



ESTRUTURA DE CAPITAL E O PROCESSO DE ALAVANCAGEM FINANCEIRA: UMA DISCUSSÃO SOBRE A RELAÇÃO ENTRE NÍVEIS DE ENDIVIDAMENTO E LUCRATIVIDADE

¹Juliano Di Luca

²Marcos Jerônimo Goroski Rambalducci

RESUMO

O presente trabalho discute as formas de estrutura de capital utilizadas pelas empresas e sua relação com a alavancagem financeira das mesmas. O perfil da gestão é mostrado como um dos principais influenciadores no processo de alavancagem financeira. Os pontos positivos e negativos do endividamento são mostrados, e o conceito de estrutura ótima, defendido por alguns autores, é discutido.

PALAVRAS-CHAVE: Estrutura de Capital; Alavancagem Financeira; Endividamento; Estrutura Ótima de Capital; Risco Financeiro.

ABSTRACT

The present paper deals with capital structure choices and their relation to financial leverage. The profile of management is shown as one of the most important factors in the financial leverage processes. Debt advantages and disadvantages are shown, and the concept of optimal capital structure, defended by some authors, is discussed.

KEY-WORDS: Capital Structure; Financial Leverage; Debts; Optimal Capital Structure; Financial Risk.

¹ Docente da UniFil. Mestre em Administração de Empresas pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. Docente e pesquisador na área de Estratégia Empresarial e Análise Organizacional. *E-mail:* julianodl@yahoo.com

² Mestre em Administração de Empresas pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. Docente e pesquisador na área de *Marketing*. *E-mail:* goroski@sercomtel.com.br

INTRODUÇÃO

Ao se expandir as empresas necessitam de capital, seja de origem própria ou de terceiros (BRIGHAM e HOUSTON, 1999, p.448). A maneira pela qual a empresa organiza esta necessidade de capital é a chamada estrutura de capital da empresa. Segundo ROSS, WESTERFIELD e JAFFE (1995, p.27), “a estrutura de capital indica as proporções de financiamento com capital próprio e capital de terceiros de curto e de longo prazo”.

Apesar da estrutura de capital ser uma das áreas mais complexas na tomada de decisões financeiras, devido ao seu inter-relacionamento com outras variáveis de decisões financeiras (GITMAN, 1997, p.430), uma determinada estrutura de capital pode maximizar os lucros da empresa e servir como uma excelente ferramenta de alavancagem financeira.

A essência deste sucesso está associada ao que alguns administradores financeiros chamam de estrutura ótima de capital. Esta estrutura ótima de capital resulta do equilíbrio dos custos e benefícios dos empréstimos, para minimizar o custo médio ponderado de capital (GITMAN, 1997, p.430), ou, ainda, segundo BRIGHAM e HOUSTON (1999, p.449), a estrutura ótima de capital é o equilíbrio entre risco e retorno que maximiza o preço das ações de uma empresa.

Estes benefícios do endividamento talvez tenham sido o principal fator dos crescentes níveis de endividamento das empresas norte-americanas. Segundo WESTON e BRIGHAM (2000, p.657), “o índice de endividamento da empresa média norte-americana elevou-se de cerca de 47% em 1972 para quase 60% em princípios de 1991.”

Porém, os especialistas estão longe de alcançar um consenso: se altos níveis de endividamento são benéficos ou não para uma empresa. Henry Kaufman, um economista bem conhecido de *Wall Street*, argumentou que os níveis de endividamento haviam se elevado tanto que um pequeno revés econômico poderia transformar-se em grande recessão. Por outro lado, John Paulus, o principal economista da *Morgan Stanley*, contra-argumenta dizendo que a dívida constitui a fonte mais barata de capital e que, para as empresas norte-americanas competirem eficazmente nos mercados globais, elas devem captar ainda mais recursos financeiros (WESTON e BRIGHAM, 2000, p.657).

O caso da *Crown Cork & Seal Company*,³ uma empresa de 4,5 bilhões, listada na NYSE, é um bom exemplo de utilização vantajosa de capital de tercei-

³Extraído de BRIGHAM, E. F.; HOUSTON, J. F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 1999. p.448.

ros. Durante um período de dez anos, de 1983 a 1993, a *Crown* aumentou sua dívida de \$15,6 milhões para \$860 milhões, ou seja, em mais de 5.000 por cento. Nesse meio tempo, seu capital acionário aumentou em apenas 148 por cento. Como a *Crown* ganhou muito mais sobre seus ativos do que o custo de sua dívida, seus lucros subiram acentuadamente, o que levou o preço de suas ações de \$3 para \$40.

Por outro lado, o endividamento representou a destruição para diversos grandes varejistas, incluindo a *Federated Department Stores* e a *R.H. Macy & Company*.⁴ O problema começou em 1986, quando Edward Finkelstein, ex-presidente do conselho da *Macy*, realizou uma aquisição financiada por capital de terceiros, deixando a *Macy* tão endividada que, mais tarde, a empresa se viu forçada à falência. Então, em 1988, Robert Campeau, um empreendedor imobiliário canadense, utilizou capital de dívida para comprar a *Federated*. Logo após, a *Federated* foi à falência porque não podia pagar os juros de suas dívidas. Em ambos os casos, os acionistas tiveram grandes perdas.

Como se pode perceber, o endividamento pode gerar resultados significativos, assim como catastróficos. É a partir deste entendimento que este artigo procura fazer uma revisão das diversas correntes atuais, abordando a forma pela qual **a correta gestão da estrutura de capital pode auxiliar a organização na alavancagem de seus recursos e conseqüente maximização dos lucros**, mostrando também os perigos decorrentes dos variados níveis de endividamento e a influência que o perfil da gestão da empresa tem sobre sua estrutura.

DEFININDO A ESTRUTURA DE CAPITAL DESEJADA

As fontes de recursos de uma empresa (passivo) sempre estão estruturadas de alguma forma, independentemente dessa estrutura ser o reflexo de um prévio planejamento ou não. Essa estrutura de capital, para que seja eficiente e sirva como alavanca para o desenvolvimento empresarial, precisa ser previamente definida de acordo com alguns princípios básicos.

BRIGHAM e HOUSTON (1999) explicam que quatro fatores principais influenciam as decisões sobre a estrutura de capital:

1. O risco do negócio, ou o grau de risco inerente às operações da empresa, caso não utilize capital de terceiros. Quanto maior for o risco do negócio da empresa, mais baixo será seu grau de endividamento ótimo.
2. A posição tributária da empresa. Uma das principais razões para se usar capital de terceiros é que os juros podem ser deduzidos para fins de impostos, o que reduz o custo efetivo da dívida. No entanto, se a maior parte do

⁴ Op. Cit.

lucro de uma empresa já está protegida da tributação por meio de escudos tributários de depreciação ou por compensação de prejuízos fiscais anteriores, sua alíquota de impostos será baixa, de modo que a dívida não será tão vantajosa quanto seria para uma empresa com uma alíquota de impostos efetiva mais alta.

3. Flexibilidade financeira, ou a capacidade de levantar capital sob condições *razoáveis em situação adversa*. *Os administradores financeiros de empresas sabem que uma oferta uniforme de capital é necessária para operações estáveis – o que é vital para o sucesso a longo prazo. Eles também sabem que, quando há redução de crédito na economia, ou quando uma empresa está passando por dificuldades operacionais, os provedores de capital preferem fornecer fundos a empresas com balanços patrimoniais fortes. Portanto, tanto a necessidade potencial futura de fundos como as conseqüências de uma deficiência de fundos têm grande influência na estrutura de capital desejada – quanto maior for a necessidade futura provável de capital e quanto piores forem as conseqüências de uma falta de capital, mais forte precisa ser o balanço patrimonial.*

4. *Conservadorismo ou agressividade da administração*. *Alguns administradores são mais agressivos que outros e por isso algumas empresas são mais propensas à utilização de dívidas para alavancar os lucros. Este fator não afeta a estrutura de capital ótima ou maximizadora de valor, mas influencia a estrutura de capital desejada (1999, p.449).*

A estrutura escolhida com base nestes princípios será chamada de estrutura de capital desejada. Essa estrutura não é estática, podendo mudar ao longo do tempo, à medida que mudam as condições, mas, em qualquer dado momento, a gerência tem em mente uma estrutura de capital específica (BRIGHAM e HOUSTON, 1999, p.449). Esse grau de endividamento existente é monitorado para que fique dentro de uma variação previamente estabelecida. Se, por exemplo, na composição de sua estrutura, uma empresa optar por manter o capital de terceiros em torno de 45%, e se, por qualquer motivo, este índice começar a crescer, é provável que os recursos para a nova expansão deverão originar-se de financiamento interno a fim de ajustar a quantidade de capital próprio e capital de terceiros.

Financiamento interno “surge das operações da empresa (...), inclui fontes como lucros retidos, salários provisionados ou contas a pagar” (BODIE e MERTON, 1999, p.296). Um exemplo simples de financiamento interno é o caso de uma empresa que obtém lucros e os reinveste em novas fábricas e equipamentos. O financiamento externo “ocorre sempre que os gerentes da empresa

precisam levantar fundos através de investidores e financiadores externos” (1999, p.396), como, por exemplo, através da emissão de debêntures ou ações para financiar a compra de uma nova fábrica e equipamentos.

Desta forma, entende-se a alternância entre fontes internas e externas de financiamento como o mecanismo básico que as empresas utilizam para fazer com que a sua estrutura de capital real esteja sempre igual ou próxima de sua estrutura de capital desejada.

ALAVANCAGEM FINANCEIRA

BREALEY e MYERS trabalham com o seguinte entendimento:

O recurso básico de qualquer empresa é a corrente de fluxos de tesouraria produzida pelos seus ativos. Quando a empresa é inteiramente financiada por capitais próprios, todos esses fluxos da tesouraria pertencem aos acionistas. Quando emite dívida e ações, a empresa compromete-se a dividir os fluxos de tesouraria em duas partes: uma, relativamente segura, que se destina aos detentores da dívida, e uma outra, com maior risco, que se destina aos detentores de ações (1998, p.447).

Podemos dizer que a empresa que se financia em parte por dívidas é uma empresa que trabalha alavancada em um determinado grau. Segundo a definição de BRIGHAM e HOUSTON (1999, p.456), alavancagem financeira é o grau de utilização de títulos de renda fixa (de dívida e ações preferenciais) na estrutura de capital de uma empresa.

Sendo assim, se uma empresa faz uma captação de dinheiro contraindo dívidas e sua capacidade em gerar lucros é superior às taxas emprestadas, então o excedente pode ser considerado o resultado da alavancagem. GITMAN (1997, p.116) explica que, quanto maior o endividamento a custos fixos, ou alavancagem financeira, de uma empresa, maiores serão seu risco e retorno esperados.

Mas, se pensarmos no princípio básico de investimento, em que o aumento do retorno deve ser proporcional ao aumento do risco, então os ganhos da alavancagem seriam ilusórios, uma vez que o prêmio do investidor é aumentado devido ao aumento de risco. Num mercado perfeito, uma dada combinação de valores imobiliários é tão boa quanto outra (BREALEY e MYERS, 1998, p.449), ou, em outras palavras, independentemente de sua estrutura de capital, o valor da empresa não se altera.

Modigliani e Miller (*apud* ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 1995, p.302) apresentam um argumento convincente, dizendo que uma empresa não pode alterar o valor total de seus títulos mudando as proporções de sua estrutura de capital. Em outras palavras, o valor da empresa é sempre o mesmo, qualquer que seja a estrutura de capital, entendendo-se desta forma que nenhuma estrutura de capital é melhor ou pior do que qualquer outra, para os acionistas da empresa. A razão disto é a seguinte: à medida em que a empresa acrescenta mais capital de terceiros, o capital próprio remanescente se torna mais arriscado. À medida que esse risco se eleva, o custo de capital próprio acaba aumentando. O aumento do custo do capital próprio remanescente compensa a vantagem obtida com a maior proporção da empresa financiada com o capital de terceiros mais barato. Na verdade, Modigliani e Miller provam que os dois efeitos compensam um ao outro exatamente, de modo que o valor da empresa e o custo geral de capital acabam sendo insensíveis ao grau de endividamento (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 1995, p.312).

Mas este raciocínio, inicialmente fácil de entender, acaba por gerar um certo desconforto e confusão, uma vez que, se uma empresa consegue uma fonte de financiamento mais baixo que seus concorrentes, então esta poderá gerar retornos desiguais, já que o risco da empresa é o mesmo que seu concorrente, porém com um custo de capital inferior.

Este modelo, apesar de coerente, sustenta-se nas premissas da concorrência perfeita, com os mercados de capitais completos e perfeitos, que é a base dos estudos de Modigliani e Miller, nos quais todas as empresas têm acesso às mesmas fontes de recursos e informação, o que acaba por ocasionar um equilíbrio geral, uma vez que não existe nenhum tipo de favorecimento.

A própria analogia empregada por Modigliani e Miller, utilizando alimentos, acaba por elucidar esta questão quando consideram um produtor de laticínios que tem duas opções. Se, por um lado, pode vender leite integral, por outro, tem a opção de vender uma combinação de creme e leite semi-desnatado. Embora o agricultor possa elevar um preço por causa do creme, o preço do leite semi-desnatado é baixo, o que significa que não há ganho algum. Na verdade, imagine que a receita da estratégia de venda de leite integral seja menor do que a da estratégia combinando creme e leite semi-desnatado. Indivíduos que desejassem fazer arbitragem comprariam o leite integral e o transformariam, eles mesmos, em creme e leite semi-desnatado, e os venderiam separadamente. A concorrência entre os indivíduos que fizessem arbitragem tenderia a elevar o preço do leite integral até que o resultado com as duas estratégias fosse equacionado. Portanto, o valor do leite é independente do modo pelo qual o leite é transformado e vendido (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 1995, p.312).

O aumento do lucro seria ilusório, uma vez que este não seria nada mais nada menos que uma maneira de compensar o aumento do risco. Mas, então,

como as empresas podem se utilizar de dívidas, e obter lucros desproporcionais ao aumento do risco?

Como não vivemos em um mundo ideal e perfeito, as empresas acabam por se beneficiar de fontes exclusivas de financiamento, o que lhes proporciona um custo mais baixo de financiamento em relação aos seus concorrentes. Neste contexto, são patentes os benefícios do endividamento. Porém, como estas situações não são tão comuns, mesmo em mercados eficientes no nível fraco, existe uma outra situação em que as empresas podem maximizar seus lucros em uma proporção desigual ao seu aumento de risco.

Conforme já abordado, um dos fatores que se deve levar em conta no momento da decisão da estrutura de capital a ser utilizada pela empresa é a posição tributária da mesma. O mundo de Modigliani e Miller não só era ideal, como também não sofria a incidência de impostos ou custos de *agency*.⁵

A idéia básica do imposto de renda de pessoa jurídica inserida no conceito de alavancagem financeira apoia-se na idéia de que o valor da empresa está positivamente relacionado ao nível de capital de terceiros (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 1995, p.314). Em outras palavras, quanto mais uma empresa se endivida, menos impostos ela paga. Esta diminuição é decorrente de uma peculiaridade do sistema tributário brasileiro, bem como de outros inúmeros países, incluindo os Estados Unidos.

Se tomarmos o exemplo da empresa IN DOUBT, que está avaliando dois tipos de financiamento para compor sua estrutura de capital, a primeira utilizando-se apenas de capital próprio, e a segunda utilizando-se de metade de capital próprio e metade de capital de terceiros, então teremos a seguinte proposta:

QUADRO 1. DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS RELATIVAS ÀS ALTERNATIVAS DA “IN DOUBT”

BALANÇO PATRIMONIAL	Plano sem endividamento	Plano com endividamento		
Ativo Circulante	20.000	20.000		
Ativo Permanente	30.000	30.000		
Ativo Total	50.000	50.000		
Dívida (12% de juros)	0	25.000		
Patrimônio Líquido (1)	50.000	25.000		
Total do passivo e patrimônio líquido	50.000	50.000		
DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO				
Vendas	30.000	30.000		
Custos e despesas operacionais	(18.000)	(18.000)		
Lucro Operacional	12.000	12.000		
Despesas com juros	0	(3.000)		
Lucro líquido antes do imposto de renda	12.000	9.000		
Provisão para o imposto de renda (alíquota = 40%)	(4.800)	(3.600)		
Lucro líquido após o imposto de renda (2)	7.200	5.400		
Retorno sobre o patrimônio [(2) / (1)]	7.200 / 50.000	14,4%	5.400 / 25.000	21,6%

⁵ Custos da resolução do conflito de interesses entre administradores e acionistas.

Este exemplo mostra que a tributação do imposto de renda só acontece após o pagamento dos juros, propiciando ao final do DRE um maior fluxo de caixa na posição endividada com relação à posição sem dívida. ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, (1995, p.314) explicam que, como o benefício fiscal se eleva com o nível de capital de terceiros, a empresa pode aumentar seu fluxo total de caixa e seu valor, substituindo capital próprio por capital de terceiros.

Sendo assim, a importância da estrutura de capital de uma empresa é destacada, uma vez que, elevando o quociente entre capital de terceiros e capital próprio, a empresa pode reduzir seus impostos e, conseqüentemente, aumentar seu valor total. As importantes forças que atuam no sentido de maximizar o valor da empresa parecem empurrá-la para uma estrutura de capital integralmente composta por capital de terceiros (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 1995, p.316).

FAMA e MELHER (1999), baseados em um estudo sobre as 500 maiores empresas da América Latina em faturamento líquido em 1995, “disseram” haver fortes indícios de que o nível de endividamento se constitui num fator que potencializa os resultados das empresas com tendência a gerar lucro, aumentando, conseqüentemente, seu valor, e age negativamente sobre aquelas com tendência a gerar prejuízo.

Esta observação de Fama e Melher sobre potencializar os resultados das empresas é de extrema importância, uma vez que apenas as empresas geradoras de lucros operacionais se beneficiariam da alavancagem. A alavanca age como impulsionadora para cima ou para baixo. Apesar do raciocínio de alavancagem financeira ser um pouco complexo, não podemos esquecer que a empresa que se endivida o faz mediante uma taxa, taxa esta que deverá ser, no mínimo, igualada operacionalmente, para que não exista prejuízo.

ESTRUTURA DE CAPITAL: LIMITES AO USO DE CAPITAL DE TERCEIROS

Mas, se o endividamento ocasiona o aumento dos fluxos de caixa e, conseqüentemente, do valor da empresa, por que então, segundo WESTON e BRIGHAM (2000, p.657), as empresas estão começando a desalavancar, substituindo endividamento por capital próprio?

O endividamento acrescenta um risco financeiro ao risco do negócio, o que pode fazer com que algumas empresas decidam por níveis de risco de acordo com a agressividade administrativa da empresa.

Em 1991, pela primeira vez em oito anos, os balanços patrimoniais das empresas não-financeiras encerraram o ano com índices mais baixos de endividamento em relação ao começo do ano. Os efeitos da desalavancagem são substanciais. À medida em que novas parcelas de capital próprio são realizadas e a dívida é paga, os custos de juros são reduzidos, as restrições operacionais

são relaxadas e as agências de classificação de crédito consideram a desalavancagem um sinal favorável. Ademais, o pagamento do endividamento libera caixa que as empresas podem dedicar a dispêndios de capital e coisas do gênero (WESTON e BRIGHAM, 2000, p.658).

Não se pode esquecer que o que produz valor não é o passivo, mas sim os ativos. Sendo assim, se a empresa que capta dinheiro no mercado não consegue gerar valor em suas operações, então o endividamento não é apenas inútil mas também prejudicial à empresa. É o mesmo que um investidor captar dinheiro em um banco a uma determinada taxa e, ao invés de investir em aplicações que lhe proporcionem retornos superiores às taxas de captação, não aplicar em lugar algum.

Segundo FAMA e MELHER (1999), a alavancagem financeira pode gerar alguns problemas para a empresa, a saber:

1. *Elevação do risco, tendo em vista que os juros acabam se constituindo numa modalidade de custo fixo, gerando risco financeiro.*
2. *Existência, segundo alguns autores,⁶ do denominado “custo de falência”, em parte também ligado ao risco do negócio.*
3. *Risco de flutuação para maior, da taxa de juros ao longo do tempo. Este tipo de risco parece ter sido pouco abordado pelos autores de Teoria de Finanças. A variabilidade desta taxa, por fatores conjunturais, poderia inviabilizar, em determinado momento, a rolagem da dívida pela geração de alavancagem negativa ao negócio.*

Conforme Brigham e Houston, *apud* FAMA e MELHER (1999):

O capital de terceiros tem diversas vantagens. Primeiro, os juros são dedutíveis para fins de imposto, o que reduz o custo efetivo da dívida. Segundo, como os portadores de títulos de dívidas obtêm um retorno fixo, os acionistas não precisam partilhar seus lucros se os negócios forem extremamente bem-sucedidos. No entanto, o capital de terceiros também tem desvantagens. Primeiro, quanto mais alto for o grau de endividamento, mais alta será a taxa de juros. Segundo, se uma empresa enfrenta tempos difíceis e o lucro operacional não é suficiente para cobrir os pagamentos de juros, os acionistas terão de cobrir a diferença e, se não puderem fazê-lo, a empresa irá à falência. Épocas boas podem estar logo adiante, mas o excesso de dívidas ainda pode impedir a empresa de chegar lá e ainda arruinar os acionistas nesse meio-tempo.

⁶ Ver ROSS, WESTERFIELD e JAFFE (1995, p.325); BREADLEY, R. A.; e MYERS, S. C. (1998, p.485).

Estes são apenas alguns problemas que podem ser causados pelo endividamento da empresa. Existem outros fatores negativos que não foram aqui abordados e que também podem prejudicar o funcionamento da empresa.

Todos esses fatores são analisados com pura racionalidade e, às vezes, com pura subjetividade. Nível de agressividade é algo abstrato e difícil de se medir. Por isso, alguns autores, como ROSS, WESTERFIELD e JAFFE (1995, p.302), argumentam ser impossível definir uma estrutura de capital que produza o maior valor da empresa. Mas, sem dúvida, os dados aqui discutidos servem como uma ótima referência para a decisão de se utilizar da alavancagem financeira ou não.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Apesar de alguns autores defenderem a idéia da existência de um conceito de estrutura ótima de capital, a presente discussão lembra que endividamento é uma moeda na qual em uma das faces encontra-se o lucro e na outra o prejuízo. Inúmeros fatores podem fazer com que empresas endividadas acabem em um processo de insolvência.

É abordada também a importância que o ambiente empresarial impõe sobre os gestores financeiros no momento da decisão sobre a estrutura de capital de suas empresas; argumentamos ser esta condicionada a fatores macro e microeconômicos.

Outrossim, a disposição para correr risco é de caráter pessoal, caracterizando a opção de cada organização de acordo com a premissa e o entendimento de seu corpo diretivo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BODIE, Z. e MERTON, R. C. **Finanças**. Porto Alegre: Bookman, 1999.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. **Princípios de finanças empresariais**. 5.ed. Portugal: McGraw- Hill, 1998.
- BRIGHAM, E. F.; HOUSTON, J. F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- FAMA, R.; MELHER, S. Estrutura de capital na América Latina: existiria uma correlação com o lucro das empresas? **IV SEMEAD**, outubro, 1999.
- GITMAN, L. **Princípios de administração financeira**. 7.ed. São Paulo: Harbra, 1997.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.
- WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da administração financeira**. 10.ed. São Paulo: Makron Books, 2000.