

CUSTO DE EMPRÉSTIMOS PARA PEQUENAS E MICROEMPRESAS

Ricardo Jose de Almeida^()*
*Almir Ferreira de Sousa^(**)*

RESUMO

Da forma como são divulgados pelos órgãos financiadores, os custos das fontes de financiamento não refletem o custo efetivo dos recursos, prejudicando a tomada de decisão, pelo administrador, com vistas a maximizar o valor da empresa. Este trabalho objetiva propor um embasamento teórico que permita a estimativa do custo efetivo de capital dos instrumentos de liquidez disponíveis às pequenas e microempresas no Brasil.

A metodologia utilizada consistiu do levantamento dos principais conceitos existentes sobre a influência do custo de fontes de financiamento nas decisões básicas do administrador financeiro e a aplicação desses conceitos utilizando-se quatro instrumentos de liquidez disponíveis no mercado, três dos quais com taxas pós-fixas e um com taxa pré-fixada.

Finalizando o trabalho, são comparados os custos apresentados pelos órgãos financiadores aos custos efetivos calculados.

PALAVRAS-CHAVE

Empréstimo a Pequena e Microempresa
Empréstimo
Custo do Empréstimo
Custo de Capital
Pequena e Microempresa

^(*) Mestrando em Administração na Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. E-mail: ricjose@usp.br.

^(**) Professor Doutor do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. E-mail: abrollhos@usp.br.

INTRODUÇÃO

O trabalho tem como objetivo estabelecer o custo efetivo para o tomador dos instrumentos de liquidez à disposição das pequenas e microempresas no Brasil.

Pequena e microempresa são consideradas respectivamente as empresas com faturamento anual de até R\$ 240.275 e aquelas com faturamento anual de R\$ 240.276 a R\$ 672.770, tomando-se julho de 1998 como base¹.

Os custos efetivos para o tomador dos instrumentos de liquidez não são objeto de mensuração, por parte das instituições financeiras, sendo necessários alguns ajustes para que o tomador tenha condições de estimar o custo efetivo do instrumento de liquidez que esteja disposto a captar, permitindo a comparação com os instrumentos alternativos disponíveis no mercado, e a tomada de decisão de financiamento, comparando esse custo à taxa de retorno dos investimentos da empresa.

É apresentado o embasamento teórico dos conceitos aplicados no cálculo do custo efetivo dos financiamentos, seguido por uma aplicação prática a quatro instrumentos de liquidez existentes no mercado.

A pesquisa compreendeu instrumentos de liquidez e condições de contratação dos empréstimos, durante o mês de julho de 1998, em órgãos financeiros de abrangência nacional.

Para efeito do trabalho, o indicador utilizado para expressar o custo efetivo dos instrumentos de liquidez é a taxa de juros efetiva anual, enriquecendo seu cálculo com a inclusão de algumas variáveis que geralmente são desconsideradas no âmbito da matemática financeira convencional.

A Decisão de Financiamento

A decisão entre a escolha de vários tipos de financiamento alternativos deve sempre privilegiar a maximização do valor da empresa. O ideal seria avaliar-se o valor da empresa para cada fonte de financiamento disponível escolhendo-se a fonte que o maximizasse. A inviabilidade deste critério está nos altos custos decorrentes deste tipo de abordagem.

¹ Critério adotado pelo Sebrae.

Em razão desta inviabilidade é necessário um indicador apropriado para a escolha da fonte de financiamento que maximize o valor da empresa e reflita todos os fatores pertinentes a esta finalidade.

Em termos gerais, são 2 grupos de investidores que usufruirão da geração de caixa da empresa: os credores e os acionistas. O valor da empresa pode ser dividido entre estes dois grupos numa espécie de rateio do valor total, de acordo com os respectivos retornos requeridos sobre o investimento por eles realizado. O *mix* entre o capital dos credores e o capital dos acionistas é denominado estrutura de capital.

A importância da estrutura de capital na determinação do valor da empresa foi abordada por F.Modigliani e M.H. Miller entre 1958 e 1963 e seus estudos geraram 2 proposições:

Proposição I de M.M.: “*Uma empresa não pode alterar o valor total de seus títulos mudando as proporções de sua estrutura de capital*”², ou seja, o gerenciamento dos administradores com a finalidade de maximizar o valor da empresa não trataria da escolha entre a proporção de capital de terceiros e dos acionistas pelo fato de os investidores terem a opção de efetuar a alavancagem feita mediante empréstimos pessoais (duplicação dos efeitos do endividamento da empresa nas contas individuais dos investidores).

Proposição II de M.M.: “*O retorno esperado do capital próprio é diretamente associado ao endividamento, pois o risco do capital próprio se eleva com o endividamento*”³, ou seja, os acionistas exigem prêmio pelo risco de estarem investindo em empresas com prioridade de ressarcimento aos credores, verificando-se uma dependência da taxa de retorno exigida pelos acionistas em relação à estrutura de capital da empresa, ao passo que a taxa de retorno exigida pelos credores tem relação mais estreita com as condições do mercado monetário. A parcela do valor da empresa pertencente aos credores, bem como a parcela pertencente aos acionistas está baseada na estrutura de capital.

Pelo fato de o retorno exigido pelos credores estar relacionado com as condições do mercado

² Ross, S. et alii - *Administração Financeira: Corporate Finance*, Editora Atlas, 1995, 1ª edição - p. 302.

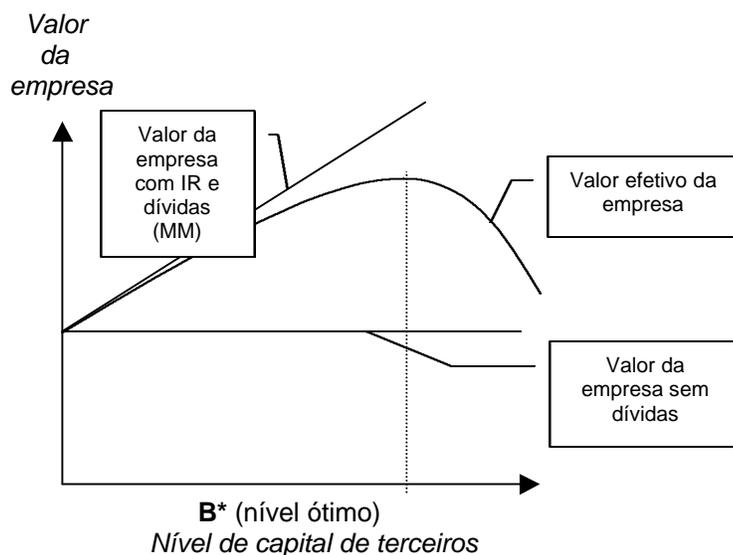
³ Ross, S. et alii – op cit - p. 307.

monetário em relação ao crédito, o gerenciamento do valor da empresa passa a ser o gerenciamento do retorno dos proprietários da empresa, ou seja, o valor da empresa que cabe aos acionistas.

As proposições de M.M. consideram que a estrutura de capital é irrelevante para a determinação do valor total da empresa e tem como hipótese, dentre outras, um mundo sem impostos. A existência de tributos sobre o lucro das empresas possibilita o surgimento de impostos menores conforme o aumento do endividamento da empresa, já que as despesas com juros são dedutíveis do resultado da empresa, fazendo com que o valor da empresa se eleve com a utilização de capital de terceiros.

Por outro lado, a pesquisa permite concluir-se que o aumento do endividamento acarreta custos de dificuldades financeiras com despesas judiciais, administrativas, contábeis e de perícia, bem como perda de confiabilidade, ocasionando redução de vendas e problemas de *agency* pelo conflito de interesses entre acionistas e credores.

O gerenciamento do valor da empresa pelos administradores deve preocupar-se em contrabalançar os efeitos da redução dos impostos, via encargos financeiros, com os custos das dificuldades financeiras que as empresas incorrerão por terem aumentado o endividamento. A estrutura de capital será otimizada quando a contraposição do benefício fiscal do endividamento e dos custos de dificuldades financeiras maximizarem o valor da empresa.



O valor da empresa, devido tão somente ao endividamento e aos benefícios fiscais decorrentes, é sempre crescente em relação ao nível de endividamento; todavia, os custos gerados pelo aumento do risco de dificuldades financeiras são também crescentes e acentuados conforme a dependência de capital de terceiros aumenta, o ponto ótimo de dívidas é atingido em B*, ponto este considerado de menor custo médio ponderado de capital da empresa, WACC ou CMePC.

A escolha do ponto ótimo de dívidas deve levar em consideração o uso da alavancagem, “o uso de recursos com um custo fixo a fim de au-

mentar os retornos dos proprietários da empresa”⁴.

Já que os grupos que usufruirão da geração de caixa futura da empresa serão os credores e os acionistas, a escolha de fontes de financiamentos mais baratas reduziria o retorno exigido pelos credores da empresa e aumentaria o retorno aos acionistas ou o valor da empresa que cabe aos proprietários. O uso de fontes mais baratas de financiamentos se faz refletir diretamente no custo médio ponderado de capital:

⁴ Gitman, L.J. - *Princípios de Administração Financeira*, Editora Harbra, 1997, 7ª edição, p. 418.

$$CMePC = \left\{ \frac{S}{S+B} \right\} \times R_s + \left\{ \frac{B}{S+B} \right\} \times R_b \times (1 - T_c)$$

onde:

S é o valor do capital investido pelos acionistas,
 B é o valor de financiamentos obtidos com credores,
 R_s é a taxa de retorno requerida pelos acionistas,
 R_b é a taxa requerida de retorno pelos credores,
 T_c é a alíquota de imposto de renda sobre o lucro.

Menor custo de capital de terceiros propiciaria menor custo médio ponderado de capital, aumentando o valor da empresa que pertence somente aos proprietários.

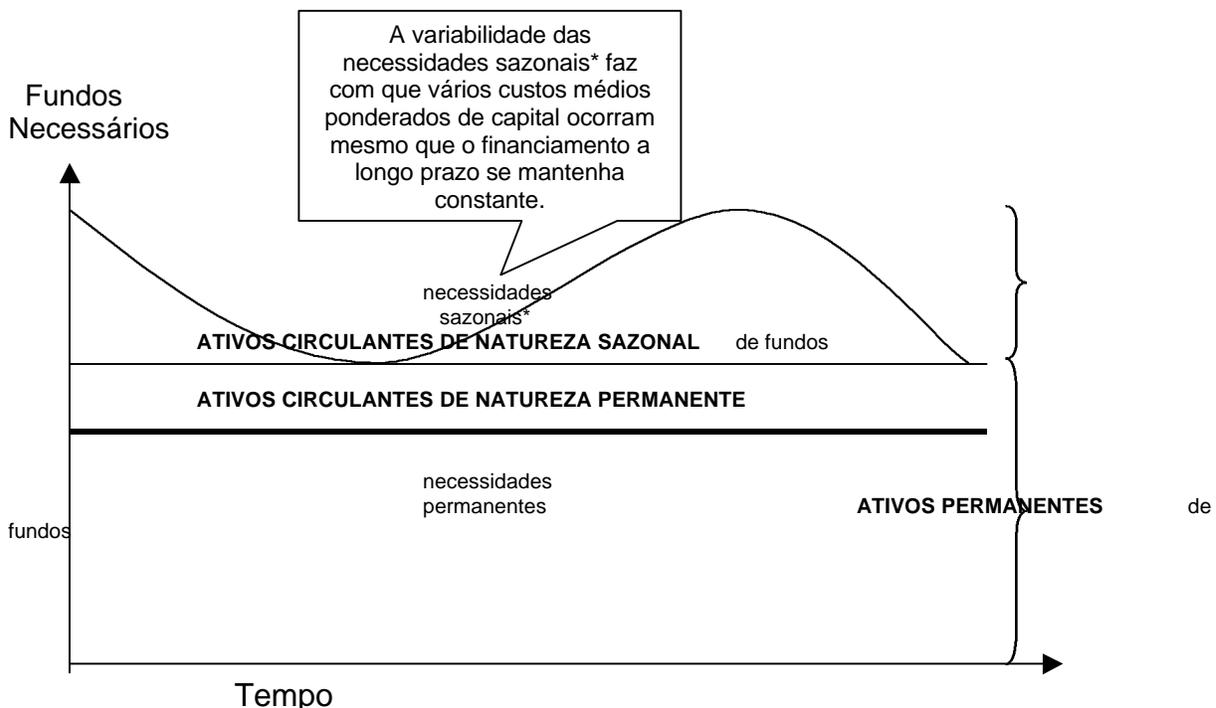
O custo médio ponderado de capital é variável ao longo do tempo, conforme as modificações no *mix* de financiamento da empresa; cada modificação da estrutura de capital é avaliada em função da relação custo-benefício de se tomar o financiamento. O critério utilizado para a avaliação da viabilidade de captação é a comparação do custo marginal ponderado de capital com a taxa de retorno do investimento ao qual este financiamento servirá de *funding*. Os projetos serão aceitos enquanto a taxa interna de retorno for maior que o custo médio marginal ponderado de capital.

Para atingir a estrutura de capital ótima, o administrador terá à disposição fontes de financiamento concorrentes entre si e terá que mini-

mizar o custo de capital, ou seja o custo das fontes de financiamento para as atividades da empresa, que deve ser menor do que a taxa de retorno que a empresa obtém sobre seus investimentos.

As fontes de financiamento dos credores dividem-se em obrigações de curto prazo e obrigações de longo prazo, sendo que ambas são as fontes de geração de caixa dos credores da empresa, fazendo-se necessária a ponderação do custo de ambas para o cálculo do retorno exigido pelos credores.

Como as fontes de curto prazo tem a função de cobrir momentos em que a empresa está com falta de liquidez, devido a fatores econômicos, sazonais ou pela adoção de uma estratégia mais agressiva, o custo médio ponderado de capital variará todas as vezes em que houver uma mudança no *mix* de financiamentos.



* pode também ser decorrente de oscilações na economia ou fazer parte da estratégia de financiamento

Portanto a fonte da geração de caixa destinada aos credores corresponde aos encargos sobre a dívida acrescidos das amortizações do principal. A magnitude destes encargos é indicada pela taxa efetiva anual de juros dos empréstimos, sendo este o indicador para avaliação da fonte de financiamento que minimizará o custo de capital da empresa.

A Taxa Efetiva de Juros

Conceito

A taxa efetiva de juros é um indicador do custo de financiamento que permita a comparação estatística entre este e as várias outras fontes de financiamentos. Este indicador é baseado nos fluxos de caixa livres e é devidamente ajustado nos casos de diferentes prazos de maturação das várias fontes de financiamentos e de modo a contemplar os efeitos inflacionários. Com uma abordagem mais abrangente de todos os encargos exigidos pelo credor e pelo governo, atinge-se o custo efetivo

do financiamento para o tomador, objeto de desenvolvimento neste trabalho.

O Número de Capitalizações como Fator de Determinação da Taxa Efetiva de Juros

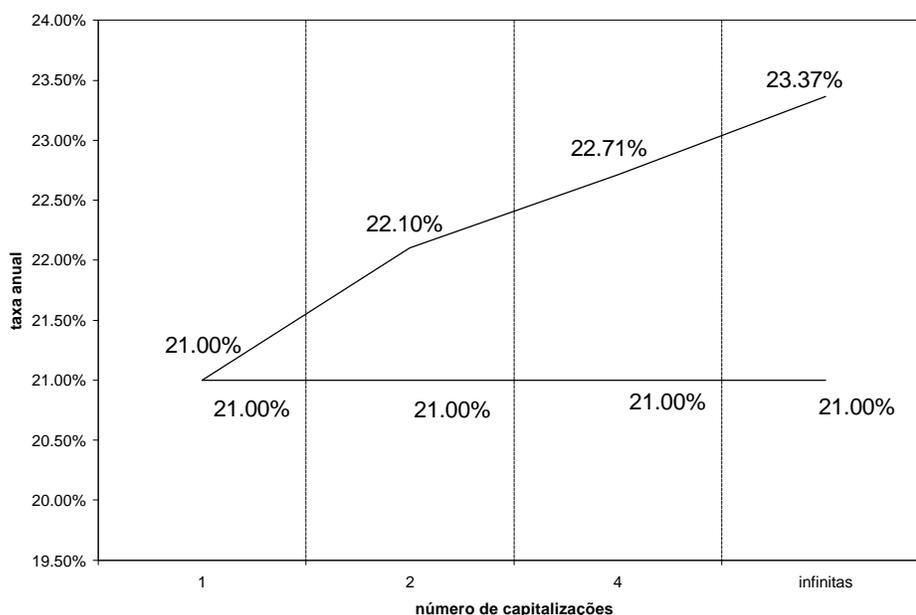
A principal observação sobre a este fator reside no fato de que a taxa nominal de juros é independente do período de capitalização do empréstimo, ou seja, ela é informada ao tomador em bases anuais, geralmente sem levar em consideração o período de capitalização.

A taxa nominal de juros, por não ter o poder de permitir a comparabilidade com outras alternativas de financiamentos, constitui-se mera ferramenta na tarefa para se calcular a taxa efetiva anual de juros.

$$\text{Taxa efetiva anual de juros} = (1 + r/m)^m - 1$$

onde a taxa efetiva anual de juros é calculada a partir da taxa anual nominal de juros r e do número de capitalizações durante o ano m .

Descolamento da taxa efetiva de juros em relação à taxa nominal de juros conforme o número de capitalizações



A Inflação na Determinação da Taxa Efetiva de Juros

Os instrumentos financeiros pós-fixados, a exemplo dos que serão utilizados neste trabalho apresentam como índices de remuneração para o credor a TR (Taxa Referencial) e a TBF (Taxa Básica Financeira). Ao contrário dos instrumentos pré-fixados cuja remuneração do credor é fixada a uma taxa de juros pré-determinada.

A TR é calculada com base na remuneração média dos CDBs (Certificados de Depósitos Bancários) deduzida de um redutor fixo* ao passo que a TBF é calculada com base na remuneração média dos CDBs e dos RDBs (Recibos de Depósitos Bancários) sem a dedução do redutor fixo.

Os CDBs e os RDBs são títulos de captação de recursos do setor privado e conhecidos usualmente como depósitos a prazo; os recursos captados pelas instituições financeiras através da emissão destes títulos são direcionados para o financiamento de capital de giro dos clientes.

Os indexadores utilizados para a formação da taxa de remuneração dos CDBs e RDBs são formados através das expectativas dos agentes do mercado em relação à inflação para o período ao qual o CDB e o RDB está vinculado. Pode-se concluir, por isto, que para as operações pós-fixadas a expectativa de inflação desempenha um fator diretamente ligado à formação da taxa efetiva de juros para o período.

Exigências dos Emprestadores como Fator Determinante da Taxa de Juros Efetiva

A taxa efetiva de juros informada aos futuros tomadores não inclui as exigências dos emprestadores em relação a garantias, tarifas de serviços, prêmios de seguros e os custos de oportunidade associados às perdas ocasionadas pelo fornecimento das garantias.

Pode-se subdividir o impacto das exigências sobre o custo efetivo em 2 categorias:

- a) Influências objetivas: esta denominação reside no fato de seus efeitos sobre o custo

incorrido pelo tomador serem mensurados com exatidão (ex: tarifas e prêmios).

- b) Influências subjetivas: as influências são de mensuração baseada em algum julgamento do tomador e portanto sujeitas a incertezas (ex: custos de oportunidade).

A estimativa do custo efetivo da fonte é objeto de análise de sensibilidade quanto à mensuração das influências subjetivas.

As exigências sobre o tomador do empréstimo são a causa principal da diferença entre a taxa de juros informada pelo futuro credor e o custo ao qual o tomador efetivamente incorrerá. O tomador desavisado tenderá a tomar decisões comparando as taxas de juros informadas pelo agente financiador à taxa de retorno dos investimentos, geralmente não considerando as influências subjetivas e objetivas ocultas na formação da taxa de juros efetivamente incorrida pela empresa, principalmente as pequenas e médias.

Impostos

Tributos como o imposto sobre operações de crédito, câmbio e seguro, ou relativa a títulos ou valores mobiliários-IOF e a contribuição provisória sobre movimentação ou transmissão de valores e de créditos e direitos de natureza financeira – CPMF devem ser consideradas para permitir a comparação entre fontes de financiamento que tenham impostos incidentes diferentes e para o cálculo do valor a ser efetivamente desembolsado pelo tomador.

Relacionamento tomador/credor como fator de custo

Os custos de oportunidade relacionados à obtenção de vantagens estratégicas através dos credores também podem fazer parte do cálculo da taxa efetiva anual de juros. Não estão sendo considerados neste trabalho, pelo fato de sua estimativa ser de maior dificuldade de cálculo, face às infinitas variáveis de ordem subjetiva.

* equivalente a taxa real de juros de 1,3%.

Sistema de Amortização

O sistema de amortização consiste na metodologia estabelecida no contrato entre o credor e o tomador regulando a maneira pela qual o tomador irá ressarcir o empréstimo ao credor.

Apesar de a taxa efetiva anual de juros ser bom indicador para decisão sobre qual instrumento de liquidez maximizaria o valor da empresa, a disponibilidade projetada de caixa da empresa toma importância fundamental por dois motivos principais. O primeiro motivo é a possibilidade de se obter o valor presente da empresa, através das modernas técnicas de *valuation*, e a segunda é a identificação das necessidades ocasionais de recursos, face a não sincronização dos fluxos de entrada e saídas de caixa. Esta segunda razão traz consigo a virtude de orientar a forma mais conveniente de captação e de amortização dos recursos captados para permitir a liquidez da empresa.

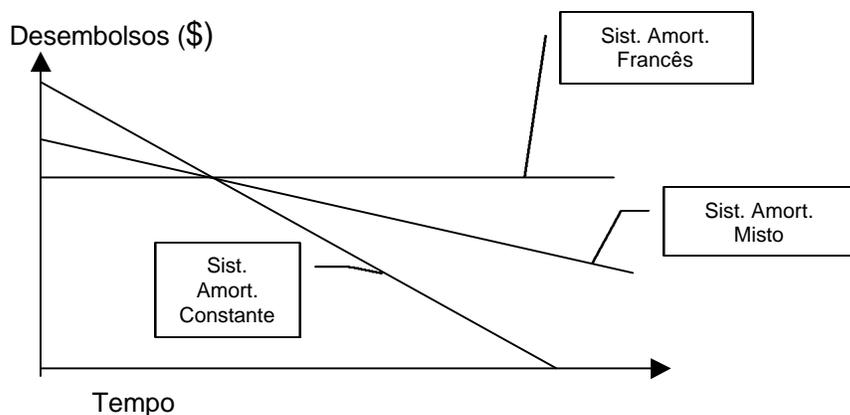
Os pontos principais para a análise sobre a forma de amortização à qual o tomador estará incorrendo são:

- a) Carência: o período de carência é o período em que o tomador não necessita ressarcir nenhum montante ao credor; este período constitui num importante fator a ser considerado pelo tomador em sua estratégia de administração do caixa, já que a sua decisão em negociar o período estará atrelada à geração de caixa projetada para o período do empréstimo.
- b) Prestação: representa o montante total da amortização e dos encargos financeiros que deverão ser pagos pelo tomador por período de tempo. É outro fator a ser considerado pelo tomador em sua estratégia de administração de caixa, já que o valor da prestação deverá ser compatível com a geração de caixa projetada pela empresa.

Formas de Amortização mais Frequentes na Literatura

1. Sistema de amortização constante sem carência: as prestações são decrescentes e não é concedido prazo de carência ao tomador.
2. Sistema de amortização constante com carência e com pagamento dos juros: as prestações são constantes e iguais ao valor dos juros durante o período de carência, no primeiro período após o período de carência os juros são acrescidos à amortização e a partir daí as prestações são decrescentes durante o restante do prazo de pagamento.
3. Sistema de amortização constante com carência e capitalização dos juros: permite que o tomador não tenha desembolsos durante todo o período de carência. Após o término do período de carência o tomador deve pagar todos os juros acumulados e a partir daí as prestações passam a ser decrescentes.
4. Sistema de amortização constante com carência com juros capitalizados e acrescidos ao saldo devedor: idêntico ao sistema apresentado no item anterior diferenciando-se no tocante ao pagamento dos juros acumulados durante o período de carência que são capitalizados e diluídos durante todo o período do empréstimo.
5. Sistema de Amortização Francês sem carência: estabiliza o valor das prestações pagas num valor constante e não dá carência ao tomador.
6. Sistema de Amortização Francês com carência e pagamento dos juros: permite que o tomador pague apenas o valor dos juros sobre o principal durante o período de carência e a partir daí estabiliza o valor das prestações pagas num valor constante.
7. Sistema de Amortização Francês com carência e capitalização dos juros: permite que o tomador não tenha desembolsos durante o período de carência e a partir daí estabiliza o valor das prestações pagas num valor constante.
8. Sistema de Amortização Americano: os desembolsos do tomador durante o período de empréstimo restringem-se aos juros sobre o saldo devedor, o qual deverá ser ressarcido ao credor apenas no final do período do empréstimo.
9. Sistema de Amortização Misto: tem características de prazo e carência intermediárias às dos Sistemas francês e constante.:

Do ponto de vista do montante desembolsado pelo tomador, temos o seguinte perfil comparativo das prestações:



Na pesquisa efetuada com vistas a este trabalho, notou-se uma predominância da utilização do Sistema Francês de Amortização com as opções dadas ao tomador para decidir sobre a existência e o prazo do período de carência.

crédito da instituição financiadora, que tem atividades em todo o território brasileiro.

Instrumento de Liquidez “A”

Custo informado	Taxa anual	Natureza
Parte Fixa	12%	Objetiva
Parte Variável	TR	Subjetiva

Estimativa do Custo Efetivo das Fontes

As fontes de financiamentos utilizadas para exemplificação são destinadas a empresas com necessidades de capital de giro e que atinjam faturamento até R\$ 672.670. Além disso as empresas devem ter finalidades lucrativas e serem aprovadas no processo de análise de

Forma de Amortização: Em 12 meses pelo sistema francês de amortização sem carência.

Exigências

<i>Tarifas e Impostos</i>	Custo anual	Natureza
Prêmio de seguro bancário	2,5% do empréstimo	Objetiva
Tarifas de serviços bancários	R\$ 18,00	Objetiva
Imposto sobre operações financeiras	6,0% do valor de face	Objetiva
CPMF	0,2% do valor líquido	Objetiva
<i>Colaterais</i>	Custo anual	Natureza
Conta corrente no banco há 3 meses	1,8% do saldo (10% do valor do empréstimo)	Subjetiva
Depósitos em caução	1,8% do saldo (110% do valor do empréstimo)	Subjetiva

Valor do crédito: R\$ 5.000,00

Análise de Sensibilidade sobre os Fatores Subjetivos

Custo anual	Cenário 1	Realista	Cenário 2
Taxa efetiva	34,4%	36,9%	39,5%
Taxa informada	12,0%	12,0%	12,0% ^{>}

Instrumento de Liquidez “B”

Custo informado	Taxa anual	Natureza
Parte Fixa	12%	Objetiva
Parte Variável	TR	Subjetiva

Forma de Amortização: Em 18 meses pelo sistema francês de amortização sem carência.

Exigências

<i>Tarifas e Impostos</i>	Custo anual	Natureza
Prêmio de seguro bancário	2,5% do empréstimo	Objetiva
Tarifas de serviços bancários	R\$ 18,00	Objetiva
Imposto sobre operações financeiras	6,0% do valor de face	Objetiva
CPMF	0,2% do valor líquido	Objetiva
<i>Colaterais</i>	Custo anual	Natureza
Conta corrente no banco há 3 meses	1,8% do saldo (10% do valor do empréstimo)	Subjetiva
Depósitos em caução	1,8% do saldo (110% do valor do empréstimo)	Subjetiva

Valor do crédito: R\$ 30.000,00

Análise de Sensibilidade sobre os Fatores Subjetivos

Custo anual	Cenário 1	Realista	Cenário 2
Taxa efetiva	27,1%	28,9%	30,7%
Taxa informada	12,0%	12,0%	12,0%

Instrumento de Liquidez “C” (pré-fixado)

Cenários utilizados para exemplo:

Variável	Cenário 1	Realista	Cenário 2
Descolamento da variação da TR em relação à inflação	-0,5%	0,0%	0,5%
Perdas devido a custos de oportunidade por ter que manter saldo mínimo no credor	10% do saldo	15% do saldo	20% do saldo
Perdas por dar depósitos em caução	0% do depósito	5% do depósito	10% do depósito

Custo informado	Taxa anual	Natureza
Parte Fixa	51,1%	Objetiva
Parte Variável	0%	Objetiva

Forma de Amortização: Em 18 meses pelo sistema francês de amortização com carência de 1 mês e capitalização dos juros.

Exigências

<i>Tarifas e Impostos</i>	<i>Custo</i>	<i>Natureza</i>
Comissão de abertura do crédito	2,5% do empréstimo	Objetiva
Tarifas de serviços bancários	R\$ 16,00	Objetiva
Taxa de cadastro	R\$ 24,00	Objetiva
Imposto sobre operações financeiras	6,0% do valor de face	Objetiva
CPMF	0,2% do valor líquido	Objetiva
<i>Colaterais</i>	Custo anual	Natureza
Conta corrente no banco há 3 meses	1,8% do saldo (10% do valor do empréstimo)	Subjetiva

Valor do crédito: R\$ 20.000,00

Análise de Sensibilidade sobre os Fatores Subjetivos

Custo anual	Cenário 1	Realista	Cenário 2
Taxa efetiva	77,5%	77,5%	77,6%
Taxa informada	51,1%	51,1%	51,1%

Instrumento de Liquidez “D”

Custo informado	Taxa anual	Natureza
Parte Fixa	37,7%	Objetiva
Parte Variável	TBF	Subjetiva

Forma de Amortização: Em 20 meses pelo sistema francês de amortização com carência de 2 meses e capitalização dos juros.

Exigências

<i>Tarifas e Impostos</i>	<i>Custo</i>	<i>Natureza</i>
Comissão de abertura do crédito	2,5% do empréstimo	Objetiva
Tarifas de serviços bancários	R\$ 16,00	Objetiva
Taxa de cadastro	R\$ 24,00	Objetiva
Imposto sobre operações financeiras	6,0% do valor de face	Objetiva
CPMF	0,2% do valor líquido	Objetiva
<i>Colaterais</i>	<i>Custo anual</i>	<i>Natureza</i>
Conta corrente no banco há 3 meses	1,8% do saldo (10% do valor do empréstimo)	Subjetiva

Valor do crédito: R\$ 20.000,00

Análise de Sensibilidade sobre os Fatores Subjetivos

Custo anual	Cenário 1	Realista	Cenário 2
Taxa efetiva	44,2%	53,1%	62,5%
Taxa informada	29,8%	29,8%	29,8%

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O custo de capital de terceiros contratado pela empresa apresenta substancial aumento quando acrescido de todos os custos aos quais a empresa incorre, efetivamente, para que seja viabilizada sua captação. Os itens de custos mais relevantes são atribuídos às influências objetivas, correspondem a impostos, às tarifas bancárias e aos prêmios de seguro.

Pode-se concluir, portanto, que o custo de capital de terceiros é mais alto do que a simples taxa de juros informada ao tomador, e somente com o ajuste do indicador do custo de capital será viabilizada a correta tomada de decisão pelo administrador financeiro.

BIBLIOGRAFIA

- ASSAF NETO, A.**, *Matemática Financeira e Suas Aplicações*, São Paulo, Atlas, 1ª edição, 1992.
- COPELAND, T.** et alii, *Valuation*, Nova Iorque, Wiley, 2ª edição, 1995.

- DAMODARAN, A.**, *Avaliação de Investimentos*, Rio de Janeiro, Qualitymark, 1ª edição, 1997.
- FORTUNA, Eduardo**, *Mercado Financeiro – Produtos e Serviços*, Rio de Janeiro, Qualitymark, 5ª edição, 1994
- GITMAN, Lawrence J.**, *Princípios de Administração Financeira*, São Paulo, Harbra, 7ª edição, 1997
- IUDÍCIBUS, S.**, *Teoria da Contabilidade*, São Paulo, Atlas, 4ª edição, 1995.
- PINHO, Diva B.** et alii (org.), *Manual de Economia*, São Paulo, Saraiva, 2ª edição, 1992.
- ROSS, S.A.** et alii, *Administração Financeira – Corporate Finance*, São Paulo, Atlas, 1ª edição, 1995.
- SCHERR, Frederick C.**, *Modern Working Capital Management -Texts and Cases*. New Jersey, Prentice Hall, 1989.