

ANÁLISE DAS VARIÁVEIS QUE INFLUENCIAM A ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS NO BRASIL

Régio Marcio Toesca Gimenes *

Resumo

Na teoria financeira, pode-se afirmar que os modelos que procuram explicar as decisões sobre estrutura de capital são os mais sofisticados; no entanto, as aplicações práticas desses modelos ainda não se mostraram satisfatórias, principalmente quanto à definição de uma melhor estrutura de capital. Nesse sentido, este artigo trata dos possíveis determinantes que podem influenciar as decisões sobre estrutura de capital, especificamente das empresas que atuam no mercado financeiro brasileiro.

Abstract

In the financial theory it's possible to affirm that the models that search to explain the decisions about the capital structure are the most sophisticated, however, the practical applications of these models don't present themselves satisfactories yet, principally about the definition of a capital structure. In this sense this article is about the possible determinants that can influence the decisions about capital structure, specifically enterprises capital structure that act in the Brazilian financial market.

* Docente da UNIPAR. Doutorando em Administração.

Introdução

Na teoria financeira, pode-se afirmar que os modelos que procuram explicar as decisões sobre estrutura de capital são os mais sofisticados; no entanto, as aplicações práticas desses modelos ainda não se mostraram satisfatórias, principalmente quanto à definição de uma melhor estrutura de capital.

1. Fatores determinantes do nível de endividamento

Com relação ao nível de endividamento das empresas, pode-se relacionar os seguintes determinantes que influenciam esta decisão:

a) Inflação: o efeito da inflação nos níveis de endividamento está relacionado aos benefícios fiscais.

Quando ocorre um aumento antecipado das taxas de inflação, aumenta-se o valor da dívida contraída e, conseqüentemente, eleva-se o valor real da dedução de impostos referentes aos encargos financeiros sobre a dívida contraída.

Um segundo efeito da inflação sobre o nível de endividamento refere-se à criação de uma situação em que a empresa passa a ser um devedor monetário líquido, ou seja, aquela proveniente da redução do

valor nominal das dívidas da empresa que foram contratadas sem cláusulas de correção monetária.

Com a presença da inflação, a empresa procuraria aumentar as contas do passivo e reduzir as contas do ativo, pois, dessa forma, teria um ganho líquido inflacionário.

b) Impostos: um aumento na taxa de tributação empresarial produz o efeito de aumentar a participação dos recursos de terceiros na estrutura de capital das empresas através da obtenção de benefícios fiscais, o que tornaria os empréstimos uma fonte onerosa de recursos, do que as outras opções que a empresa teria disponível no mercado.

Deve-se salientar também que as taxas de tributação das pessoas físicas também possuem uma influência importante na definição de um nível de endividamento máximo.

Este tipo de tributação não foi considerado nos modelos de balanceamento entre benefícios fiscais – custos de falência e agenciamento, mas foi considerado no modelo de Miller, em que o efeito de uma elevação na tributação das pessoas jurídicas e físicas sobre os níveis de endividamento de uma empresa são menores do que aquele produzido quando apenas a tributação empresarial é elevada.

Em síntese, a elevação na tributação pessoal pode reduzir os ganhos provenientes dos benefícios fiscais oriundos de uma elevação das taxas de tributação empresarial.

c) Taxas de juros: na medida em que as taxas de juros sobem, pode-se verificar dois efeitos sobre o nível de endividamento. O primeiro seria o aumento do custo financeiro, fator que desmotivaria o aumento dos níveis de endividamento, uma vez que a empresa passaria a ter riscos financeiros mais altos. O segundo, seria um aumento no valor dos seus benefícios fiscais, uma vez que o valor a ser deduzido para determinar a base de cálculo para os impostos seria maior.

d) Setor industrial: existe uma evidente diferença entre os níveis de endividamento de um setor para outro.

Essa diferença está relacionada aos índices de rentabilidade das empresas que operam em

determinado setor, ou seja, quanto maiores forem as taxas de rentabilidade das empresas menor será o seu nível de endividamento.

Os estudos empíricos também mostram que as empresas que possuem proporções elevadas de ativos intangíveis, muitas oportunidades de crescimento, e investem muito em pesquisa e desenvolvimento de novos produtos, como a indústria farmacêutica, por exemplo, apresentam baixos níveis de endividamento.

Pode-se concluir pela existência de uma evidência de que as empresas de um setor industrial perseguem um nível de endividamento desejado e que não é possível estabelecer uma fórmula única que determine o máximo endividamento.

e) Tamanho: existe uma relação direta entre o tamanho da empresa e o seu nível de endividamento.

Empresas maiores pulverizam seus investimentos, têm maior acesso ao mercado de capitais, conseguem uma avaliação mais favorável do mercado com relação ao risco de seus títulos de dívidas e, portanto, pagam um custo financeiro menor em seus financiamentos.

Dessa forma, conclui-se que as empresas maiores possuem graus de endividamento superiores às empresas de menor porte.

f) Perspectivas de crescimento: empresas com altas taxas de crescimento em média possuem altos índices de endividamento, uma vez que procuram ter maior flexibilidade em suas estruturas de financiamento, o que as conduziria à emissão de dívidas cuja natureza permitiria ser contraída e liquidada com maior facilidade do que os recursos provenientes do capital próprio, sem contar, no entanto, com os benefícios fiscais gerados pelo endividamento.

Os estudos empíricos mostram que empresas que operam com altas taxas de crescimento possuem relativamente um montante razoável de empréstimos de curto prazo em relação aos seus ativos totais.

Esse fato é resultado de uma tentativa de reduzir os custos de agenciamento que obviamente são maiores nos financiamentos de longo prazo e,

principalmente, nesse tipo de empresa onde existe uma maior flexibilidade de escolha diante de investimentos futuros.

g) Risco do negócio: o risco do negócio de uma empresa está relacionado ao grau de variabilidade do lucro antes dos juros e imposto de renda (LAJIR).

É o risco que resulta da incapacidade de uma empresa cobrir os seus custos operacionais fixos, ou seja, à medida que os custos operacionais fixos crescem, necessariamente a empresa deverá providenciar um maior volume para atingir o seu ponto de equilíbrio.

Dessa forma, o ponto de equilíbrio constitui-se em um indicador de risco do negócio, no sentido de que, quanto mais elevado, maior o risco do negócio para a empresa.

Como existe um princípio em que para maiores riscos exigem-se maiores retornos, no caso da empresa com maior risco do negócio, o maior retorno seria produzido por uma taxa mais acelerada de crescimento do LAJIR em relação aos acréscimos produzidos nas vendas.

Disso resulta uma maior alavancagem operacional, ou seja, justifica-se um maior risco do negócio na expectativa de obterem maiores retornos com o aumento das vendas.

O grau de endividamento possui uma relação inversa com o risco do negócio, uma vez que a maior variabilidade do LAJIR significa maior risco de não cobertura dos encargos financeiros fixos, gerados pelo aumento do endividamento.

A estrutura de ativos, no que se refere a uma maior parcela de ativos fixos que, por sua vez, geram níveis maiores de custos fixos, também definem um menor grau de endividamento, uma vez que o valor residual do lucro operacional que pode ser usado para a cobertura dos juros, é menor.

h) Taxas de lucratividade: existe uma hierarquização na utilização das fontes de financiamento nas empresas que, segundo vários estudos empíricos, seguem a seguinte ordem: lucros retidos, endividamento e emissão de capital próprio.

A explicação para tal ordem de preferência é

que os recursos gerados internamente pela empresa possuem um custo mais baixo e é extremamente difícil para os investidores avaliarem as novas ações, pois os executivos conhecem mais os seus projetos de investimento do que os investidores (informação assimétrica).

A teoria da ordem de captação pode explicar por que as empresas mais lucrativas, como, por exemplo, as pertencentes à indústria farmacêutica possuem baixos níveis de endividamento.

As empresas com maiores taxas de lucratividade utilizam menor quantia de capitais de terceiros, porque têm maior capacidade de auto-financiamento através da geração de lucros retidos e esse auto financiamento tem preferência sobre as demais fontes de recursos pela teoria do *pecking order*.

i) Estrutura dos ativos: empresas que possuem um maior volume de ativos tangíveis possuem maior nível de endividamento, devido ao fato de poderem oferecer um maior valor em garantia para os seus respectivos empréstimos.

A emissão de dívidas para financiar projetos mais arriscados de investimento, como os ativos provenientes de pesquisa e desenvolvimento ou aquisição de empresas com altas taxas de crescimento, é atraente para os executivos que dirigem a empresa, pois, em geral, essa atitude transfere renda dos credores para os proprietários.

A explicação para esse fato é que os acionistas proprietários possuem responsabilidade limitada no caso de uma liquidação da empresa, desfrutando de todos os ganhos adicionais de um projeto que deu certo, enquanto os credores, no caso de projetos bem sucedidos, possuem os seus ganhos limitados ao pactuado nas cláusulas contratuais do empréstimo e assumem a totalidade do risco de não receberem seu investimento no caso de um projeto fracassado.

j) Custos de falência: os custos de falência constituem-se em fator importante na definição do nível melhor de endividamento das empresas, na medida em que os executivos devem balancear o valor

presente dos benefícios fiscais gerados por um endividamento adicional e o valor presente dos custos marginais de falência provenientes de um aumento da alavancagem financeira.

Basicamente pode-se definir três custos de falência: o primeiro depende dos objetivos por que a falência é requerida pelos credores, quais sejam: a liquidação completa da empresa ou a sua reorganização.

No caso da liquidação, o custo é o reflexo do baixo valor conseguido pela venda dos seus ativos no mercado; e no caso de reorganização, o custo está associado à redução nas perspectivas de vendas, uma vez que a confiança na empresa, por parte dos clientes, é abalada, como também o fornecimento de recursos para sustentar as atividades operacionais da empresa serão mais escassos.

O segundo custo de falência refere-se às despesas administrativas do próprio processo, como gastos com peritagem, honorários advocatícios e despesas correlatas.

O terceiro e último custo de falência está associado à não possibilidade de a empresa desfrutar dos benefícios fiscais provenientes do processo de alavancagem.

k) Benefícios fiscais não gerados por endividamento: os benefícios fiscais oriundos de outras fontes que não sejam as dívidas constituem-se em importante variável para explicar as diferentes estruturas de capital entre os diferentes setores industriais.

Compõem esses benefícios os vinculados ao valor das despesas de depreciação e os créditos fiscais para determinados investimentos onde o poder público tem interesse.

O que pode ser constatado é que empresas com altos valores de despesas com depreciação e incentivos fiscais para investimentos apresentam menores níveis de endividamento, funcionando como verdadeiros substitutos das despesas financeiras como redutor da base fiscal tributável.

2. O grau de endividamento e a realidade brasileira

O objetivo maior das empresas, quando perseguem uma melhor estrutura de capital é maximizar o seu valor de mercado e seu efeito só acontece quando o *mix* de suas fontes de financiamento produz um custo médio ponderado de capital inferior à taxa de retorno de seus projetos de investimento.

Teoricamente, a composição das fontes em capitais de terceiros e próprios só deverá adicionar valor à empresa, quando o mercado de capitais for imperfeito, porque, caso contrário, quando os mercados são perfeitos, artifícios como os da arbitragem, por exemplo, citados em Modigliani e Miller, anulam o ganho adicional.

Como o mercado de capitais no Brasil ainda é considerado pequeno e com baixos índices de eficiência, espera-se teoricamente que o aumento nos graus de alavancagem financeira por parte das empresas contribua com grandes benefícios para o seu processo de expansão, o que na realidade se apresenta de forma bastante diferente.

Dentre os determinantes do processo de endividamento das empresas brasileiras, destacam-se os seguintes:

a) Recursos de terceiros a juros subsidiados: existe a possibilidade de se conseguir ganhos adicionais com o processo de aumento do endividamento através da obtenção de empréstimos a juros subsidiados e prazos extremamente atraentes; no entanto, as linhas de crédito são governamentais, e bastante seletivas, principalmente atendendo às grandes corporações, mesmo assim bastante escassas.

b) Devedor monetário líquido: por devedor monetário líquido entende-se a empresa que possui passivos monetários maiores do que seus ativos monetários, uma vez que se entenda ativos e passivos não sujeitos a qualquer forma de correção monetária de seus valores.

Logo, com a inflação ocorrerá um ganho em função da perda dos valores dos passivos monetários,

o que induziria a aumentar os seus valores na estrutura de capital.

c) Taxas de juros: as taxas nominais de juros, pactuadas nos contratos de empréstimos, estão sujeitas a um alto nível de risco em função das oscilações da inflação e da diferença entre a taxa nominal e a praticada pelo mercado.

Assim, o risco associado às taxas nominais depende da diferença entre a inflação estimada e a real, bem como da diferença entre os juros reais praticados pelo mercado e as taxas declaradas em contrato.

O grau de risco será maior, quanto maiores forem as oscilações nas taxas de inflação e juros, o que tem ocorrido constantemente na realidade brasileira.

d) Benefícios fiscais: como a carga tributária no Brasil é extremamente alta, é significativa a economia de impostos que as empresas podem obter através do maior nível de endividamento.

Os encargos financeiros são dedutíveis para efeito de cálculo do imposto de renda das pessoas jurídicas, produzindo um benefício fiscal igual ao produto da alíquota do referido imposto pelos encargos financeiros gerados pela dívida.

No entanto, esse ganho fiscal deve ser balanceado com o maior risco financeiro proveniente dessa expansão nos níveis da dívida, uma vez que ocorre a elevação dos custos esperados de falência o que leva os credores a exigirem um prêmio maior pelo risco assumido nas suas taxas de retorno.

e) Oferta e demanda de empréstimos: a conjuntura econômica e social do Brasil apresenta-se ainda bastante instável, com freqüentes alterações nas taxas de juros praticadas pelo mercado.

Esse risco oriundo da instabilidade provoca uma escassez das fontes de financiamento a longo prazo.

Pelo lado da demanda dos empréstimos, observa-se que, mesmo havendo vantagens em financiar-se pelo aumento do endividamento, as empresas brasileiras não o fazem, em razão do custo financeiro extremamente alto das fontes de recursos,

o que incorre em riscos financeiros superiores às ditas vantagens da utilização do capital de terceiros.

Uma outra variável que implica na baixa demanda por empréstimos é que os executivos têm muitas dificuldades de prever os prováveis cenários da economia e, por conseqüência, da sua própria empresa, o que reflete em uma posição de alto risco, haja vista, a incerteza quanto à cobertura dos encargos financeiros fixos da dívida que devem ser cobertos pela empresa.

Também é importante salientar o fato de que as empresas brasileiras, em sua maioria, possuem o controle e a gestão dos negócios associados a grupos familiares, o que implica, no caso de um processo de falência, em que todos os custos serão suportados pela riqueza do acionista controlador, já que se confundem o seu patrimônio pessoal e o da empresa.

Esse fato produz uma posição conservadora com relação ao aumento do endividamento, já que isso incorre em aumentar o risco de perder o patrimônio da empresa e, portanto, a riqueza pessoal do acionista controlador.

Segundo PROCIANOY (1994), o acionista controlador possui a maioria dos seus ativos aplicados na empresa; isto significa que existe pouca diversificação nos seus investimentos.

Assim, o controlador procura como alternativa reduzir o seu risco individual, diminuindo o risco da empresa, produzindo uma estrutura de capital com baixos níveis de endividamento.

O alto risco assumido pela empresa no aumento do seu grau de endividamento representa um aumento do seu risco individual.

Para KRAMER (1996), no caso das empresas brasileiras, quando o aumento do grau de endividamento está diretamente relacionado com o risco pessoal do proprietário, é lógico que o mesmo, representando a empresa, interrompa o processo de endividamento, quando o benefício marginal da dívida não compensar o acréscimo no seu risco pessoal.

Nesse caso, a emissão de ações poderia ser utilizada para reequilibrar a composição entre recursos próprios e de terceiros a um nível de risco suportável

pelo acionista controlador.

Na realidade do mercado brasileiro de capitais, em função das turbulências impostas por uma conjuntura econômica em que as regras do jogo mudam a cada momento, resta às empresas a captação de recursos de curto prazo, mesmo sendo inadequados para financiar o seu processo de expansão, ora pelo prazo, ora pelo seu alto custo.

f) O mercado acionário brasileiro: pela Lei 6.404 /76 (Lei das Sociedades Anônimas) existem no mercado acionário brasileiro dois tipos básicos de ações: as ordinárias e as preferenciais.

As ações ordinárias são as que dão ao seu titular o direito a voto na assembléia geral dos acionistas; portanto, o acionista ordinário, ou comum, como é denominado no Brasil, participa do processo de gestão da empresa.

As ações preferencias não conferem direito a voto a seus titulares; mas, pela lei, possuem uma preferência no recebimento dos dividendos que, no mínimo, devem corresponder a 25 % do lucro líquido ao final do exercício.

Os acionistas preferenciais, também em casos de falência, possuem o direito de receber o capital residual antes dos acionistas ordinários que, por sua vez, têm seus direitos subordinados a todos os demais credores.

Segundo PROCIANOY (1993), na realidade do mercado brasileiro, os acionistas preferenciais não desfrutam da preferência com relação à distribuição dos dividendos.

A distribuição do lucro ocorre entre os acionistas ordinários e preferenciais, não existindo a prioridade estabelecida pela lei.

A manutenção do controle acionário na empresa brasileira ocorre, quando o controlador detém no mínimo 1/6 (16,67 %) do total de ações, porque a lei estabelece que uma empresa deverá possuir no mínimo 1/3 do capital próprio em ações ordinárias, podendo emitir até 2/3 de ações preferenciais.

Observa-se no mercado um volume muito maior de ações preferenciais do que ações ordinárias,

o que provoca uma situação de baixa liquidez para as ações ordinárias no mercado.

Essa situação é causada pelo grupo controlador que procura deter 51 % de suas ações ordinárias para garantir o controle da empresa, dificultando para os acionistas ordinários minoritários qualquer ganho de capital na comercialização de suas ações, uma vez que a liquidez para esse tipo de título é muito pequena, quando não a sua venda sempre implica em um alto deságio exigido pelos prováveis compradores.

Devido a tais características bastante peculiares ao mercado brasileiro de capitais, as ações preferenciais gozam de alta liquidez, sendo seu retorno a principal preocupação dos acionistas minoritários, uma vez que os ganhos de capital, provenientes da posse das ações ordinárias, está restrito a um grupo bem definido que possui o controle societário da empresa.

RUDGE & CAVALCANTE (1993) acreditam que, à medida que o mercado brasileiro de capitais se desenvolve, e isto signifique mais eficiência e pulverização dos investimentos, o alvo dos investidores deverá ser desviado das ações preferenciais para as ordinárias, devido às maiores disputas de interesse no controle do capital das empresas.

Como a política econômica do governo brasileiro tem-se mostrado bastante instável, as empresas de maneira geral não têm procurado financiar seus processos de expansão com aumento de passivos, principalmente em função das altas taxas de juros.

No mercado acionário, o cenário não é diferente, uma vez que o preço das ações tem apresentado alta volatilidade, o que tem levado as empresas a evitar a emissão de ações.

Analisando o ambiente financeiro em que atuam as empresas nacionais, pode-se observar que elas mesmas estão substituindo os passivos onerosos e a emissão de ações como forma de captação de capitais próprios pela utilização dos recursos gerados internamente, ou seja, preferencialmente procuram o

seu auto-financiamento.

financiamento para um setor industrial. Dissertação de Mestrado. São Paulo: FEA/USP, 1995. p. 196.

Bibliografia

01. BRADLEY, M.; JARRELL, G. e KIM, E. H. **On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence**, Journal of Finance, Julho de 1984. pp. 857-878.
02. BRANDER, J. A. & LEWIS, T.R. **Oligopoly and Financial Structure: The Limited Liability Effect**. American Economic Review, 76, 1986. p. 956-970.
03. BREALEY, Richard A. **A Critique of Capital Structure Theory and Testing**. Working paper, London Business School, Jul 1980.
04. BONNESS, A. J. & FRANKFURTER, G. M. **Evidence of Non-Homogeneity of Capital Costs within Risk Classes**. Journal of Finance, Jun 1977. p. 775-787.
05. CARNAÚBA, W. M. **Estrutura de capital: teoria da sinalização e teoria de controle**. Dissertação de Mestrado. São Paulo: EAESP/FGV, 1993. p. 112.
06. CARVALHO, G. **Estrutura de capital e endividamento das sociedades anônimas de capital aberto no Brasil no período de 1986 a 1990: uma análise setorial**. Dissertação de Mestrado. São Paulo: PUC, 1992. p. 243.
07. CASELANI, C. N. **Emissão de ações: fonte de crescimento ou redutora do risco financeiro?** Dissertação de Mestrado. Porto Alegre: UGRS, 1996. p. 95
08. COUTO, M. A. **Estrutura de Capital: um estado acerca da relevância da decisão de**
09. DEANGELO, H. e MASULIS, R. **Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation**. Journal of Financial Economics, março de 1980. pp. 3-30.
10. FERRI, M. e JONES, W. H. **Determinants of Financial Structure: a New Methodological Approach**. Journal of Finance, junho de 1979. pp. 631-644.
11. FILARDO, Maria Lúcia R. **Fontes de Financiamento das Empresas no Brasil**. Dissertação de Mestrado, Rio de Janeiro: FEA-USP, Departamento de Economia, 1979. Editado pela Área de Representação do BNDE em 1980.
12. HAUGEN, R. & SENBET, L. W. **The Irrelevance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure**. Journal of Finance, 33, Jun 1978. p. 383-394.
13. HARRIS, Milton & RAVIV, Artur. **Capital Structure and the Informational Role of Debt**. The Journal of Finance. v. 45, n.2, 1990. p. 321-349.
14. _____. **The Theory of Capital Structure**. The Journal of Finance. v. 46, n.1, 1991. p. 297-356.
15. HELWEGE, Jean & LIANG, Nellie. **Is there a pecking order?** Evidence from a panel of IPO firms. Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, Washington, D. C., 1994.
16. JENSEN, M. C. e MECKLING, W. H. **Theory**

- of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.** Journal of Financial Economics, outubro de 1976. pp. 305-360.
17. KIM, E. A. **A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity.** Journal of Finance, Mar 1978. p. 45-64
18. KRAUS, A.; LITZENBERGER, R. H. **A State Preference Model of Optimal Financial Leverage.** Journal of Finance, Sep 1973. p. 911-922.
19. KRAMER, R. **Estruturas de capital: um enfoque sobre a capacidade máxima de utilização de recursos de terceiros das empresas negociadas nas Bolsa de Valores de São Paulo.** Dissertação de Mestrado. Porto Alegre: URS, 1996. p. 100.
20. LOUGHRAN, Tim & RITTER, Jay R. **The Operating Performance of Firms Conducting.** Seasoned Equity Offerings, mimeo, 1995.
21. MASULIS, R. **The Effects of Capital Structure Change on Security Prices.** Unpublished P.H.D. Dissertation (University of Chicago, Chicago), 1978.
22. MAZZEO, L. M. **Fontes de financiamento do processo de expansão das empresas de fertilizantes nas regiões centro e sul do Brasil, 1978 – 1985.** Dissertação de Mestrado. São Paulo: EAESP/FGV, 1989. p. 170.
23. NAKAMURA, W. T. **Estrutura de capital das empresas no Brasil.** Dissertação de Mestrado. São Paulo: FEA/USP, 1992. p. 124.
24. PROCIANOY, Jairo Laser. **O processo sucessório e a abertura de capital nas empresas brasileiras: objetivos conflitantes.** Revista de Administração de Empresa – RAE. v. 34, n. 4, 1994. p. 74-84
25. RUDGE, Luiz Fernando & CAVALCANTE, Francisco. **Mercado de Capitais.** Belo Horizonte, CNBV, 1993.
26. SCHWARTZ, E. & ARONSON, J. R. **Some Surrogate Evidence in Support of The Concept of Optimal Capital Structure.** Journal of Finance, Mar 1967. p. 10-18.
27. TITMAN, S. **The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision.** Journal of Financial Economics, março de 1984. pp. 137-151.
28. _____. e WESSELS, R. **The Determinants of Capital Structure Choice.** Journal of Finance, março de 1998. pp. 1-19.
29. WARNER, J. **Bankruptcy, Absolute Priority, and the Pricing of Risky Debt Claims.** Journal of Financial Economics, maio de 1997. pp. 239-276.