

# ESTRATÉGIAS DE FINANCIAMENTO DO ATIVO ECONÔMICO SOB OS AUSPÍCIOS DO BINÔMIO RISCO-RETORNO

Antônio Dias Pereira Filho  
Mestre em Administração pelo CEPEAD/UFMG  
Professor e Pesquisador do NUF/CAD/FACE/UFMG

*O presente trabalho  
tem por objetivo apresentar e discutir  
as principais estratégias de financiamento  
da atividade empresarial  
sob a ótica da relação risco-retorno.  
Dentro desta perspectiva,  
procura-se, inicialmente,  
discutir as principais abordagens inerentes  
à estratégia empresarial,  
para, em seguida,  
apresentar e avaliar as diferentes estratégias  
de financiamento adotadas pelas empresas  
para o financiamento de seu ativo econômico,  
bem como suas conseqüências  
em termos de risco e retorno.*

## 1 ESTRATÉGIAS EMPRESARIAIS

A questão da estratégia e sua utilização no contexto da dinâmica organizacional vem sendo largamente estudada por diversos autores ao longo dos tempos. A esse respeito, destaca-se a obra de Hax & Majluf (1996), na qual os referidos autores sistematizam, de forma bastante elucidativa, as diversas dimensões características do estudo da estratégia empresarial, as quais se apresentam a seguir.

Segundo Hax & Majluf (1996, p. 20), as diferentes dimensões críticas inerentes ao campo da estratégia podem ser assim sistematizadas:

- a) a estratégia como um modelo que dá coerência, unidade e integridade às decisões da empresa. Ou seja, uma força de importância capaz de proporcionar um desenho global e integrativo para a totalidade da organização. Seus principais proponentes são William F. Glueck e Henry Mintzberg;
- b) a estratégia como um meio para estabelecer o propósito organizacional em termos de seus objetivos a longo prazo, programas de ação e prioridades na destinação de recursos. Segundo os autores, o proponente mais expressivo desta definição estratégica é Alfred D. Chandler, em

sua clássica obra *Strategy and Structure: Chapters in the History of American Industrial Enterprise*, cujo tema central consiste em analisar a condição necessária para “criar um ambiente administrativo em que possa ser mantido um equilíbrio apropriado em termos de atenção a nível executivo, como bem destaca Ansoff (1977, p. 9);

- c) a estratégia como uma definição do domínio competitivo da firma.” Os principais expoentes desta dimensão estratégica são Edmund P. Learned, C. Roland Christensen, Kenneth R. Andrews e William D. Guth;
- d) a estratégia como uma reação diante das ameaças e oportunidades externas, e debilidades e forças internas, a fim de obter uma vantagem competitiva. Destacam-se nesta dimensão os estudos desenvolvidos por Michael E. Porter. Neste caso, a alternativa estratégica resultante consiste em equacionar as oportunidades identificadas à capacidade corporativa a partir de um nível aceitável de risco, o que se denomina de estratégia econômica, como bem evidencia Andrews (1978);
- e) a estratégia como um canal para diferenciar as tarefas de gestão nos níveis funcionais, de negócios e corporativos. Os três níveis de estratégia têm sido reconhecidos por muitos autores neste campo de estudo, principalmente: Kenneth R. Andrews, H. Igor Ansoff e George A. Steiner e John B. Miner. Richard F. Vancil e Peter Lorange foram os que primeiro propuseram um processo de planejamento formal para descrever as inter-relações entre os três níveis de gestão. Já no que se refere ao desenvolvimento de uma metodologia completa para facilitar a formulação disciplinada de estratégias a nível funcional, de negócios e corporativo, destacam-se os trabalhos desenvolvidos por Arnoldo C. Hax e Nicolás S. Majluf;

- f) a estratégia como definição da contribuição econômica e não-econômica que a empresa pretende dar a seus *stakeholders*<sup>1</sup> (aqueles que direta ou indiretamente usufruem dos benefícios da atividade empresarial”. Esta dimensão considera a estratégia como meio de estabelecer contratos sociais, o que atinge objetivos mais amplos que a simples maximização da riqueza dos proprietários ou acionistas.

Cabe ressaltar ainda que, segundo Andrews (1978, p. 69), os quatro componentes da estratégia na arte de reconciliar suas implicações na seleção final do objetivo empresarial almejado pela administração são:

*“oportunidades do mercado; recursos e competências corporativas; valores e aspirações pessoais e; reconhecimento das obrigações devidas aos acionistas, e a outros setores da sociedade.”*

A partir da dimensão apresentada na letra “e” anterior, a qual evidencia a estratégia como um canal para diferenciar as tarefas de gestão nos níveis funcionais, de negócios e corporativos, pode-se identificar e caracterizar as estratégias financeiras neste contexto, uma vez que estas se constituem, segundo Hax & Majluf (1996, p. 346), numa das seis principais áreas para a análise funcional estratégica a saber:

*“estratégia financeira; estratégia de recursos humanos, estratégia tecnológica; estratégia de aquisições; estratégia de fabricação e estratégia de marketing”.*

Ainda segundo os referidos autores, para a definição da estratégia funcional é preciso considerar os aspectos inerentes às estratégias corporativas e de negócios, as quais exercem influências significativas sobre sua forma de elaboração e implementação. Ou seja, com a estratégia corporativa tem-se a definição e o estabelecimento dos objetivos básicos a serem atendidos pela estratégia funcional, bem como a especificação de metas e campo de aplicação da mesma, evidenciados a

1 Dentre os *stakeholders* destacam-se: acionistas, empregados, gerentes, clientes, fornecedores, credores, comunidades, governo, etc.

partir da declaração de missão da empresa e, em específico, o que se refere às maneiras centrais de competir. Já com a estratégia de negócios, tem-se o estabelecimento de programas de ação com vistas a assegurar uma vantagem sustentável no longo prazo.

Assim sendo, pode-se dizer que as estratégias funcionais, dentre as quais destacam-se as financeiras, correspondem a programas de ação específicos de forma a obter a concretização das exigências do conjunto de negócios da empresa. Ou seja, é a maneira como a empresa, reagindo ao seu meio ambiente, emprega seus recursos principais e dirige seus maiores esforços à consecução de seu propósito.

Dentro desta perspectiva, cabe ressaltar que a **estratégia financeira** ou **política financeira**<sup>2</sup>, envolve toda a empresa para a implementação de suas ações, e apresenta, segundo Hax & Majluf (1996), a característica marcante de função centralizadora, basicamente em decorrência de o processo de obtenção e alocação de recursos depender da perspectiva global da empresa.

A partir dessas características gerais, Bierman Jr. (1980) e Brealey & Myers citados por Hax & Majluf (1996), destacam que as principais categorias de decisões estratégicas vinculadas a finanças, no contexto das organizações, são as seguintes:

- a) inteligência financeira;
- b) orçamento de capital;
- c) fusões, aquisições e liquidação ou venda;
- d) gestão do patrimônio líquido e política de dividendos;
- e) financiamento de dívida a longo prazo;
- f) gestão do capital de giro;
- g) gestão do fundo de pensões;
- h) gestão tributária;
- i) gestão do risco;
- j) gestão da relação com a comunidade financeira;

- k) organização e infra-estrutura adequada à gestão financeira.

É preciso destacar ainda que, a estratégia financeira, guardadas as devidas proporções, “não é mais do que uma extensão da concepção tradicional centrada sobre o financiamento”, como bem expressa Neves (1989, p. 15). Assim sendo, a função financeira, e suas conseqüentes ações estratégicas, é aquela que se encarrega do processo de obtenção dos recursos monetários e formulação de estratégias voltadas para a otimização do uso desses recursos, sob os auspícios do binômio risco-retorno e da perspectiva de continuidade do empreendimento.

## 2 ESTRATÉGIAS DE FINANCIAMENTO

As abordagens quanto ao financiamento das atividades empresariais são variadas, e cada qual apresenta uma adequação satisfatória entre as fontes e as aplicações de recursos pelas empresas, com vistas ao atingimento de uma situação de equilíbrio financeiro.

Sob a concepção da análise tradicional, o equilíbrio financeiro é pautado no capital circulante líquido (CCL), o qual, quando positivo, demonstra estar a empresa equilibrada financeiramente e, quando negativo, evidencia uma “inadequação financeira” (situação de desequilíbrio), resultante da utilização de recursos de curto prazo no financiamento de investimentos permanentes.

Pela ótica da análise moderna ou funcional, a noção de equilíbrio financeiro fundamenta-se basicamente no saldo de tesouraria (T). Assim, quando esse for positivo, pode-se dizer que a empresa encontra-se em situação de equilíbrio financeiro e, quando negativo, em situação de desequilíbrio financeiro.

Na verdade, como se pode perceber, o equilíbrio financeiro é abordado, de maneira semelhante e “simplista”, por ambas as análises, diferenciando-se basicamente na variável utilizada para sua evidenciação.

2 Segundo Melo (1994a) é comum a utilização dos termos estratégia e política financeira com vistas a traduzir uma ação que foi ou que será executada a partir de condições pré-definidas. Para maiores detalhes a respeito, o referido autor sugere consultar a seguinte obra: *Gestion Stratégique e politiques de L'Organisation*, coordenada por Alain Beaufile e Jean M. Guiot.

A esse respeito, cabe destacar o posicionamento de Neves (1989, p. 144), segundo o qual para que a análise funcional seja um adequado instrumento de avaliação da situação financeira de uma empresa, torna-se necessário considerar os seguintes aspectos adicionais:

- a) *“o princípio do equilíbrio financeiro não se verifica com uma tesouraria líquida positiva, mas, pelo contrário, com uma tesouraria líquida negativa ou nula;*
- b) *a estratégia de financiamento não deve ter em vista o cumprimento do princípio do equilíbrio financeiro mas assumir-se de acordo com a estratégia da empresa e os objetivos globais que se pretendam atingir”.* (grifo nosso).

Com isso, o referido autor pretende, num primeiro momento, chamar a atenção para o fato de que um saldo de tesouraria positivo pode revelar a existência de recursos ociosos no curto prazo, os quais se referem à parte dos recursos de longo prazo que foram disponibilizados pela empresa. Já um saldo de tesouraria negativo ou nulo demonstra, normalmente, a utilização de recursos de curto prazo para fazer face às variações do nível de atividade, o que é adequado sob a ótica do equilíbrio financeiro. Entretanto, pode também refletir uma situação de desequilíbrio financeiro quando estiver sendo utilizado para bancar investimentos em ativos permanentes.

Da mesma forma, é bastante pertinente a observação do referido autor quanto à adequação da estratégia de financiamento à estratégia global do empreendimento, uma vez que aquela envolve toda a empresa para a implementação de suas ações com vistas ao atingimento dos objetivos estabelecidos pela Administração.

Além dos aspectos inerentes ao equilíbrio financeiro, a identificação de estratégias de financiamento requer, ainda, a consideração acerca do *trade-off* entre risco e retorno, o qual se constitui, juntamente com outros aspectos de ordem conjuntural e da própria gestão da empresa, nos principais direcionadores das decisões inerentes ao financiamento da atividade empresarial.

## 2.1 Implicações de risco e retorno

Diante de condições ideais ao exercício da atividade empresarial, com possibilidade de obter previsões seguras acerca das variáveis envolvidas, uma empresa poderia manter “exatamente” a quantidade planejada de disponível para fazer face aos pagamentos no momento próprio, podendo também manter “exatamente” a quantidade de estoques exigida para atender à demanda, além do que poderia manter o nível dos recebíveis em um patamar condizente a uma política ótima de crédito, bem como não manter aplicações de mercado de curto prazo, a menos que suas taxas de retorno fossem maiores do que o custo do capital. Entretanto, diante da incerteza e risco associados ao exercício da atividade empresarial, urge a necessidade de desenvolvimento e implementação de estratégias envolvendo aspectos de investimento e financiamento em relação a tais itens.

A esse respeito, Walker citado por Smith (1980), aponta duas categorias de risco que devem ser consideradas, quais sejam o risco operacional e o risco financeiro.

O risco operacional ou do negócio é aquele que, dependendo do tipo de atividade desenvolvida pela empresa, envolve considerações de ordem mercadológica e do contexto concorrencial, aspectos esses determinantes da quantidade de recursos necessária à manutenção do giro das atividades. Assim, pode-se dizer que, quanto maiores os ciclos operacional e financeiro, maior é o risco do negócio associado, uma vez que se amplia a probabilidade de a empresa não conseguir cobrir os gastos decorrentes.

Já o risco financeiro é inerente à fonte de capital, ou seja, é aquele que se refere ao tipo de capital a ser utilizado para a composição da estrutura financeira, incorporando incertezas e a probabilidade de atendimento às suas necessidades operacionais, com vistas a determinar assim o *mix* adequado de capital próprio e de terceiros a utilizar. Desse modo, quanto maior a utilização de capitais de terceiros, maior é o risco financeiro envolvido, pois a empresa incorre em maior volume de encargos financeiros e, daí, maior a probabilidade de não conseguir cobri-los.

Além destes aspectos, cabe ressaltar que o *trade-off* entre risco e retorno pode ser definido à

luz dos seguintes pressupostos básicos, conforme Gitman (1997):

- a) empresa tipo industrial;
- b) maior capacidade de geração de lucros a partir de investimentos no ativo permanente;
- c) os recursos de curto prazo são menos onerosos do que os de longo prazo.

Com relação ao item c anterior, cabe ressaltar que o referido comportamento dos custos dos recursos refere-se a padrões característicos de uma economia estável. Assim sendo, segundo Assaf Neto & Silva (1995, p. 66), em termos de consistência econômica, os recursos de longo prazo

*“...são estruturalmente mais onerosos ao tomador que os de curto prazo, em razão, fundamentalmente, de menor capacidade de previsão, por parte do prestador [...], e do maior risco proveniente das flutuações da taxa de juros.”*

Entretanto, no caso específico do Brasil, pode-se dizer que tal comportamento não se verifica, na maioria das vezes, devido aos aspectos macroeconômicos característicos da economia nacional. Dentre esses aspectos, Martins & Assaf Neto (1985) destacam a escassez de recursos, o subsídio ao crédito a longo prazo e a reciprocidade exigida pelos bancos em suas operações de curto prazo. A estes, associa-se ainda o fato de a taxa de juros ser utilizada como instrumento de política monetária.

À luz destes pressupostos básicos, estabelecidos pela teoria financeira, pode-se dizer que a administração financeira de uma empresa aumenta o lucro à medida que reduz a capacidade de solvência (liquidez), conforme considerações a seguir.

No que se refere à estrutura de ativos, quanto maior a proporção de ativos de curto prazo em relação aos ativos totais, menor a expectativa de retorno da empresa, bem como menor é o risco de insolvência técnica, ou seja, de a mesma não conseguir saldar suas dívidas no vencimento. Por outro lado, quanto menor a proporção de investimentos em ativos de curto prazo, maior a expecta-

tativa de retorno e maior o risco de insolvência técnica.

Já no tocante à estrutura de passivos, quanto maior a proporção de passivos de curto prazo utilizada no financiamento dos ativos, maior o risco de insolvência técnica, bem como maior a expectativa de retorno. Por outro lado, quanto menor a proporção de passivos de curto prazo no financiamento dos ativos, menor o risco de insolvência e menor a expectativa de retorno.

Assim sendo, as estratégias de financiamento das empresas, à luz do equilíbrio financeiro e da dualidade risco-retorno, podem ser identificadas como no item a seguir.

## 2.2 Tipificação das estratégias de financiamento

Antes de iniciar a identificação e discussão das estratégias de financiamento dos investimentos necessários à implementação das atividades empresariais, faz-se necessária uma sistematização e caracterização do conjunto de variáveis a ser utilizado para tal fim.

As variáveis utilizadas são as representativas do modelo dinâmico de gestão financeira de empresas (*Modelo Fleuriet*), conforme a estrutura do balanço funcional apresentada abaixo:

NCG	T
AP	ELP PL

Ao conjunto de investimentos necessários ao desenvolvimento das atividades operacionais de uma empresa, representados pelas variáveis necessidade de capital de giro (NCG) e ativo permanente (AP), denomina-se **ativo econômico** (AE). Quanto à natureza desses investimentos, cabe ressaltar que a NCG pode ser classificada em permanente e variável, referindo-se aos investimentos mínimos necessários, bem como àqueles que decorrem de variações no nível de vendas e/ou no ciclo financeiro. Já os ativos permanentes, como o próprio nome diz, referem-se a investimentos de natureza nitidamente de longo prazo de maturação.

Na perspectiva do equilíbrio financeiro, os investimentos em NCG permanente e ativo permanente devem ser financiados por passivos de igual prazo de maturação, ou seja, de longo prazo,

ou pelos chamados recursos estáveis, quais sejam o exigível de longo prazo (ELP) e o patrimônio líquido (PL). Já a NCG variável pode ser adequadamente financiada por passivos de curto prazo (tesouraria passiva).

Abaixo apresenta-se uma situação característica do comportamento e equilíbrio no financiamento dos ativos de uma empresa à luz das variáveis supramencionadas (FIG. 1).

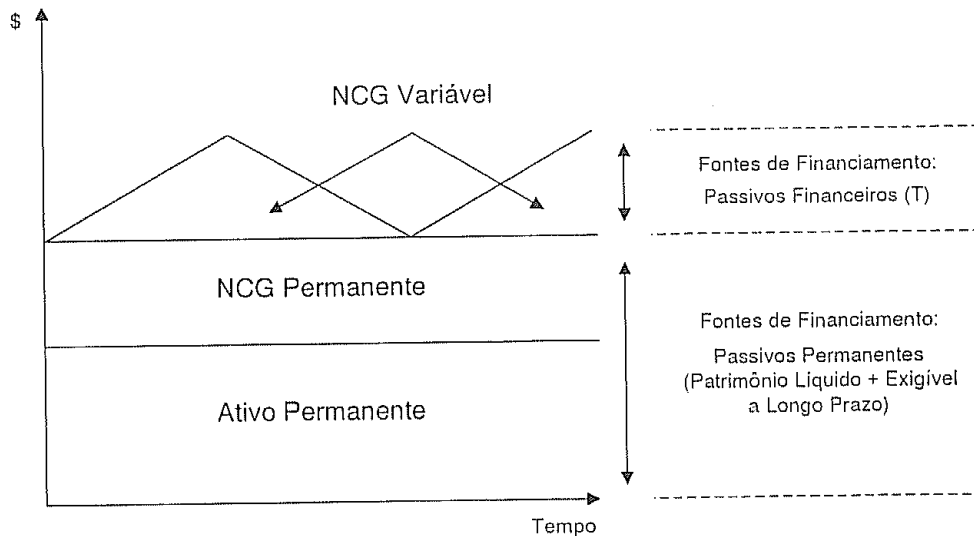


FIGURA 1 – Flutuações e financiamento dos ativos.

FONTE: Assaf Neto & Silva, 1995, p. 62.

A partir desta estrutura básica de equilíbrio financeiro, são identificadas e caracterizadas, no item a seguir, as estratégias de financiamento normalmente utilizadas pelas empresas.

#### a) Estratégia ortodoxa

Segundo Neves (1989, p. 146) a estratégia ortodoxa considera

*“o princípio tradicional de que o ativo econômico de caráter permanente<sup>3</sup> deve ser financiado pelos capitais permanentes, enquanto os ativos temporários devem ser financiados com capitais de curto prazo.”*

Trata-se de uma estratégia que prima pela adequação entre as modalidades de investimento e as alternativas de financiamento. É também

conhecida como estratégia do equilíbrio financeiro tradicional.

Diante desta estratégia, o saldo de tesouraria será nulo no momento de baixa do ciclo de exploração, e negativo na fase alta, ou seja, T será menor ou igual a zero.

À luz da perspectiva desta estratégia, Neves (1989, p. 147) chama a atenção para o fato de que “a exigência de tesouraria líquida positiva, ditada pela análise do balanço funcional, não condiz com o princípio do equilíbrio financeiro.” Ou seja, uma empresa pode estar com saldo de tesouraria negativo e ainda assim estar equilibrada financeiramente, bastando para isso que o balanço funcional esteja refletindo a fase alta da sazonalidade. A estratégia ortodoxa pode ser ilustrada como na FIG. 2.

#### b) Estratégia defensiva

A estratégia financeira defensiva tem por objetivo a minimização do risco, mediante financiamento de parte das necessidades de capital de giro variáveis com capitais permanentes. Assim, no âmbito desta estratégia os capitais permanentes superam o ativo econômico permanente (NCG permanente e AP), resultando, assim, em períodos de *superávit* ( $T > 0$ ), bem como de *déficit* ( $T < 0$ ) de tesouraria.

Desse modo, ao administrador financeiro cabe a tarefa de procurar identificar oportunidades de aplicação para os excessos de tesouraria, bem como minimizar o custo do capital alheio nos períodos de *déficit*, com vistas a maximizar a rentabilidade do empreendimento.

A referida estratégia pode ser melhor visualizada pela FIG. 3.

3 Ativo econômico permanente = NCG permanente + ativo permanente. Ativo econômico = NCG (permanente e variável) + ativo permanente.

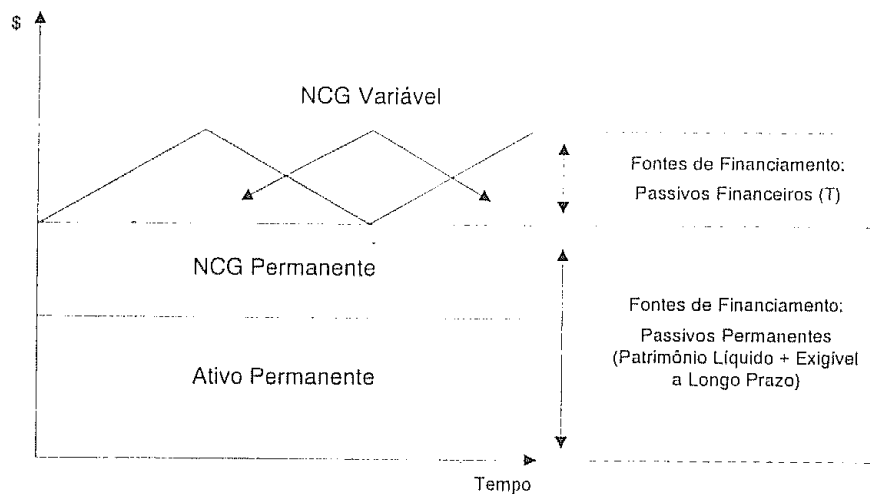


FIGURA 2 – Estrutura financeira ortodoxa.

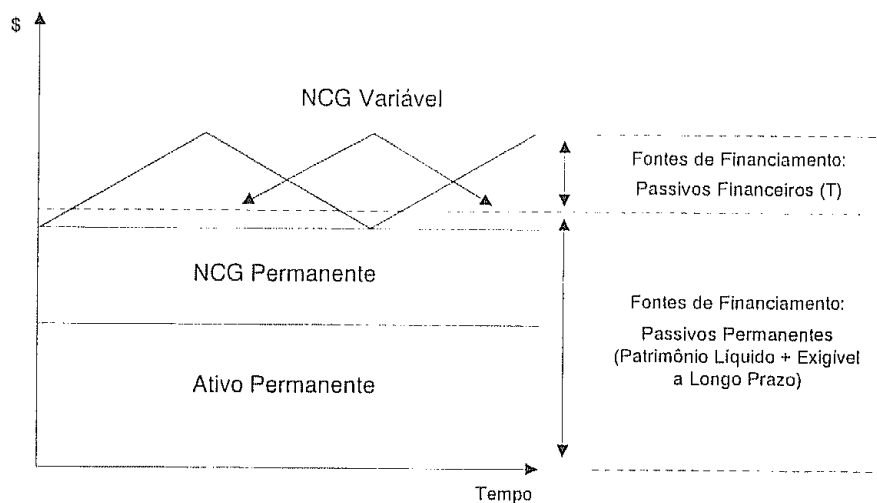


FIGURA 3 – Estrutura financeira defensiva.

## c) Estratégia agressiva

Segundo Neves (1989, p. 148), a estratégia agressiva

*“conduz a que parte dos ativos econômicos permanentes sejam financiados por endividamento líquido a curto prazo, garantindo-se no mínimo o financiamento do ativo fixo com capital permanente.”*

Assim sendo, nesta estratégia, o saldo de tesouraria será continuamente negativo ( $T < 0$ ), mas os recursos de longo prazo apresentam-se como suficientes para financiar o ativo permanente. Tal estratégia reflete uma posição não conservadora e altamente agressiva, estando a empresa sujeita a problemas potenciais de não renovação de empréstimos.

Enfim, trata-se de uma estratégia que busca aumentar a rentabilidade, mediante maior utilização de passivos menos onerosos (curto prazo), sacrificando a capacidade de solvência (liquidez) da empresa. A FIG. 4 ilustra a estratégia agressiva.

## d) Estratégia arriscada

Na estratégia arriscada, como o próprio nome diz, a empresa encontra-se em uma situação financeira delicada, uma vez que os capitais permanentes apresentam-se como insuficientes para financiar os ativos permanentes, implicando, assim, na utilização de recursos de curto prazo para o financiamento de investimentos de longo prazo. O saldo de tesouraria apresenta-se constantemente negativo.

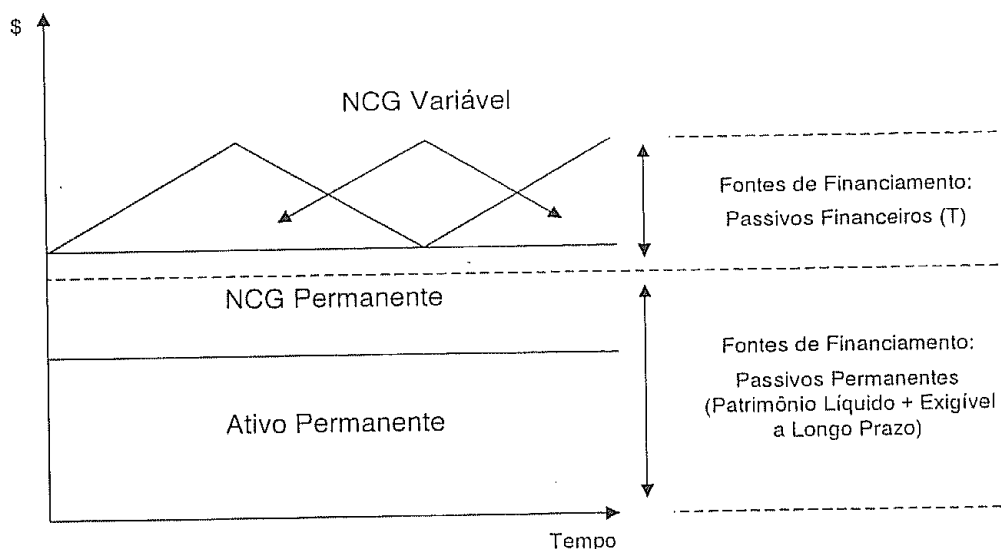


FIGURA 4 – Estrutura financeira agressiva.

Trata-se de uma estratégia que prioriza a rentabilidade em detrimento do risco, mediante a utilização intensiva de recursos de curto prazo (tesouraria), os quais são menos onerosos.

Reflete uma situação que tende a gerar enormes problemas financeiros em decorrência de limitação na oferta de dinheiro no mercado financeiro, do poder de barganha da empresa, dentre outros. A FIG. 5 ilustra a estratégia arriscada.

A escolha de uma ou outra estratégia de financiamento por parte de uma empresa associa-se, dentre outras coisas, às características da conjuntura econômica e do seu setor de atuação, aos objetivos globais estabelecidos por sua Administração, ao seu poder de barganha junto ao mercado fornecedor de recursos, bem como do posicionamento de seus gestores frente a diferentes níveis de risco e retorno.

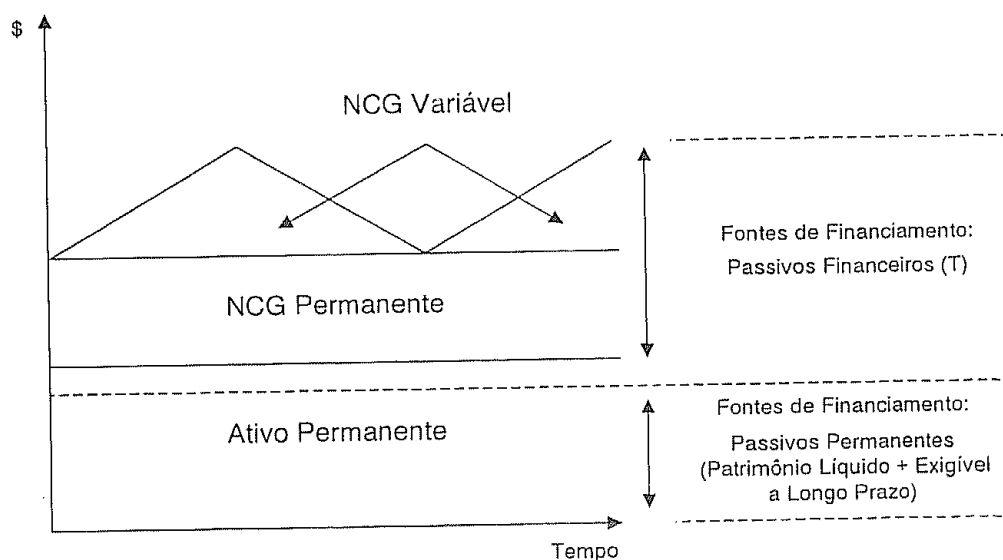


FIGURA 5 – Estrutura financeira arriscada.



### 3 O FINANCIAMENTO DAS ATIVIDADES EMPRESARIAIS

É sabido que a definição da estrutura de financiamento se dá pelas formas classicamente conhecidas como recursos próprios e recursos de terceiros, os quais constituem a estrutura financeira de uma empresa, ou seja, o conjunto de recursos utilizados para bancar o desenvolvimento de suas atividades.

Os recursos de terceiros são aqueles que chegam à empresa através das diversas modalidades de endividamento, as quais apresentam um prazo determinado para exigibilidade (curto ou longo), bem como um custo (explícito ou implícito) relativo à sua utilização. Dentre as principais fontes de recursos de terceiros, destacam-se os Fornecedores, os Impostos e Obrigações Sociais e as Contas a Pagar, como créditos de funcionamento, e os Empréstimos Bancários, as Duplicatas Descontadas e as Debêntures, como créditos de financiamento.

Os recursos próprios representam os fundos aplicados pelos proprietários na empresa, bem como aqueles gerados pelas próprias operações sociais, ou seja, o autofinanciamento. Tratam-se de recursos que não têm um prazo definido para reembolso, sendo, portanto, por prazo indeterminado. Quanto ao item custo, pode-se dizer que, segundo a teoria financeira, os recursos próprios são mais onerosos que os de terceiros, basicamente em função dos elementos risco e benefício fiscal.

No âmbito dos recursos próprios, faz-se necessário distingui-los entre os recursos próprios de origem externa e os recursos próprios de origem interna. Os primeiros são provenientes da emissão de novas ações. Estes fundos, ao entrarem na empresa, são contabilizados como recursos próprios. No segundo grupo tem-se os recursos gerados pelas próprias atividades da empresa, constituindo-se de parcela da depreciação e da amortização e dos lucros não distribuídos no exercício, o que se denomina de autofinanciamento. Desse modo, tem-se que:

A definição quanto ao uso dessas diversas fontes de recursos deve se constituir na estratégia de financiamento da empresa. Neste sentido, cabe ressaltar que no Brasil, segundo Melo (1994b, p. 145), "a definição da melhor estrutura de finan-

ciamento, especialmente no que se refere às fontes de longo prazo, é particularmente complexa", diante da insuficiência de recursos, a custos adequados, para o financiamento das atividades empresariais. Entretanto, a não existência de estratégias explícitas não exclui a possibilidade de que, implicitamente, as empresas utilizem privilegiadamente determinada fonte de fundos para financiar suas atividades, como bem acentua o referido autor.

Além destes aspectos, Melo (1994b) destaca a dificuldade do mercado financeiro em atender às necessidades de fundos de longo prazo das empresas, além dos limites da capacidade de endividamento, aliada à incapacidade do mercado de capitais em suprir as empresas com capital próprio. Tal fato, aliado a outros como as próprias características de concentração da renda do país, leva a pressupor que o autofinanciamento vem se constituindo na principal fonte de financiamento das empresas brasileiras<sup>4</sup>.

Com relação ao autofinanciamento, Melo (1994a, p. 10) identifica-o como "a fonte de fundos mais independente em relação às demais alternativas de obtenção de recursos." O referido autor destaca ainda que seu custo refere-se ao custo de oportunidade para os proprietários e seu uso é automático, não exigindo procedimentos burocráticos para sua disponibilização como fonte de recursos.

Fleuriet & Kehdy & Blanc (1978, p. 25) atribuem uma importância enorme a tal fonte de financiamento, ao considerá-la como o próprio "motor da empresa". Para eles, o autofinanciamento representa o montante de recursos gerados pelas operações empresariais e que são conservados para fins de utilização como fonte interna de financiamento, sendo sua mensuração decorrente basicamente do lucro líquido retido do exercício adicionado ao saldo de depreciações e amortizações.

Pela Demonstração de origens e aplicações de recursos, basta tomar o lucro líquido ajustado ou recursos provenientes das operações sociais (RPOS) e dele retirar o valor referente aos dividendos distribuídos. A diferença representa o autofinanciamento. Esta forma de mensuração pode ser encontrada em Marques & Braga (1995).

4 Para maiores detalhes sobre o autofinanciamento e sua utilização no financiamento das atividades empresariais, ver Melo (1994a).

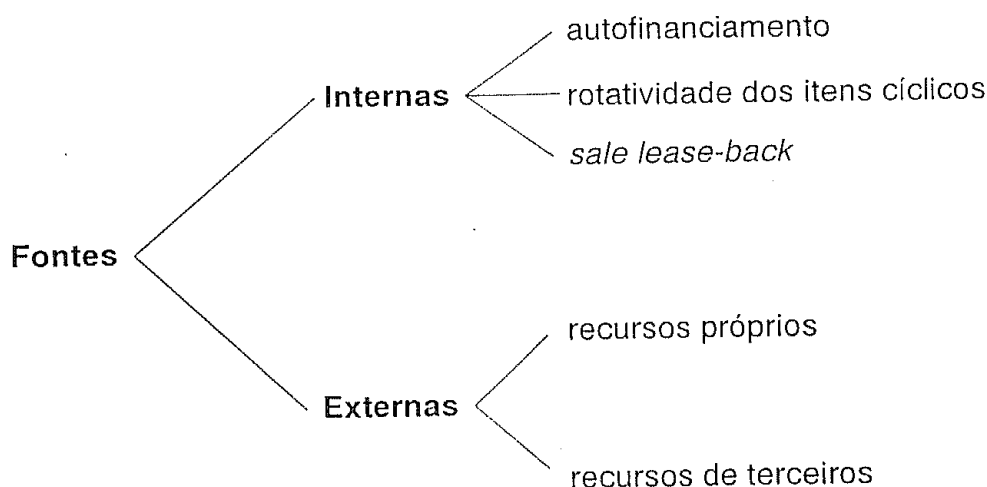


FIGURA 6 – Estrutura das fontes de financiamento.

Recursos Provenientes Operações Sociais
(-) Dividendos Distribuídos
= Autofinanciamento

Por fim, cabe destacar que para Brasil & Brasil (1993, p. 11) o autofinanciamento é considerado como “a principal fonte de crescimento do Capital de Giro (CDG), ao ser incorporado ao Patrimônio Líquido” da empresa.

Assim sendo, as principais decisões inerentes à definição de fontes e aplicações de recursos no âmbito das empresas podem ser sistematizadas no Quadro 1 de origens e aplicações de recursos.

#### 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O processo de identificação e implementação de estratégia é bastante complexo no ambiente empresarial, uma vez que são inúmeras as variáveis envolvidas, inclusive as não controláveis pelo administrador.

Com relação às estratégias de financiamento das atividades empresariais, cabe ao administrador financeiro avaliar seus impactos sobre a liquidez e a rentabilidade, procurando adotar aquela que mais se adequar às condições da empresa e de seu ambiente de atuação. Ou seja, dependendo da situação conjuntural de determinado momento as estratégias podem ser simples-

mente descartadas, adotando a empresa uma posição mais de conveniência do que estratégica. Tal fato pode ser evidenciado, por exemplo, pelas elevadas taxas de juros praticadas pelo governo brasileiro como instrumento de política monetária, o que dificulta sobremaneira o financiamento e o bom andamento da atividade empresarial. Os efeitos dessa prática são sempre muito bem percebidos e sentidos pela população brasileira.

Quadro 1

#### ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS

APLICAÇÕES	ORIGENS
Operações de Investimentos	Operações Financeiras:
Distribuição de Dividendos	– Venda de Imobilizado
Reembolso de Empréstimos de Longo Prazo	– ELP
Variação do Capital de Giro ( $\Delta$ CDG)	– $\Delta$ Capital em Dinheiro
	– Emissão de Debêntures
	– Emissão de Novas Ações
	– Créditos de Fornecedores Equipamentos
	– Autofinanciamento

FONTE: Brasil & Brasil, 1993, p. 50.

Dentro desta perspectiva, adotar uma estratégia ortodoxa ou arriscada, por exemplo, vai depender da configuração de inúmeras variáveis, dentre as quais destacam-se as condições internas da empresa e de seu meio ambiente de atuação (conjuntura econômico-político-social). Além disso, é preciso atentar ainda para a oferta de recursos pelo mercado financeiro, o qual nem sempre consegue disponibilizar a contento recursos adequados para o investimento e o desenvolvimento das atividades empresariais, haja vista a escassez de recursos de longo prazo. Por isso, muitas vezes as empresas, quando possível, priorizam a utilização do autofinanciamento como principal fonte de recursos em sua estrutura de capital.

## 5 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANDREWS, K. *El concepto de la estrategia de la empresa*. Pamplona: EUSA, 1978.
- ANSOFF, I. H. *Estratégia empresarial*. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1977.
- ASSAF NETO, A.; SILVA, C. A. T. *Administração do capital de giro*. São Paulo: Atlas, 1995.
- BIERMAN JR., H. *Strategic financial planning*. New York: The Free Press, 1980.
- BRAGA, Roberto. Análise avançada do capital de giro. *Caderno de Estudos, FIEPECAFI*, São Paulo, n. 3, p. 1-34, set. 1991.
- BRASIL, H. V.; BRASIL, H. G. *Gestão financeira das empresas: um enfoque dinâmico*. 2.ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1993.
- , FLEURIET, M. *O planejamento financeiro das pequenas e médias empresas: um modelo integrado*. Belo Horizonte: Fundação Dom Cabral, 1979.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. *Principles of corporate finance*. 3.ed. New York: McGraw Hill Book, 1988.
- DI AUGUSTINI, C. A. *Capital de giro*. São Paulo: Atlas, 1996.
- FLEURIET, M.; KEHDY, R.; BLANC, G. *A dinâmica financeira das empresas brasileiras: um novo método de análise, orçamento e planejamento financeiro*. Belo Horizonte: Fundação Dom Cabral, 1978.
- GITMAN, L. J. *Princípios de administração financeira*. 7.ed. São Paulo: Harbra, 1997.
- HAX, A.; MAJLUF, N. *Gestión de empresa con una visión estratégica*. Santiago: Dolmen, 1996.
- LORING, J. *La gestión financiera*. Deusto, 1995.
- MARQUES, J. A. V. C.; BRAGA, R. Análise dinâmica do capital de giro. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 35, n. 3, p. 49-63, maio/jun. 1995.
- MARTINS, E.; ASSAF NETO, A. *Administração financeira em condições inflacionárias*. São Paulo: Atlas, 1985.
- MELO, A. A. O. *O estudo da relação risco-retorno em empresas brasileiras: análise no período de 1988 a 1995*. 1997. Tese (Professor Titular) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, 1997.
- , Financiamento do crescimento de empresas brasileiras. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 18, 1994, Curitiba. *Anais...* Curitiba, ANPAD, 1994. v. 5, p. 145-154, set. 1994.
- , *Autofinanciamento ou mercado de capitais: identificação de estratégias de empresas brasileiras no seu financiamento de seu desenvolvimento*. Belo Horizonte: FACE/UFMG, 1994a. (Relatório de pesquisa).
- NEVES, J. C. *Análise financeira: métodos e técnicas*. Lisboa: Texto, 1989.
- SCHERR, F. C. *Modern working capital management: text and cases*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall, 1989.
- SILVA, J. P. *Análise financeira das empresas*. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1995.
- SMITH, K. V. (Ed.) *Readings in the management of working capital*. 2.ed. St. Paul: West Publishing, 1980.