX%
Custo Médio Ponderado de Capital	#VALOR!

Quadro 8: Modelo para cálculo do custo médio ponderado de capital da Super Coffee

Fonte: Dados da Pesquisa

Assim, utilizando-se este modelo, é possível calcular o custo médio ponderado da Super Coffee no período atual. O quadro 9 ilustra os resultados obtidos.

Variável	Valor
Total de Capital próprio	181.723,54
Total de Capital de terceiros	0,00
% de capital próprio	100%
% de capital de terceiros	0%
Custo do capital próprio	21,05%
Custo do capital de terceiros	0%
Custo Médio Ponderado de Capital	21,05%

Quadro 9: Custo médio ponderado de capital da Super Coffee

Fonte: Dados da Pesquisa

Sabe-se que pelo fato da estrutura de capital da empresa ser composta apenas por capital próprio, que conseqüentemente este é, também, seu custo médio ponderado de capital.

5.4 Cenários para a Estrutura de Capital da Super Coffee

Após a definição do custo médio ponderado de capita da Super Coffee, é possível elaborar cenários para a estrutura de capital da empresa que considerem diferentes níveis de endividamento, ou seja, estruturas de capital alternativas.

O primeiro cenário representa a atual realidade da estrutura de capital da organização. Neste cenário, se pode observar, como ilustra o quadro 8 que o custo do CMePC da Super Coffee é o mesmo já calculado anteriormente (21,05%)

Observa-se ainda que a taxa de retorno sobre o capital próprio estimado para o ano de 2006 é de 88%, ou seja, bastante acima do mínimo esperado para o período.

Isto poderia já ser mais do que o suficiente para os administradores, mas sabendo que o principal objetivo do administrador financeiro é maximizar os retornos dos acionistas, deve-se testar outros cenários para que se possam enxergar alternativas.

Cenário 1 : Manutenção da Realidade Atual da Empresa	Manutenção do Faturamento Previsto
Total de Capital próprio	181.723,54
Total de Capital de terceiros	0,00
% de capital próprio	100%
% de capital de terceiros	0%
Custo do capital próprio	21,05%
Custo do capital de terceiros	0%
Lucro Operacional (previsão 2006)	157.814,73
(+/-) Resultados Financeiros	0,00
Juros	0,00
Receitas de Investimentos	0,00
Lucro Líquido	157.814,73
Taxa de Retorno do Capital Próprio	87%
Custo Médio Ponderado de Capital	21,05%

Quadro 10: Cenário 1 para a estrutura de capital da Super Coffee.

Fonte: Dados da Pesquisa

Um segundo cenário testado, sugere a inserção de 22% de capital de terceiros no financiamento das atividades da empresa.

Neste caso pode-se observar que, havendo uma manutenção nos níveis do LAJIR, o endividamento seria prejudicial ao acionista, que passaria a ter um retorno apenas de 83% sobre seu capital, apesar da queda percebida no custo médio de capital da empresa (de 21,05% para 19,7%).

No entanto, supõe-se que havendo maior capital presente na empresa, também poderá haver um aumento nas receitas, e conseqüentemente no lucro operacional.

Assim, são apresentados no quadro 11 os índices identificados após uma projeção de aumento de 15% no lucro operacional.

Cenário 2: Inserção de 22% de Capital de Terceiros	Manutenção do Faturamento Previsto	Aumento de 15% no faturamento
Total de Capital próprio	181.723,54	181.723,54
Total de Capital de terceiros	50.000,00	50.000,00
% de capital próprio	78%	78%
% de capital de terceiros	22%	22%
		0
Custo do capital próprio	21,64%	21,6%
Custo do capital de terceiros	12,8%	12,8%
Lucro Operacional	157.814,73	181.486,94
(+/-) Resultados Financeiros	(6.415,00)	(6.415,00)
Juros	6.415,00	6.415,00
Receitas de Investimentos	0,00	0,00
Lucro Líquido	151.399,73	175.071,94
Taxa de Retorno do Capital Próprio	83%	96%
Custo Médio Ponderado de Capital	19,7%	19,7%

Quadro 11: Cenário 2 para a estrutura de capital da Super Coffee.

Fonte: Dados da Pesquisa

Destaca-se o incremento da taxa de retorno do capital próprio, que passa a ser de 96% ao ano, sendo resultante da alavancagem financeira (apresentada na tabela 19) criada após a inserção de capital de terceiros na organização. Continua-se, ainda, observando uma queda no CMePC da empresa.

Esta queda só não é mais acentuada, pois o custo de capital próprio teve um incremento. Este aumento é decorrente da alteração do nível de endividamento da empresa e do risco causado por este fato. Na planilha de cálculo do custo do capital próprio, o nível de risco ligado ao endividamento passaria de baixo para médio, desta forma o custo de capital próprio seria levado aos 21,64%.

Tabela 19: Alavancagem financeira no cenário 2

Varição no LAJIR	Varição no Lucro Líquido	Grau de Alavancagem Financeira
15%	16%	1,04

Fonte: Pesquisa Própria

Um terceiro cenário apresenta a inserção de 40% de capital de terceiros na organização. Neste caso é possível observar que o custo do capital captado aumenta em relação ao cenário anterior uma vez que um maior montante é necessário e empréstimos mais “caros” são realizados.

De qualquer forma, o que se observa é uma situação parecida com a encontrada no cenário 2. Existe um aumento substancial da taxa de retorno do capital próprio quando são identificados aumentos também significativos no lucro operacional. No entanto, caso não aconteçam alterações desta ordem no LAJIR, o que se encontra é uma queda na mesma taxa em relação ao primeiro cenário.

Havendo um aumento ainda maior também no custo do capital próprio uma vez que o nível de risco do endividamento é alterado para “alto”, o que conseqüentemente eleva este custo para 22,45%, não se pode perceber uma redução tão significativa no CMePC que cai apenas para 19,5%.

Cenário 3 : Inserção de 40% de Capital de Terceiros	Manutenção do Faturamento Previsto	Aumento de 30% no faturamento
Total de Capital próprio	181.723,54	181.723,54
Total de Capital de terceiros	120.000,00	120.000,00
% de capital próprio	60%	60%
% de capital de terceiros	40%	40%
		0
Custo do capital próprio	22,45%	22,5%
Custo do capital de terceiros	15,0%	15,0%
Lucro Operacional	157.814,73	205.159,15
(+/-) Resultados Financeiros	(18.000,00)	(18.000,00)
Juros	18.000,00	18.000,00
Investimentos	0,00	0,00
Lucro Líquido	139.814,73	187.159,15
Taxa de Retorno do Capital Próprio	77%	103%
Custo Médio Ponderado de Capital	19,5%	19,5%

Quadro 12: Cenário 3 para a estrutura de capital da Super Coffee.

Fonte: Dados da Pesquisa

Outra informação que se encontra é o grau de alavancagem, ilustrado na tabela 20 que neste caso é maior do que o encontrado no segundo cenário. Este fato reflete uma maior queda do retorno do capital próprio caso haja a manutenção do lucro operacional, mas também uma maior alta no caso de subir o mesmo.

Tabela 20: Alavancagem financeira no cenário 3.

Varição no LAJIR	Varição no Lucro Líquido	Grau de Alavancagem Financeira
30%	34%	1,13

Fonte: Dados da Pesquisa

Por último, foi elaborado um cenário onde se considerou uma participação de 52% de capital de terceiros na composição da estrutura da Super Coffee. O quadro 13 ilustra os resultados obtidos.

Cenário 4 : Inserção de 52% de Capital de Terceiros	Manutenção do Faturamento Previsto	Aumento de 40% no faturamento
Total de Capital próprio	181.723,54	181.723,54
Total de Capital de terceiros	200.000,00	200.000,00
% de capital próprio	48%	48%
% de capital de terceiros	52%	52%
		0
Custo do capital próprio	23,50%	23,5%
Custo do capital de terceiros	16,2%	16,2%
Lucro Operacional	157.814,73	220.940,62
(+/-) Resultados Financeiros	(32.420,00)	(32.420,00)
Juros	32.420,00	32.420,00
Investimentos	0,00	0,00
Lucro Líquido	125.394,73	188.520,62
Taxa de Retorno do Capital Próprio	69%	104%
Custo Médio Ponderado de Capital	19,7%	19,7%

Quadro 13: Cenário 4 para a estrutura de capital da Super Coffee.

Fonte: Dados da Pesquisa

Observa-se que a partir deste ponto, o CmePC já começa a aumentar novamente e apresenta-se nesta condição em 19,7%. Isto ocorre principalmente pelo aumento do custo de capital próprio advindo do aumento do nível de endividamento e

também pelo aumento das taxas de captação de fontes externas de financiamento, que foram definidas como 16,25%.

Ainda, nota-se que o grau de alavancagem da empresa aumenta consideravelmente ao se analisar a tabela 21.

Tabela 21: Alavancagem financeira no cenário 4

Varição no LAJIR	Varição no Lucro Líquido	Grau de Alavancagem Financeira
40%	50%	1,26

Fonte: Dados da Pesquisa

O quadro 14 resume as principais informações que se pôde obter após a análise do cenário atual e dos outros três cenários prospectados.

Cenários	Variáveis			
	Custo Médio Ponderado de Capital	Taxa de Retorno do Capital Próprio (com a manutenção do faturamento previsto)	Taxa de Retorno do Capital Próprio (com aumento no faturamento)	Grau de Alavancagem Financeira
Cenário 1: Manutenção da Realidade Atual da Empresa	21,05%	87%	-	1,00
Cenário 2: Inserção de 22% de Capital de Terceiros	19,70%	83%	96%	1,04
Cenário 3: Inserção de 40% de Capital de Terceiros	19,50%	77%	103%	1,13
Cenário 4: Inserção de 52% de Capital de Terceiros	19,70%	69%	104%	1,26

Quadro 14: Análise dos cenários

Fonte: Dados da Pesquisa

Percebe-se que, até o cenário 3, a cada nova inserção de capital de terceiros há uma pequena redução no custo médio ponderado de capital. No entanto, o cenário 4 já apresenta uma aumento deste índice.

Ainda, os efeitos da alavancagem financeira são claramente percebidos quando se verifica a queda da taxa de retorno do capital próprio em caso de manutenção de faturamento nos cenários 2, 3 e 4. Novamente percebe-se os efeitos na situação de

acentuado incremento na taxa de retorno de capital quando considera-se um aumento de faturamento.

Desta forma, identifica-se que das estruturas prospectadas neste estudo, a que se apresentaria como estrutura ótima de capital para a empresa seria a representada no cenário 3 uma vez que se encontraria o menor custo de capital possível. No entanto, cabe aos proprietários avaliarem a situação e o nível de risco ao qual pretendem se expor antes de optar por qualquer alteração em sua empresa.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste capítulo, são apresentadas as conclusões e recomendações a respeito do estudo realizado.

6.1 Conclusões

Após a realização deste estudo pode-se chegar a interessantes conclusões que vêm ao encontro dos objetivos propostos e, conseqüentemente, oferecem respostas ao problema identificado inicialmente.

Em relação ao objetivo referente à aplicação do modelo proposto por Matos (2002), este foi concluído com êxito e proporcionou o cálculo do custo de capital próprio da Super Coffee que ficou definido em 21,05%. É importante ressaltar o fato de que este número representa apenas a situação atual da empresa, sendo que em outros momentos pode ser recalculado, até com maior rapidez e precisão, caso seja de interesse da organização. Para tanto, o esquema de tabelas digitais que processou as informações será disponibilizado à empresa.

O modelo proporcionou ainda que se fossem encontradas muitas outras informações relevantes à empresa além do próprio custo de capital próprio, ao qual o mesmo objetiva diretamente.

Assim como no artigo publicado por Matos e Moura (2003), onde os autores puderam identificar os principais pontos da empresa estudada que representavam riscos ao seu desempenho futuro, neste estudo se puderam averiguar quais fatores da Super Coffee apresentam-se como críticos para que a empresa possa enfrentar a competição existente em seu mercado e atender de forma satisfatória seus clientes.

Estes fatores, em destaque os operacionais e financeiros, representados principalmente pelos subfatores custos operacionais, liquidez, endividamento e o gerenciamento da produção devem estar sempre em evidência na mente dos

proprietários, e trabalhados para que apresentem, sempre que possível, níveis de risco baixos.

Em relação às fontes de financiamento para micro e pequenas empresas disponíveis no mercado que foram analisadas, item referente ao segundo objetivo específico proposto, as conclusões dizem respeito, principalmente, às elevadas taxas de juros ainda existentes para captação em bancos comerciais. Estas taxas, aliadas à burocracia e à considerável necessidade de garantias reais para a disponibilização do valor pretendido, colocam esta opção como a última a ser buscada pelos pequenos empresários.

Entretanto, a solução encontrada parece suprir às necessidades daqueles que precisam ou desejam realizar empréstimos. Neste ponto, o Governo Federal, por intermédio do BNDES, faz cumprir seu papel de agente de fomento da economia do país de forma apreciável, colocando-se na posição de suprir os micro e pequeno empresários de fontes de financiamento para seu desenvolvimento, com custos coerentes à taxa de juros nacional e demais características condizentes com a realidade econômica atual.

Em relação ao terceiro objetivo específico do estudo, o cálculo do custo médio ponderado de capital da Super Coffee foi facilitado uma vez que a Super Coffee apresenta atualmente todo seu capital investido advindo de seus proprietários, ou seja, de capital próprio. Contudo, sabe-se que no futuro há possibilidades de que a empresa venha a considerar a utilização de capitais de terceiros na composição de seu passivo. Desta forma, o modelo para o cálculo deste custo fica como legado para utilização posterior caso seja necessário.

Ainda, visando atender o último objetivo proposto, foi realizada a previsão de como o custo médio ponderado de capital seria afetado diante de diferentes composições da estrutura de capital da empresa. Os cenários construídos contribuíram de forma decisiva para se antever possíveis situações.

A análise das situações imaginadas e expostas nos diferentes cenários possibilitou chegar às seguintes conclusões acerca da possibilidade de endividamento da empresa em diferentes níveis:

- a) Por estar enquadrada como participante do “SIMPLES”, os benefícios fiscais que poderiam incidir sobre a dedução dos juros pagos a terceiros não ocorrem, diminuindo as vantagens da alavancagem;
- b) O custo médio ponderado de capital não sofre diminuições significativas em nenhum dos cenários projetados como alternativa à realidade atual da empresa;
- c) O aumento do nível de endividamento da empresa reflete negativamente em seu nível de risco que aumenta sucessivamente a cada cenário;
- d) Entretanto, a taxa de retorno do capital próprio é significativamente elevada em todas as situações alternativas consideradas, no caso de haver um aumento do lucro operacional. Sendo que o oposto ocorre em caso de manutenção deste lucro à previsão atual.

Portanto, identificou-se a estrutura ótima de capital pela qual a empresa poderia optar no caso de interesse de seus proprietários. Esta estrutura provém da prospecção realizada no cenário 3 e apresenta o custo de capital médio ponderado em 19,50%. No entanto coloca-se novamente a questão do aumento do risco da empresa como algo a ser muito discutido antes de qualquer ação.

Por fim, o objetivo geral deste estudo que foi definido em como apresentar a estrutura de capital da Super Coffee e analisar suas implicações no custo médio ponderado de capital da mesma, foi atingido, sendo que as considerações e ferramentas ficam a disposição para serem ponto de análises e reflexões, de modo que se faça o melhor uso possível das mesmas.

6.1 Recomendações

Primeiramente, se sugere a empresa Super Coffee que de continuidade a realização deste estudo ao menos uma vez por ano, sendo que assim poderá criar um histórico sobre sua estrutura e seu custo de capital. Este histórico pode tornar-se muito importante em possíveis decisões estratégicas e financeiras.

Em relação às demais micro e pequenas empresas que vislumbrem a possibilidade de se alavancar financeiramente, deve-se dar atenção ao fato de que a opção, sendo bem sucedida em todos os seus propósitos (principalmente no aumento das receitas e do lucro operacional), pode provocar a superação dos limites de faturamento impostos às empresas para enquadramento no "SIMPLES", sendo, portanto, ideal a realização do teste da ocorrência desta hipótese antes de realizar qualquer ação neste sentido.

Alguns cuidados devem ser tomados pelas empresas na situação da Super Coffee antes de cogitarem a alteração de sua estrutura financeira rumo a um maior percentual de capital de terceiros, são estes:

- a) verificar as projeções existentes acerca do crescimento da economia e de seu setor de atuação específico, a fim de conhecer as próprias condições de aumento de faturamento e lucros;
- b) concomitantemente a isto, analisar a estrutura interna da organização de modo a identificar a capacidade da mesma de sustentar aumentos de sua demanda;
- c) identificar as fontes de capital de terceiros disponíveis e suas características no período do estudo;
- d) por último, questionar a disposição dos proprietários em endividar sua empresa e passar a correr os riscos decorrentes desta atitude.

Relativo a possíveis continuações deste trabalho, sugere-se a utilização do conhecimento aqui agrupado e concebido como início de um novo estudo. Este estudo teria como finalidade o cálculo do valor de mercado de micro e pequenas empresas.

Visto que o custo médio ponderado de capital da empresa é essencial neste cálculo, poderia ser criada uma metodologia para o cálculo do valor de micro e pequenas empresas que compreendesse o modelo de Matos (2002), além das demais considerações feitas neste estudo.

REFERÊNCIAS

- ABIC. **Indicadores da Indústria de Café no Brasil**. Disponível em <<http://www.abic.com.br/estatisticas.html> > Acesso em 22 jun 2006
- ABVA. **O Mercado de Vending Machines e Vending Services**. Disponível em <http://www.abva.com.br/arq_sys/neodownload//mercado_de_vending_machine_e_vending_services.doc> Acesso em 22 jun 2006
- ASSAF NETO, Alexandre & SILVA, Augusto Tibúrcio. **Administração do capital de giro**. 2ª Ed. São Paulo: Atlas, 1997.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. ______. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/direita.asp?idioma=P&ano=2006&acaoAno=ABRIR&mes=03&acaoMes=ABRIR&id=relinf200603>> Acesso em 22 jun 2006.
- _____. **Boletim anual do Banco Central do Brasil**. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/htms/banual2005/rel2005cap1p.pdf> > Acesso em 22 jun 2006.
- BRAGA, Roberto. **Fundamentos e Técnicas de Administração Financeira**. 1.ed. São Paulo: Atlas, 1989.
- BRASIL ALIMENTOS. **Brasil Alimentos nº 32 – Fevereiro de 2006**. Disponível em <<http://www.brasilalimentos.com.br/BA/pdf/32/BA32%20-%20ind%C3%BAstria.pdf>> Acesso em 22 jun 2006.
- CERTO, Samuel C. *et al.* **Administração Estratégica: planejamento e implantação da estratégia**. 2.ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2005.
- EID Jr., William. Custo e Estrutura de Capital: o comportamento das empresas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, v.36, n.4, p. 51-59, 1996.
- GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 7.ed. São Paulo: Harbra, 2002.
- GODOY, Arilda. Pesquisa qualitativa: tipos fundamentais. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, v. 35, n. 3, p. 20-29, 1995.
- _____. Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, v. 35, n. 2, p. 57-63 1995.
- JAEGER, Markus. **Brazil: O país do futuro?**. Disponível em <www.dbresearch.com> Acesso em 22 jun 2006.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Fundamentos da metodologia científica**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1990.

LORIGGIO, Antonio. **De onde vêm os problemas: Método para um diagnóstico eficaz**. São Paulo: Negócio, 2002.

MARCIAL, Elaine C.; GRUMBACH, Raul José dos S. **Cenários Prospectivos: como construir um futuro melhor**. 4.ed. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2006.

MARCON, Rosilene. **O custo de Capital Próprio das Empresas Brasileiras – o caso dos American Depositary Receipts (ADRS)**. Florianópolis, 2002. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) - Universidade Federal de Santa Catarina.

MARTINS, Eliseu. **Contabilidade de Custos**. 9.ed. São Paulo: Atlas, 2003.

_____. **Avaliação de Empresas: da mensuração contábil à econômica**. 1.ed. São Paulo: Atlas, 2001.

MATOS, Diana M. **Uma proposta de metodologia para avaliação de empresas de capital fechado baseado em análise hierárquica**. Fortaleza, 2002. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de Fortaleza.

_____; MOURA, Herber J. de. Proposta de um modelo para determinação do custo de capital baseado em análise hierárquica. **RAC**. São Paulo, v. 7, out/dez. 2003: 119-139.

MATTAR, Fauze Najib. **Pesquisa de marketing**. v.1: metodologia, planejamento. 5.ed. São Paulo: Atlas, 1999.

OLIVEIRA, Álvaro Guimarães de. **Contabilidade Financeira para Executivos**. 3.ed. Rio de Janeiro: Editora, 1996.

RICHARDSON, Roberto. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1999.

ROESCH, Sylvia Maria Azevedo. **Projetos de estágio de disciplina em administração: guia para estágios, trabalhos de conclusão, dissertação e estudo de caso**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1999.

SAATY, T. L. **Método de Análise Hierárquica**. São Paulo: Markron Books, 1991.

SALAZAR, José Nicolas Albuja. **Contabilidade Financeira**. 1.ed. São Paulo: Thomson, 2004.

SALGADO, Anna Eliza H. **Abordagem para estimação do custo de capital próprio associado ao impacto de liquidez como indicativo na avaliação da empresa.** Florianópolis, 1996. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – Universidade Federal de Santa Catarina.

SANVICENTE, Antonio Zoratto. **Administração Financeira.** 3. ed. São Paulo: Atlas, 1987.

SCHNEIDER, Christine. **Avaliação do desempenho organizacional da empresa familiar Indústrias Schneider S.A. com base no modelo de gestão estratégica Balanced ScoreCard.** Florianópolis, 2005. Trabalho de Conclusão de Estágio (Graduação em Administração) – Universidade Federal de Santa Catarina.

SEBRAE. _____. Disponível em <www.sebrae.com.br> Acesso em 22 jun 2006.

TENNITZ, André. Expansão sem Precedentes. **Rumos:** economia e desenvolvimento para os novos tempos. Rio de Janeiro, nº 226, mar/abr. 2006: 40–43.

TRIVIÑOS, Augusto. **Introdução à pesquisa em ciências sociais:** a pesquisa qualitativa em educação. São Paulo: Atlas, 1987.

VERGARA, Sylvia M. **Projetos e relatórios em pesquisa em administração.** São Paulo: Atlas, 1997.

ANEXOS

Como se observa, caso a melhor previsão de receitas seja de \$ 2.500.000, a alternativa que proporcionalmente envolve maior uso de capital de terceiros será preferível.

Diretamente, a análise da tabela não fornece indicação do risco financeiro assumido. Para isso podemos, por exemplo, calcular o nível de receita ao qual as duas alternativas seriam equivalentes, e assim medir de quanto precisaria ser a diferença entre receita esperada e receita ocorrida para que a decisão (escolha entre alternativas) pudesse ser afetada. Portanto, como sabemos que

$$LPA = \frac{[(\text{resultado operacional} - \text{despesas financeiras}) (1 - \text{aliquota do IRLN})]}{N}$$

onde N é o número de ações, e resultado operacional = receita de vendas menos custo fixo menos custo variável menos outras despesas operacionais, o que precisamos saber é o valor da *receita de vendas* para o qual $LPA_A = LPA_B$

Em qualquer caso, os custos variáveis e as outras despesas operacionais (que supomos serem variáveis) representam

$$(\$ 800.000 + \$ 200.000) / \$ 2.500.000 = 0,40 \text{ ou } 40\% \text{ das receitas}$$

Portanto, sendo V = receitas, e o custo fixo = \$ 400.000:

$$\begin{aligned} LPA_A &= [(0,60 V - \$ 400.000 - \$ 240.000) (1 - 0,35) / 180.000] = \\ &= [(0,60 V - \$ 400.000 - \$ 360.000) (1 - 0,35) / 120.000] = \\ &= LPA_B \end{aligned}$$

Dessa igualdade resulta:

$$(0,60 V - \$ 640.000) (120.000) = (0,60 V - \$ 760.000) (180.000),$$

ou $0,60 V - \$ 640.000 = 0,90 V - \$ 1.140.000$

$$\text{Conseqüentemente, } V = \frac{\$ 500.000}{0,30} = \$ 1.666.667$$

Portanto, precisaríamos ter vendas um terço abaixo do esperado, já que $\$ 1.666.667 / \$ 2.500.000 = 2/3$, o que na maioria das empresas é uma hipótese remota. Assim, concluiríamos que, considerando o *risco*, a alternativa **B** é realmente superior.

6.5 ESTRUTURA FINANCEIRA E CUSTO DE CAPITAL

Uma das questões mais controversas em administração financeira diz respeito ao relacionamento entre a estrutura das fontes de financiamento da empresa e o custo global dos recursos por ela utilizados.

Essa controvérsia foi suscitada por um artigo de FRANCO MODIGLIANI e MERTON H. MILLER,⁵ ao refutar a chamada visão "tradicional" do problema defendida principalmente por DAVID DURAND,⁶ e EZRA SOLOMON.⁷

Antes de passarmos à discussão desses dois pontos de vista, é necessário explicar, e confirmar-se a posição tradicional, que poderíamos concluir que uma empresa pode ter o que se chama de estrutura financeira ótima, isto é, com um valor mínimo para o custo médio de capital.

O cálculo do custo médio do capital foi apresentado no Capítulo 5, e reflete a participação relativa de dois tipos de capital (próprio e de terceiros) na estrutura financeira da empresa. Teoricamente, o custo do capital de terceiros — representado este por debêntures, empréstimos e financiamentos a longo prazo, e créditos a curto prazo — deve ser inferior ao do capital próprio.

Se medirmos a participação de capital de terceiros na estrutura financeira pela expressão $T / (T + P)$, onde T é o capital de terceiros (exigível total) e P o capital próprio (não-exigível), correspondendo $T + P$ ao total do passivo (e do ativo, evidentemente), quanto maior for $T / (T + P)$, maior tenderá a ser a participação do recurso mais barato e, conseqüentemente, a média ponderada do custo de capital da empresa será cada vez menor.

Nessas condições, o custo médio ponderado do capital começará a cair com o aumento de $T / (T + P)$. Cairá até um certo ponto, a partir do qual, em virtude de ser ultrapassado o limite de endividamento considerado aceitável para as instituições que estiverem fornecendo recursos de terceiros, o custo destes últimos começará a elevar-se, o mesmo ocorrendo com o custo médio.

Nesse ponto mínimo estaríamos com a composição *ótima* de fontes de recursos. A explicação precedente corresponde, de maneira bastante resumida, à posição dita "tradicional" nesta área. Esse comportamento da relação entre estrutura financeira e custo de capital está representado na Figura 6.3, onde K_p é o custo do capital próprio, K_T é o custo do capital de terceiros, e K_M é o custo médio do capital da empresa, cuja estrutura financeira ótima está localizada no ponto **A** (aproximadamente 34% de capital de terceiros, com o custo médio de 13% ao ano).

5. MODIGLIANI, F. e MILLER, M. H. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, XLVII (junho de 1958), p. 655-69.

6. DURAND, D. "The Cost of Debt and Equity Funds for Business", reproduzido em Solomon, E. *The Management of Corporate Capital*. Nova York, The Free Press, 1959, p. 11-115.

7. SOLOMON, E. *The Theory of Financial Management*. Nova York, Columbia, 1963, caps. 7-9.

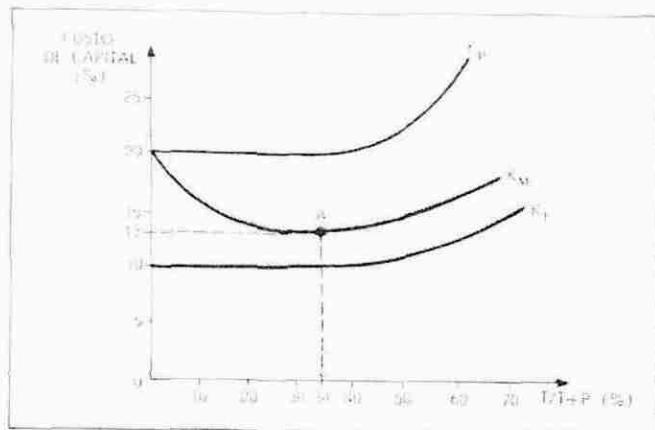


Figura 6.3. A corrente "tradicional" (estrutura financeira e custo de capital).

Lembrando que o custo de capital é também o critério básico de avaliação de toda e qualquer forma de aplicação de recursos, como insistimos em dizer nos Capítulos 3 e 4, já que fazendo algum investimento com retorno aquém dessa taxa estaremos reduzindo o valor do investimento do acionista, também é evidente que se tivermos a possibilidade de encontrar e montar uma estrutura financeira em que o custo médio ponderado do capital seja o mais baixo possível, então *também* estaremos *maximizando o valor da empresa* (valor atual do investimento dos seus proprietários). Essa é a implicação da existência da estrutura financeira ótima, propugnada pela corrente "tradicional". Em resumo, essa corrente afirma que podemos chegar a esse objetivo básico de administração financeira não só pela maximização de resultados, mas igualmente pela minimização de custos dos recursos, ou seja, por meio de decisões que afetam a maneira pela qual é montada a estrutura financeira.

No entanto, para a corrente MODIGLIANI-MILLER não há relação entre estrutura financeira, custo de capital e, conseqüentemente, o valor da empresa. Essa colocação baseia-se em duas proposições fundamentais:

- a) o valor da empresa não deve depender da mistura particular de modalidades de recursos, mas do risco associado aos lucros operacionais das empresas; assim, empresas com o mesmo risco econômico devem ter os seus "fluxos periódicos de rendimentos futuros" descontados à mesma taxa;
- b) o custo médio de capital é constante, independentemente da relação entre capital de terceiros e recursos totais (ou seja, grau de endividamento).

Em conseqüência dessas proposições básicas, essa corrente nos afirma que o custo do capital próprio é igual ao custo médio *mais* um fator correspondente ao risco resultante da estrutura financeira montada numa empresa. Assim, quando aumenta o grau de endividamento também cresce o custo do capital próprio, devido a esse fator (*de risco financeiro*). Portanto, se o custo médio de capital for constante, não haverá estrutura financeira ótima, e, segundo esta corrente, o valor da empresa não dependerá das decisões sobre a estrutura financeira.

O comportamento da relação entre estrutura financeira e custo de capital, na posição MODIGLIANI-MILLER, é indicado graficamente na Figura 6.4.

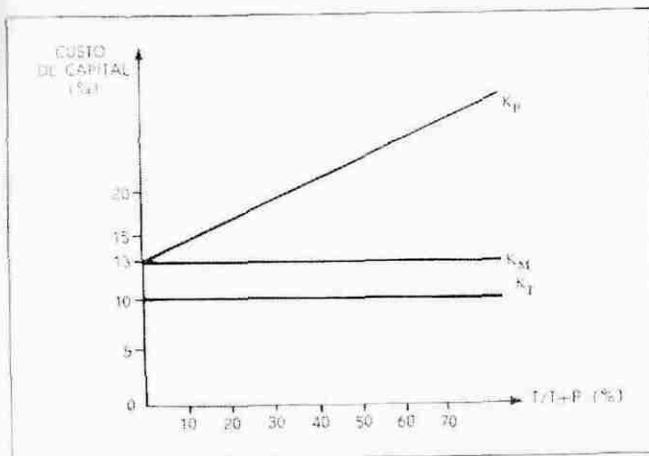


Figura 6.4. A corrente Modigliani-Miller (estrutura financeira e custo de capital).

É bom notar mais uma das diferenças entre a Figura 6.4 (corrente Modigliani-Miller) e a Figura 6.3 (corrente "tradicional"): a curva K_T é horizontal na Figura 6.4, o que decorre da hipótese, de Modigliani e Miller, de que o capital de terceiros não possui risco para os credores de uma empresa. Essa hipótese, por sua vez, resulta da suposição de um mercado perfeito de capitais (ver a discussão deste conceito no Capítulo 2), permitindo às empresas tomar novos recursos de terceiros sem restrições quanto à sua quantidade.

As tentativas mais recentes de confirmação estatística de qualquer associação entre estrutura financeira e custo de capital têm incorporado e reconhecido empiricamente o papel de *impertinções* de mercado, afastando-se, portanto, das teses de Modigliani e Miller, as quais, porém, continuam a ser contribuições das mais importantes na literatura de finanças.

Um dos estudos empíricos mais abrangentes e recentes é o de Bradley, Jarrell e Kim⁸. Algumas das imperfeições de mercado levadas em conta por esses autores são as seguintes:

- a) existem impostos de renda sobre juros recebidos por pessoas físicas que aplicam títulos de renda fixa, bem como impostos sobre a renda de pessoas jurídicas;
- b) as despesas financeiras, bem como as despesas de *depreciação*, são *dedutíveis* para fins de operação do imposto sobre a renda a pagar;
- c) há risco e custo de insolvência, o que ocorre quando a empresa não liquida seus compromissos para com seus credores.

Anexo 2: ROTEIRO PARA ENTREVISTAS E DIAGNÓSTICO ORGANIZACIONAL

Fatores sistemáticos (Análise econômica e setorial)

Análise da conjuntura política e econômica do país

Quais as projeções para economia?

Quais as projeções para os mercados correlacionados?

Comportamento dos principais indicadores financeiros (inflação, taxa de juros, câmbio, PIB, etc)

Posição relativa da empresa no setor

Posição, importância do setor na economia

Fatos comuns ao setor que afetam a empresa

Fatores que diferenciam a empresa no setor: ocorrência de vantagens ou desvantagens específicas

O setor é dinâmico ou tradicional? Sujeito à rápida ou lenta obsolescência?

Houve alterações significativas na indústria? Sobre a demanda? Sobre a oferta?

Quantidade de empresas no setor e tamanho relativo, índice de concentração

Diversificação e tendências dos processos tecnológicos

Principais índices financeiros e de produtividade, para efeito comparativo entre empresa e setor

Qual a dependência da empresa com relação a políticas monetárias governamentais?

Como a empresa está preparada para aproveitar ou defender-se de modificações na legislação governamental quanto a: comércio exterior, segurança, ecologia, fisco, trabalho?

Que impostos e incentivos poderiam ser criados para favorecer a empresa?

Como os riscos políticos que afetariam a empresa?

Há políticas de incentivos fiscais ou creditícios específicos voltadas à indústria?

Dados da empresa:

Nome exato da empresa, nome de fantasia e endereço oficial

Descrição da atividades atuais e dos produtos

Número de empregados

Classes de ações, direitos, opções e acordos

Breve histórico da empresa (início das atividades)

Breve descrição do negócio

Fatores Administrativos

Estilos de gestão e estrutura organizacional

Como está constituída a empresa ? S.A (aberta ou fechada), Limitada, Firma Individual

Qual o organograma da administração ?

Qual a composição do capital social e quem detém o controle acionário?

Quem lidera o empreendimento e decide?

Quem tem poderes para adquirir bens, alienar bens e prestar garantias?

Há comando centralizado ou descentralizado? Qual o grau de descentralização ?
Que tipo de decisões podem ser tomadas nos diversos níveis hierárquicos?
Como é realizada as comunicações administrativas? (contatos diretos, publicações internas, telefone, e-mails, intranet etc..)
Que tipo de informação ou comunicação a empresa procura manter com seus funcionários? Com que freqüência são utilizados?
Que geração se encontra no comando?
Há planos de sucessão em andamento? Qual a preocupação com a sucessão?
Há familiares dos controladores como executivos? Como e onde foram treinados?
A empresa usa consultorias externas? Qual a freqüência e finalidade?
Está obrigada à auditoria externa? Quais os pareceres recentes dos auditores?
Possui auditoria interna? Quando e como é efetuada?
A empresa conta com assessoramento jurídico? interno ou externo? Qual a freqüência?
Sistema de apoio e informações gerenciais
Qual o grau de organização e controle da empresa?
Possui sistemas gerenciais de apoio informatizados (SAD)
Quais os meios de controle utilizados pela administração?
Gerenciamento Ambiental
A empresa é sujeita a legislações específicas a exemplos de controles ambiental ou fito-sanitário? Qual a situação da empresa em face dessas legislações?
A empresa já foi ou está em busca de certificação ISO 14.000 ?
Como está evoluindo a legislação ambiental da empresa?
Como está evoluindo a conscientização ecológica
Processo de controle ambiental e problemas com poluição

Fatores de Recursos Humanos

Capital Intelectual

Qual o grau de profissionalização dos administradores relativamente ao tamanho e complexidade da empresa?

Quais os currículos e experiências dos administradores?

Qual a escolaridade média dos empregados e qual é a recomendável?

(qual o curso de formação profissional? Cursos de especialização? Idade, tempo de empresa? Como ingressou na empresa? Como o profissional vê a empresa? etc...)

Análise da capacidade empreendedora e gerencial dos administradores?

Política de R.H

Possui trabalhadores sem registro?

Tem plano de cargos e salários?

Arquivo de empregados e descrição dos cargos

Dados sobre gerenciamento e empregados-chave, incluindo serviço, idade, compensação, seu ponto de vista , treinamento e apoio da gerência

Termos dos contratos dos empregados e data dos vencimentos

Contratos com sindicatos

Escala de salário e ordenados

Condições de trabalho e dados de ausência por doenças

Mantém sistemas de controle de acidentes de trabalho?

Práticas de relação industrial, regras de conduta

Custos e estatísticas das práticas de recrutamento

A folha de pagamento é paga em dia? Os encargos sociais e tributos são recolhidos pontualmente?

Como são treinados os empregados?

Quais os critérios para a admissão dos novos empregados da administração e produção?

Status e avaliação das queixas e processos judiciais dos empregados

Turn over de funcionários

Reposição em aberto para recrutamento

Investimentos em R.H.

Existe na empresa um programa de incentivos? (oportunidade de participação por meio de sugestões e críticas; prêmios por sugestões e melhoramentos; participação nos lucros da empresa; oportunidade de aquisição de bens duráveis; oportunidade de promoções, distribuição de cesta básica; prêmios por maior qualidade, produtividade; realização de festas, bingos etc; eleição do "empregado do mês ou ano" etc...)

Fatores estratégicos

Planejamento Estratégico

A empresa possui um planejamento estratégico formalizado? Como é elaborado?

Quem participa? Quais os principais responsáveis? É divulgado sob forma de diretrizes?

Quais os responsáveis pela implementação do planejamento? Há concordância entre quem decide e quem implementa?

Descrição dos manuais da política da empresa

Há consistência entre objetivos e meios?

Como são acompanhados os objetivos previstos e as realizações?

Possui sistemas formais de planejamento de resultados?

Quem decide e como é estabelecida a política de vendas? Qual a política de crédito utilizada?

O que se considera no planejamento das vendas? (capacidade do mercado consumidor, capacidade produtiva, política de estoques, recursos humanos e materiais etc)

O que se prevê no planejamento das vendas?

Produtos

Quais os estágios prováveis do ciclo de vida em que se encontra a indústria, a empresa e o produto ou linhas de produtos?

Quantas e quais são as linhas de produto?

Quais os estímulos e desestímulos específicos do governo relativos a algum produto fabricado?

Qual a posição da empresa em relação à ameaça de produtos substitutos?

O que faz para enfrentar produtos substitutos? (pesquisa de produto, possibilidade de diminuição dos custos e preços)

Quais principais produtos, linhas de produção

Ciclos, investimentos e tecnologias dos produtos e processo

Nível de integração vertical

Design de produtos, desenhos e controle de processo

Que produtos permitem maior margem unitária de contribuição? Qual a participação de cada produto em relação as vendas totais?

Formas e importância das embalagens dos produtos?

Quais os impostos diretos e indiretos incidentes?

Participação no mercado?

Posição relativa na competição

Novos e principais concorrentes

O que possui de mais ou de menos como barreira à entrada de novos competidores ?

(escala, diferenciação, custos, preços, tecnologia, localização, experiência, folga financeira?)

Como são acompanhados os preços dos produtos concorrentes?

Domínio do Marketing

Quais os objetivos e estratégias básicas da empresa com respeito marketing ?

Requisitos e efeitos da publicidade

São efetuados gastos com publicidade?

Quais as exigências de publicidade e marketing?

Quem é o responsável e como são estabelecidas as políticas de vendas e marketing?

Quem organiza os serviços de promoção e propaganda da empresa?

Quais os objetivos da promoção e propaganda?

Quais os elementos que a empresa dispõe para realização de serviços de promoção e propaganda?

Quais os gastos efetuados com este tipo de serviços? Há uma verba especial?

Como a empresa analisa o retorno com este tipo de serviço? Quais os critérios de avaliação da eficiência promocional?

A empresa realiza pesquisa de mercado? Quem determina tais procedimentos?

Quantas pessoas são responsáveis pela venda?

Há um setor específico?

Clientela

Como está o leque de clientes da empresa em relação a: concentração de compras, Regionalização, importância do insumo para o cliente, padronização do insumo, importância do produto,

Existem boas alianças com os clientes?

Fatores estruturais (concentrado/adquire grandes volumes, relação compra/custo é alta, tem pouco custos de mudança, tem baixa rentabilidade, qualidade do insumo é irrelevante, bem informado sobre a indústria)

Qual a distribuição geográfica das vendas? Qual o grau de concentração dos clientes?

Quais as possibilidades e os custos de diversificar?

Como é avaliada a satisfação dos consumidores?

Fornecedores

Como está o atual leque de fornecedores em relação à concentração da vendas, importância do cliente, importância do produto para o fornecedor, etc)

Existem boas alianças com fornecedores?

Qual o poder de negociação?

Fatores estruturais (concentrado em poucas firmas, não tem produto substituto, cliente é irrelevante, fornece um insumo importante, produtos diferenciados, custos de mudanças altos, ameaça de integração a montante)

Fatores Financeiros e Comerciais.

Financeiros

Histórico das demonstrações financeiras

Demonstração do fluxo de caixa

Análise vertical e horizontal

Principais índices financeiros (ROA/ROE/Líquidez, endividamento etc)

Situação das contas a pagar e a receber

Existência de dívidas vencidas (impostos, fornecedores e bancos)

Contrato de empréstimos e financiamento de curto e longo prazo: situação de garantias reais, condições das operações em termos de prazo e encargos, forma de gerenciamento dos contratos.

Elabora orçamento empresarial? Há objetivos definidos em termos de crescimento, produtividade e resultados?

Quais os objetivos e estratégias básicas da empresa com respeito a investimentos, financiamentos?

Qual a evolução quantitativa anual das vendas nos últimos anos? Meses? Há sazonalidade?

Qual a situação da contabilidade? É mantida em dia ou em atraso? É mecanizada ou informatizada? É realizada por empregados da empresa ou terceirizada?

É tomadora de recursos de curto prazo no mercado financeiro?

Trabalha com empréstimos bancários? Como são gerenciados os contratos? Qual a taxa de juros comumente paga no longo e curto prazo?

Participa acionariamente em outras empresas?

Comerciais

Quais os principais canais de comercialização?

Participação relativa de cada canal de comercialização? (vendas diretas, representantes, atacadistas, varejistas)

Como a empresa controla a eficiência da distribuição de seus produtos? (prazo de entrega. Número de reclamações, aumento nas vendas etc)

Quais as margens de comercialização em cada etapa?

Como é feito o controle das vendas? Quais os meios de controle utilizados?

Quais os objetivos dos controles das vendas para a empresa?

Quais os prazos médios de venda e de recebimento?

Quais as proporções das vendas à vista e a prazo?

Como evoluíram os índices de defeito e de devolução?

Quais os índices de atraso e inadimplência ?

Qual a relação entre qualidade, defeitos, devoluções e preços obtidos?

Formação de preços de venda - fatores determinantes dos preços

Como são fixados os preços?

Quem elabora e como é elaborada a tabela de preços?

Quando é reajustada?

Como são cotados os preços em termos de embalagens, fretes e impostos?

Quais os elementos componentes do custo de distribuição (transporte, embalagem, impostos, seguros etc)

Há algum critério utilizado pela empresa na redução dos custos de distribuição? A empresa controla os custos de distribuição?

Fatores Operacionais

Quais os objetivos e estratégias básicas da empresa com respeito a produção?

O produto fabricado é sujeito a regulamentos governamentais?

Quais os tratamentos tributários a que estão sujeitas as linhas de produto?

A demanda é estável ou há possibilidade de especulação com estoques?

especificação técnica do produto ou das linhas de produto

Determinação dos estoques estratégicos a serem mantidos

A empresa terceiriza algum tipo de atividade?

Quais os efeitos do comércio exterior sobre insumos e mercados da empresa?

A atividade da empresa sujeita-se a algum risco em particular?

Opera com moedas estrangeiras?

Possui certificação ISO 9000

Qual a evolução quantitativa anual da produção nos últimos anos? Meses? Há sazonalidade?

Qualidade e gerenciamento da produção

Descrição , localização, tamanho das plantas, centros de serviços e depósitos

Capacidade e recursos ociosos

Condição dos equipamentos, seguros, programas e custo de manutenção

Índice de produtividade e idade média

Há planos de manutenção preventiva? Quando e como são executados?

Quadro de depreciação (método de depreciação que está sendo seguido; taxas aplicáveis para as várias categorias das plantas; existência de bens totalmente depreciados ainda em serviço)

Idade e sofisticação do equipamento, prática de reposição e atuais necessidades

Qual o grau de atualização tecnológica dos equipamentos? Como são as condições de acesso em relação à modernização?

Planos de expansão e requerimentos das instalações para novos negócios e produtos

Existência de hipotecas, alienação e outros gravames sobre os bens de capital.

APÉNDICE

Apêndice 1: Critério de Análise e Classificação

Variáveis	Critérios de Análise e Classificação				
Fatores Sistemáticos					
Condições Político-Econômicas	Muito Instável	Instável	Razoável	Boa	Excelente
Crescimento do Setor	Muito Baixa	Baixa	Média	Alta	Muito Alta
Fatores Financeiros					
Nível de Endividamento	Muito Alto	Alto	Intermediário	Baixo	Muito Baixo
Liquidez	Muito Baixa	Baixa	Média	Alta	Muito Alta
Variação nas Vendas e Lucros	Muito Alta	Alta	Intermediária	Baixa	Muito Baixa
Fatores Administrativos					
Estilo de Gestão	Muito Centralizador	Centralizador	Intermediário	Democrático	Participativo
SI	Ausente	Pouco Funcional	Adequado	Bom	Muito Bom
Estrutura Organizacional	Burocrática	Tradicional	Pouco Funcional	Boa	Muito Boa
Fatores Estratégicos					
Produtos	Facilmente Substituível	Pouco Substituível	Pouco Diferenciado	Diferenciado	Muito Diferenciado
Estabelecimento de Planos Estratégicos	Muito Deficiente	Deficiente	Funcional	Bom	Excelente
Concorrentes	Muitos e Fortes	Poucos e Fortes	Normais	Muitos e Fracos	Poucos e Fracos
Clientes	Pouco Concentrada	Algumas e Concentrada	Satisfatória	Diversificada	Várias e Diversificada
Fornecedores	Poucos e Distantes	Alguns e Distantes	Satisfatório	Abundantes	Vários e Próximos
Fatores de Recursos Humanos					
Investimento em RH	Ausente	Fraco	Adequado	Bom	Excelente
Capital Intelectual	Escasso	Pouco	Adequado	Bom	Excelente
Turn Over	Muito Alto	Alto	Médio	Baixo	Muito Baixo
Política de RH	Ausente	Pouco Funcional	Adequada	Boa	Excelente
Fatores Operacionais					
Custos Operacionais	Muito Alto	Alto	Intermediário	Baixo	Muito Baixo
Estágio Tecnológico	Muito Obsoleto	Obsoleto	Adequado	Elevado	Muito Elevado
Capacidade Produtiva	Muito Baixa	Baixa	Média	Alta	Muito Alta
Gerenciamento da Produção	Muito Precária	Precária	Razoável	Alta	Muito Alta
Nível de Risco	Muito Alto	Alto	Médio	Baixo	Muito Baixo
Prêmio de Risco Associado	30%	21%	14%	9%	6%