

1. *Introdução;*
2. *Objetivos de finanças;*
3. *Decisões financeiras;*
4. *Conclusão.*

## CONTRIBUIÇÃO PARA A ANÁLISE DAS TRANSFORMAÇÕES RECENTES NA AGRICULTURA BRASILEIRA

Wladimir A. Puggina\*\*

### 1. INTRODUÇÃO

A inflação, suas causas e conseqüências, quer a nível da economia, quer a nível empresarial ou individual é tema por demais debatido e controvertido. É bem provável que ao longo deste encontro os senhores tenham mais uma vez constatada essa afirmação. O tema que apresentaremos representa apenas uma das inúmeras abordagens acerca desse assunto.

O objetivo de nossa apresentação — “Decisões financeiras em um contexto inflacionário” é o da discussão de como adaptar o processo tradicional de tomada das decisões financeiras dentro de uma conjuntura inflacionária. O tema será abordado do ponto de vista interno da empresa, ou seja, em uma visão micro-econômica. Essa abordagem será razoavelmente “normativa”, isto é, como deveria ser a tomada de decisões, em lugar de como elas normalmente o são na prática.

### 2. OBJETIVOS DE FINANÇAS

Uma vez que iremos abordar o processo de tomada de decisões financeiras, é preciso que façamos uma colocação preliminar acerca do objetivo que se pretende alcançar com tais decisões. Longa poderia ser a discussão acerca de qual o objetivo financeiro da empresa, tais como maximização de lucros, obtenção de lucros satisfatórios ou desejados ou até mesmo de como conciliar esses conceitos com as responsabilidades sociais, entendidas essas na sua forma mais ampla.

A colocação aqui postulada é de que em finanças de empresas o objetivo preconizado é o da “maximização do valor da empresa”. Esse conceito é superior aos demais, bem como possibilita a conciliação com as chamadas responsabilidades sociais. Por maximização do valor da empresa entende-se a maximização do valor presente de um fluxo de lucro por ação, sendo que nesse caso deve-se considerar a duração deste fluxo, o risco envolvido e finalmente como esse fluxo será transferido para os acionistas.

Para que se possa atingir a maximização no valor da empresa, três decisões financeiras devem ser tomadas: investimento, financiamento e dividendos. Expresso de outra forma pode-se dizer que maximizaremos o valor da empresa à medida que otimizaremos as decisões de investimento, financiamento e dividendos, podendo ainda ser adicionada a decisão de capital de giro.

$$V = F(I, F, D)$$

O objetivo da administração financeira em um contexto inflacionário é perfeitamente compatível e conciliável com o conceito até então expostos desde que apropriadamente definidos os seguintes itens:

a) lucro por ação: o lucro contábil apresentado nas demonstrações financeiras convencionais é drástica-

\* Documento de trabalho apresentado no Seminário sobre Decisões Financeiras em um Contexto Inflacionário, organizado pelo NPP/RAE da EAESP/FGV, em novembro de 1980.

\*\* Professor do Departamento de Contabilidade, Finanças e Controle, da EAESP/FGV.

mente distorcido pela inflação. Os ajustes das demonstrações financeiras para o impacto da inflação tal como preconizado na legislação brasileira é no mínimo parcial;

b) risco inflacionário: quando nos referíamos ao ajuste do fluxo de resultados, argumentávamos sobre a necessidade de se ajustar para o risco. Esse risco normalmente é entendido como o risco do negócio ou operacional ligado este à estrutura dos ativos da empresa, bem como do risco financeiro, ligado este à estrutura de capital ou grau de alavancagem da empresa. Em um contexto inflacionário, precisamos estar atentos, para a presença de mais um componente do risco, qual seja o inflacionário. Por este entendemos o risco que uma inflação futura poderá ter sobre o fluxo de lucro da empresa.

Em um contexto inflacionário, o objetivo da administração financeira deve ser o da maximização do valor da empresa, porém dentro de uma nova conceitualização, qual seja a da "manutenção da substância patrimonial" da empresa. Por esse conceito entende-se também a manutenção em termos reais de capacidade de geração contínua de recursos. Esse conceito é mais amplo que a simples manutenção do poder de compra do patrimônio líquido da empresa.

### 3. DECISÕES FINANCEIRAS

70 Como dissemos, iremo-nos concentrar na análise de quatro decisões principais, quais sejam, investimento, financiamento, dividendos e capital de giro.

#### 3.1 *Decisão de capital de giro*

Várias têm sido as definições de capital de giro, porém para o nosso objetivo entendemos capital de giro por ativo circulante, menos passivo circulante, sendo que nesse caso o conceito de circulante está ligado ao ciclo operacional da empresa e não à conceitualização usual ou legal de 360 dias. Assim, capital de giro seria o montante de recursos necessários para a manutenção do ciclo operacional da empresa.

Pode-se generalizar dizendo que normalmente os ativos circulantes apresentam menores retornos que os demais ativos, com exceção das empresas comerciais, onde o negócio em si consiste na administração do ativo circulante. Sendo os retornos menores, deveríamos minimizar o seu investimento. O passivo circulante normalmente apresenta custos menores que as demais fontes e, assim sendo, o lógico seria maximizá-lo.

Se, por um lado, minimizamos ativos circulantes e maximizamos passivos circulantes, o capital de giro, que é a subtração dos dois, deveria ser nulo ou até mesmo negativo. A empresa não é levada em uma situação normal a operar nesse caso extremo, pois deve avaliar o risco da iliquidez. O risco da liquidez obriga a empresa a operar com uma margem de segurança e, portanto, com um capital de giro positivo.

Em um contexto inflacionário a análise precedente merece alguns reparos, em função de como a mesma afeta tanto ativos como passivos circulantes. Os ativos e passivos circulantes poderiam ser em um contexto inflacionário classificados como ativos e passivos monetários e reais.

Por ativos e passivos circulantes monetários entende-se aqueles itens que estão expressos em valores monetários constantes, como por exemplo caixa, duplicatas a receber, contas, fornecedores e empréstimos a pagar desde que não indexados. Por ativos e passivos circulantes reais entende-se aqueles itens que em termos reais mantêm seu poder de compra, tais como estoques e empréstimos a pagar indexados.

Uma regra geral, razoavelmente lógica, é que em uma situação inflacionária toda empresa que opera com passivos circulantes monetários (PCM) maiores que ativos circulantes monetários (ACM) terá ganhos com a inflação, e perdas se o oposto for verdadeiro.

Isto poderia induzir a empresa a aumentar seu passivo circulante monetário, aumentando portanto seu nível de endividamento e em contrapartida investir ao máximo nos ativos circulantes reais, como estoques por exemplo. Essa forma simplista de ver o problema poderá ser apenas parcialmente correta. Alguns problemas que podem surgir desta política poderiam ser enumerados:

1. Maiores proporções de fundos a curto prazo podem aumentar substancialmente o risco da empresa, uma vez que a renovação de compromissos será feita com maiores dificuldades devido a restrições de crédito, bem como a taxa de juros será mais elevada, uma vez que a estrutura de taxa de juros se altera.

2. Alguns dos ativos e passivos monetários já podem ter incorporado expectativas de inflação e assim sendo a vantagem apontada desaparece, permanecendo apenas as desvantagens.

3. Em uma situação inflacionária as necessidades de capital de giro crescem de forma exponencial, ou seja, uma inflação de 10%, sem apresentar nenhum crescimento real de vendas, poderá exigir que a empresa obtenha externamente 17% do seu volume de vendas de recursos para financiar seu giro. Com taxas maiores de inflação esse número cresce exponencialmente.

Do exposto pode-se concluir que "jogar" com a inflação na administração do capital de giro pode ser uma falácia, além de expor a empresa a riscos crescentes de liquidez que poderão levá-la até mesmo à insolvência.

Visto o problema do nível de capital de giro na sua forma mais abrangente, vamos agora nos concentrar em alguns dos seus componentes em particular, ou seja, caixa e quase caixa, duplicatas a receber e estoques.

### 3.1.1 Caixa

Caixa e quase caixa têm a função básica de prover a liquidez imediata da empresa. A definição do nível de caixa, entretanto, deve ser vista no contexto geral do nível de capital de giro, como visto anteriormente. Como os retornos de recursos mantidos em caixa são nulos, o investimento nesse item deveria ser zero, sendo que o risco da liquidez obriga a empresa a manter um dado saldo para cobrir os motivos de precaução e transação. Por outro lado, modelos podem ser desenvolvidos para explicar, quando em situação de excesso de caixa, quanto deixar em caixa e quanto investir em aplicações a curto prazo que nesse caso chamamos de quase caixa.

Em uma situação inflacionária, a regra geral de se investir o mínimo possível em caixa torna-se mais verdadeira, sendo que nesse caso cria-se uma verdadeira aversão ao dinheiro, por ser esse um ativo circulante monetário.

Como consequência direta do crescimento exponencial das necessidades de capital de giro, dada a inflação, a pressão desses eventos acaba recaindo sobre o caixa. Este fato, aliado às dificuldades crescentes de obtenção de recursos, induz a uma administração de caixa mais prudente ou de maior liquidez.

Note-se, pois, que em uma situação inflacionária temos duas forças operando em sentido contrário, no que se refere à administração de caixa. A única solução para esse dilema é a montagem de previsões de caixa mais freqüentes e mais aperfeiçoadas com a incorporação de técnicas estatísticas de probabilidade e simulação. Não apenas a freqüência, o aperfeiçoamento das previsões, mas muito mais do que isso uma administração eficiente de caixa se impõe, administração essa que exige medidas para acelerar cobrança, e postergação de pagamentos, sem afetar obviamente a margem da empresa.

### 3.1.2 Contas a receber

O processo decisório de definição do nível ótimo de investimento em contas a receber é uma aplicação do conceito clássico de marginalidade. Devemos investir em contas a receber sempre que os lucros marginais dos volumes incrementais forem superiores aos custos marginais envolvidos. Nesse caso deveremos cuidar essencialmente de três custos, quais sejam os custos marginais da administração de cobrança, os custos marginais com devedores duvidosos e finalmente com os custos marginais do investimento adicional em contas a receber. Este último é sem dúvida o componente mais crítico do processo decisório.

Em um contexto inflacionário é possível incluir na taxa requerida de retorno dos investimentos marginais em contas a receber a inflação esperada. Assim, quando a inflação é esperada e o mercado o permitir, torna-se possível a inclusão no preço do custo da inflação devido ao financiamento concedido. Quando, entretanto, a inflação não é esperada, ou a sua mag-

nitude é diferente da que foi projetada, investimentos em contas a receber, por ser um ativo circulante monetário, se traduzem em perdas reais. Como esse parece ser o caso mais comum, é preciso realizá-lo o mais depressa possível.

A prática tem indicado alguns procedimentos usuais para isso, como por exemplo: a) redução dos prazos concedidos; b) cobranças mais intensivas; c) estabelecimento de crédito mais rigoroso; d) uso intensivo de descontos financeiros para antecipação de pagamentos; e) inclusão de cláusulas de reajuste de preço (correção monetária mais juros) nos contratos de vendas para eventuais atrasos nos pagamentos; f) criação de financeiras cativas, quando possível, de tal forma a dissociar a função produção-venda da de financiamento.

### 3.1.3 Estoques

Os níveis dos investimentos em estoques são influenciados por produção, ou demanda prevista, sazonalidade de vendas, confiança nas fontes de suprimento, eficiência nas compras, natureza do produto, etc. É, portanto, compreensível que existam várias abordagens possíveis acerca de como otimizar essa decisão. Normalmente, todos esses modelos estão baseados na idéia de minimização de investimento e/ou custos, fazendo sempre que possível avaliações para incertezas de alguns elementos críticos do processo de compra e estocagem, previsões essas que dão origem ao chamado estoque de segurança. Um dos modelos mais comuns, apesar de possuir um número enorme de limitações, é o conhecido "lote econômico de compra".

Sendo estoques um ativo circulante real, os investimentos aí efetuados têm a virtude de não perderem substância econômica com a inflação. Existe assim um conceito generalizado de que investir em estoques é uma das boas políticas para se proteger da inflação. Esse conceito generalizado tem sua razão de ser. Entretanto, nessa conceituação deve-se observar alguns aspectos que consideramos importantes:

1. Mesmo em uma situação inflacionária existe a possibilidade de se aplicar modelos matemáticos que incorporem a inflação esperada como um parâmetro adicional. Com isso queremos frisar que existe um nível ótimo a partir do qual investimentos adicionais não são recomendáveis.
2. A pressão que a inflação causa sobre o nível geral do capital de giro pode causar sérios problemas de liquidez à empresa. Essa pressão por liquidez pode ser substancialmente agravada, caso a empresa resolva investir em estoques com uma proteção contra a inflação de forma desordenada.
3. É preciso contrabalançar a suposta proteção contra a inflação com os custos que a empresa será obrigada a pagar por ela.
4. A chamada proteção poderá diluir-se, caso a empresa, por fatores exógenos, como por exemplo con-

trole governamental, não consiga trabalhar com o conceito de custo de reposição.

Assim sendo, estoques, por serem um ativo circulante real, representam uma proteção contra a inflação. Esse investimento pode até mesmo ser o otimizado, ou seja, pode-se determinar seu nível ideal. Investimentos desordenados ou especulação em estoques pode representar não só uma ilusão, mas principalmente um "jogo" muito perigoso e de custo muito elevado para a empresa.

### 3.2 Decisão de investimento a longo prazo

Toda vez que a empresa se vê obrigada a tomar decisões de longo prazo (mais de um ano), a decisão torna-se mais complexa e com maiores riscos. Essas decisões podem estar ligadas à aquisição de ativos fixos, compra de outras empresas, à análise de uma operação de *leasing*, a um programa de redução de custos a longo prazo, etc.

Técnicas como de valor presente líquido (VPL), taxa interna de retorno (TIR), *pay-back* ou número de anos de retorno do investimento e índice de lucratividade são razoavelmente conhecidas.

A inflação é um fator a dificultar o processo de tomada de decisão a longo prazo, pois a mesma irá exigir uma série de considerações especiais em relação à análise convencional. Vários são os aspectos que deveriam ser considerados para a inclusão da inflação na análise de propostas de investimentos, sendo que os mais relevantes são discutidos a seguir:

#### 3.2.1 Ajuste na taxa de desconto

Existe uma idéia generalizada de que a solução do problema seria descontar os fluxos de caixa do projeto em análise por uma taxa de desconto na qual fosse incluída a inflação esperada. Esse ajuste na taxa de desconto, entretanto, mesmo quando feito corretamente, apresenta uma limitação, pois ajustamos apenas a taxa de desconto.

#### 3.2.2 Ajuste no fluxo de caixa

Ajustar não apenas a taxa de desconto, mas também o fluxo de caixa é uma alternativa mais eficiente. Devemos inclusive destacar que poderemos avaliar o diferente impacto que a inflação poderá ter sobre os diversos componentes do fluxo de caixa (entradas e saídas de caixa).

#### 3.2.3 Ajustes no fluxo de caixa com taxas distintas para diferentes períodos.

O grau de incerteza e risco cresce com o tempo e da mesma forma que é difícil projetar fluxos de caixa futuros, torna-se igualmente difícil projetar taxas de inflação. A solução deste problema poderia ser conduzida com a introdução da abordagem de simulação matemática onde teríamos a chance de introduzir diferentes taxas de inflação agora não mais para dife-

rentes itens do fluxo de caixa, mas sim para diferentes períodos.

#### 3.2.4 Necessidades de capital de giro para o investimento

A análise convencional de propostas de investimento a longo prazo, especialmente propostas de investimento em ativo permanente, não leva normalmente em consideração o capital de giro necessário. Isto é, analisamos o projeto em si, isoladamente, e dimensionamos o capital de giro necessário, em uma outra etapa da análise. Como já tivemos ocasião de ressaltar, as necessidades de capital de giro crescem exponencialmente. Portanto, quando formos analisar uma proposta de investimento em ativos permanentes, precisamos considerar as necessidades de capital de giro para que esse ativo possa operar.

#### 3.2.5 Aspectos tributários

Considerando que na realidade brasileira o impacto da inflação é parcialmente reconhecido nas demonstrações financeiras, é preciso que consideremos o efeito da sistemática contábil na apuração dos resultados e no imposto de renda a ser pago.

Resumidamente, o tratamento contábil da inflação consiste em se corrigir os ativos permanentes, bem como o patrimônio líquido. A contrapartida da correção monetária do ativo permanente funciona como uma conta de receita e a contrapartida da correção monetária do patrimônio líquido funciona como uma conta de despesa. Assim, se a correção monetária for devedora, a empresa terá uma despesa dedutível para fins fiscais, e uma receita, se for credora.

Como vemos, caso o ativo seja adquirido com capital próprio, não haverá nenhum impacto na correção monetária, bem como em termos de imposto de renda. Entretanto, caso o ativo seja adquirido com capital de terceiros (financiamento), a empresa terá um imposto de renda adicional devido à sistemática de correção monetária. Portanto, é fundamental, na análise de investimento, que se avalie a forma como o ativo foi financiado e se destaque que, com isso, estamos fazendo uma inter-relação da decisão de investimento com financiamento, aspecto esse que, tradicionalmente, não é considerado na teoria financeira.

Pelo que acabamos de expor, fica bastante claro que o processo de tomada de decisão a longo prazo merece uma análise bem mais criteriosa. Investimento em ativos permanentes como uma proteção à inflação é uma decisão correta somente se forem observados os aspectos acima expostos. A exemplo de estoques, proteção contra a inflação não significa que qualquer decisão de investimento estará sempre correta.

### 3.3 Decisão de financiamento

A decisão de financiamento pode ser entendida como a análise da alternativa de menor custo de prover a

empresa com recursos, quer sejam de capitais próprios, quer de terceiros. Em outras palavras, estamos procurando determinar a proporção ideal do endividamento ou da estrutura de capital ou ainda da alavancagem financeira da empresa.

Essa é sem dúvida a decisão mais complexa de ser respondida, tanto em termos acadêmicos como práticos. O empresário fala, normalmente, com mais desenvoltura sobre as demais decisões financeiras do que sobre essa em particular. O mundo acadêmico, por sua vez, não o tem auxiliado a responder essa importante questão.

### 3.3.1 Custo de capital de terceiros

Por custo de capital de terceiros (Ki) entendemos o custo efetivo ponderado das diversas fontes de financiamento da empresa; considerando que despesas financeiras são dedutíveis para fins de imposto de renda, torna-se claro que o custo efetivo para a empresa deverá considerar esse fato.

Na medida que o nível de endividamento da empresa cresça, o risco dos emprestadores aumenta e as taxas tendem normalmente a se elevar.

### 3.3.2 Custo de capital próprio

Por custo de capital próprio entende-se a média ponderada dos custos dos diversos componentes do patrimônio líquido, sendo que todos esses componentes estão intimamente relacionados ao custo da conta capital. Em outros termos, estamos procurando definir a taxa requerida de retorno exigida pelos acionistas.

A determinação desse item é bastante simples no caso de uma empresa de capital fechado e nas mãos de poucos acionistas, pois esses certamente terão condições de explicitar o quanto desejam de retorno sobre o seu capital. Em empresas de capital aberto, essa informação é mais difícil de se obter, uma vez que na impossibilidade de consultar todos os acionistas, somos obrigados a nos aproximar das taxas de retorno por eles exigidas de uma forma indireta, isto é, pelo seu grau de satisfação com relação à empresa, informação essa que é traduzida no retorno propiciado pela ação.

Poderíamos, igualmente, afirmar que o acionista, ao exigir uma determinada taxa de retorno, quer obter uma dada remuneração suficiente para cobrir a taxa livre de risco (caderneta de poupança!), mais um adicional para cobrir o risco do negócio (estrutura de ativos) mais o risco financeiro.

### 3.3.3 Estrutura ótima de capital

Não considerando grandes debates acadêmicos acerca das funções custo de capital próprio e de terceiros, bem como de suas interações, podemos considerar o custo de capital da empresa e sua estrutura ótima de capital como uma média ponderada desses dois custos.

### 3.3.4 Custo de capital de terceiros e inflação

O conceito anterior de custo de capital de terceiros deverá sofrer algumas alterações quando introduzimos a inflação. Assim a taxa efetiva de juros, certamente terá um componente inflacionário que deverá ser considerado.

Na situação brasileira conseguimos, igualmente, encontrar no mercado a presença de fontes de financiamento com taxas efetivas reais negativas (juros subsidiados). Por outro lado, a presença de inflação faz com que o custo de capital de terceiros cresça mais rapidamente em função desse risco adicional.

### 3.3.5 Custo de capital próprio e inflação

Na análise do custo do capital próprio em face da inflação, é necessário que se faça uma distinção entre empresas de capital aberto e empresas de capital fechado.

1. Empresas de capital aberto. Nesse caso a taxa requerida de retorno pelos acionistas, como não poderia deixar de ser, continua sendo obtida pelo retorno da ação no mercado. A expectativa é que essa taxa de retorno seja positiva, e vários estudos têm sido feitos para indicar se os acionistas têm obtido taxas reais de retorno. O acionista passa a exigir na taxa requerida de retorno um prêmio pelo risco adicional.

Como podemos concluir, o custo de capital médio ponderado em um contexto inflacionário será substancialmente alterado e a estrutura ótima de capital deverá ser mais conservadora, isto é, com um nível de endividamento menor.

Um problema prático, portanto, muito interessante é que mesmo reconhecendo que é do interesse da empresa operar com menor nível de endividamento, a grande dificuldade é responder como se pode atingir esse nível. A capitalização externa certamente é um caminho nem sempre fácil; a capitalização interna é uma alternativa que é altamente prejudicada pela sistemática deficiente de correção das demonstrações financeiras que induzem a empresa a se descapitalizar com pagamento de dividendos, impostos de renda e gratificações, sobre lucros ilusórios. A outra alternativa nem sempre fácil de se obter é perseguir uma adequação do nível de operação da empresa ao capital próprio da mesma, ou seja, redução do nível de operação a um nível compatível com o patrimônio da empresa.

2. Empresas de capital fechado. A situação de empresas de capital fechado é razoavelmente distinta. A distinção é que nesse caso existe uma identidade patrimonial entre os acionistas controladores e o patrimônio da empresa. Por "identidade patrimonial" entendemos o conceito, nada válido juridicamente, porém aceito pelo modo de pensar e agir dos acionistas, de que o patrimônio da empresa é uma extensão do seu patrimônio pessoal.

Esse conceito é fundamental no caso de uma economia inflacionária, pois o grau de proteção do patrimônio da empresa em forma de ativos reais é considerado como uma proteção ao seu investimento nessa mesma empresa.

Assim, ao considerar a taxa de retorno real exigida, o acionista de uma empresa de capital fechado tende a raciocinar em termos de identidade patrimonial.

Como a sistemática contábil brasileira é deficiente, é natural que os dados contábeis não sejam considerados confiáveis e daí a possibilidade de que os acionistas façam mental ou intuitivamente seus ajustes nas taxas de retorno. Caso as demonstrações financeiras de fato refletissem o resultado real da empresa, provavelmente não haveria necessidade de ajustes "mentais ou intuitivos". Nessa situação ideal talvez não fosse nem mesmo necessário a distinção entre empresas de capital fechado e empresas de capital aberto.

O que, de fato, os acionistas passariam a exigir como taxa de retorno seria baseado em fatores intrínsecos, tais como fluxo de lucros reais, sua taxa real de crescimento e forma de distribuição desses resultados.

Para a conclusão desse raciocínio poderíamos dizer que a reação do acionista em empresa de capital fechado é idêntica ao do acionista da empresa de capital aberto, ou seja, que o risco inflacionário (em adição ao operacional e financeiro) cresce com o grau de endividamento da empresa.

### 3.4 Decisão de dividendos

A decisão de dividendos está voltada para o montante ideal de lucros que deve ser pago pelas empresas e seus acionistas. Esta é uma decisão bastante controversa, pois se deve atender a dois interesses distintos, acionista e empresa, interesses esses que podem ser conflitantes.

A exemplo de outras decisões, a decisão de dividendos é uma área sujeita a grandes debates e controvérsias, principalmente acerca de relevância ou irrelevância de dividendos. Observamos diversas posições divergentes, porém existem algumas evidências que favorecem a idéia da relevância de dividendos, e principalmente as empresas tendem a se comportar como se dividendos de fato fossem relevantes.

No Brasil essa discussão seria meramente acadêmica, pois a política de dividendos é uma das áreas mais negligenciadas pelas empresas, não ignorada, mas não devidamente avaliada pelos investidores, e onde a intervenção governamental (legislativa) é a mais discutível.

Resumidamente, poderíamos afirmar que o estabelecimento por lei de um dividendo mínimo obrigatório como uma percentagem dos lucros é em termos de

finanças de empresas no mínimo uma heresia. No nosso caso em particular, a inflação e os instrumentos jurídico-tributários têm provocado profundas conseqüências nas empresas, no que se refere a esse tópico.

#### 3.4.1 Dividendos sobre lucros ilusórios

A inflação afeta drasticamente a validade das informações contidas nas demonstrações financeiras. Vários têm sido os métodos preconizados para o ajuste desta situação, destacando-se a sistemática do custo de reposição, a do ajuste às variações do nível geral de preços e, finalmente, o método ideal que seria a combinação de ambos.

A sistemática adotada oficialmente no Brasil é um derivativo do sistema de ajuste às variações do nível geral de preços. Na derivação desse método cometeram-se, pelo menos três grandes erros, quais sejam:

1. Estoques não são levados em consideração, apesar de representarem um ativo real;
2. O impacto da inflação nos resultados do exercício em análise também não é considerado;
3. O cálculo da correção monetária baseado em ORTN's igualmente faz com que o impacto geral da inflação seja subavaliado.

A presença desses três fatores faz com que as empresas apresentem lucros ilusórios, paguem mais imposto de renda e distribuam maiores resultados na forma de gratificação ou para acionistas na forma de dividendos. Estamos diante de uma situação que indiscutivelmente leva as empresas a um processo de descapitalização.

#### 3.4.2 Fundos insuficientes gerados pela depreciação

Depreciação certamente não é fonte de fundos, e sim os lucros do exercício. Ela representa, por outro lado, uma despesa dedutível para o cálculo do imposto de renda e, assim, através da economia do imposto de renda ela representa uma redução de imposto e como conseqüência gera fundos.

Na medida em que a depreciação é insuficiente, por ser baseada em valores históricos, temos aí uma fonte adicional de distorções. Mesmo quando o custo histórico é corrigido monetariamente, não temos um sistema perfeito, pois o importante seria basear-se nos custos de reposição.

#### 3.4.3 Dividendos *versus* capital de giro

Dois aspectos parecem ter sido bastante enfatizados. Com a inflação, as necessidades de capital de giro crescem exponencialmente; por outro lado, os recursos internos podem representar a maior fonte de financiamento e a de mais fácil acesso.

A lógica indica que essas duas posições poderiam ser confrontadas e que recursos internos gerados pe-

las empresas deveriam ser canalizados para financiar as necessidades crescentes de capital de giro.

#### 3.4.4 Reação dos acionistas a retenções crescentes

O dividendo para o acionista representa um fator de redução de incerteza, tem um conteúdo informacional, além de ser em última análise uma fonte de renda corrente. As colocações feitas anteriormente poderiam induzir ao raciocínio de que a retenção substancial de dividendos seria recomendada.

É, portanto, indispensável que estejamos alertas sobre o impacto dessas decisões sobre o nosso acionista, pois dividendo não é uma decisão unilateral.

#### 4. CONCLUSÃO

A inflação provoca indubitavelmente grandes distorções em toda economia. As empresas, como outras entidades econômicas, sofrem drasticamente seus efeitos. Administrar ou sobreviver em termos de administração financeira nesse contexto está a exigir grandes alterações na forma convencional como finanças é ensinada e principalmente praticada.

As decisões de investimento, capital de giro, financiamento e dividendos precisam ser repensadas e reinterpretadas.

O papel do executivo financeiro cresceu em importância, pois agora ele precisa maximizar o valor da empresa dentro de uma nova conceituação de manutenção da substância patrimonial.

Finanças de empresas há muito não é uma arte, porém, ainda não atingiu o estágio de uma ciência. Não é possível administrar-se com base em intuição e idéias pré-concebidas acerca de alguns conceitos.

Por outro lado, não existem formulações definitivas e inquestionáveis para indicar inequivocamente qual a melhor forma de decidir. Em uma situação inflacionária essa situação ambígua é mais verdadeira.

O empresário não pode prender-se, por outro lado, apenas na análise interna da empresa. A empresa está inserida em um contexto econômico e é preciso procurar analisar, compreender para poder se defender e, por que não dizer, sobreviver neste contexto.