

Estrutura de Capital das Companhias Abertas no Brasil

O objetivo deste boxe consiste em examinar o padrão de financiamento das companhias abertas no Brasil, no período 2005 a 2009, com ênfase na evolução do endividamento e na trajetória da composição das fontes usuais de financiamento.

Foi utilizada uma amostra das sociedades anônimas de capital aberto com ações transacionadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA), no quinquênio encerrado em 2009¹. Os filtros empregados para a construção da amostra mencionada priorizaram empresas não financeiras, com receita operacional líquida superior a R\$30 milhões no exercício de 2009, num total de 147² que registraram, em conjunto, faturamento de R\$287,4 bilhões em dezembro de 2009. Essas empresas estão distribuídas em vinte segmentos econômicos da classificação setorial sugerida pela Economática.

Tabela 1 – Estrutura de capital por prazos

Discriminação	Participação %					
	2005	2006	2007	2008	2009	Média
Capital terceiros	48,4	47,4	45,9	52,7	51,6	49,2
Circulante	19,4	19,7	19,0	20,5	19,4	19,6
Não circulante	29,0	27,7	26,9	32,2	32,2	29,6
Capital de acionistas	51,6	52,6	54,1	47,3	48,4	50,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

A estrutura de capital por prazos, expressa na Tabela 1, evidencia que as obrigações de curto prazo (até um ano), representadas pelo passivo circulante das empresas da amostra, registraram relativa estabilidade no quinquênio, respondendo, em média, por 19,6% do total das fontes de recursos no período. As obrigações de longo prazo (acima de um ano), representadas pelo passivo não circulante, constituíram, em média, 29,6% do total, registrando aumento importante nos dois últimos anos.

O capital de terceiros foi responsável, em média, por 49,2% dos recursos captados no quinquênio, enquanto a participação do capital dos

1/ Tendo em vista que os dados analisados são extraídos das demonstrações financeiras das companhias registradas no sistema Economática, a análise focalizará a situação existente em 31 de dezembro de cada ano, sendo 2009 o último exercício disponível.

2/ Não inclui Petrobras e Vale do Rio Doce, que registram grande discrepância de porte em relação às demais empresas.

Tabela 2 – Estrutura de capital

Discriminação	Variação % anual			
	2006	2007	2008	2009
Capital terceiros	6,0	6,9	36,1	11,3
Circulante	10,0	6,5	27,9	8,0
Não circulante	3,3	7,2	41,9	13,4
Capital de acionistas	10,2	13,7	3,8	16,6
Total dos Recursos	8,1	10,5	18,5	13,8

Tabela 3 – Dívida com terceiros: financeira e não financeira

Discriminação	Participação %					
	2005	2006	2007	2008	2009	Média
Financeira	47,4	48,3	46,9	53,1	49,6	49,1
Não financeira	52,6	51,7	53,1	46,9	50,4	50,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Tabela 4 – Dívida financeira por modalidades e prazos

Discriminação	Participação %					
	2005	2006	2007	2008	2009	Média
Dívida de Curto Prazo	23,1	24,1	20,4	22,6	23,5	22,7
Financiamento	20,1	19,3	19,1	20,7	21,2	20,0
Debêntures	3,0	4,8	1,3	1,9	2,3	2,7
Dívida de Longo Prazo	76,9	75,9	79,6	77,4	76,5	77,3
Financiamento	62,5	59,5	61,4	63,8	63,7	62,2
Debêntures	14,4	16,4	18,2	13,6	12,8	15,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Tabela 5 – Representatividade dos créditos de fornecedores

Discriminação	%					
	2005	2006	2007	2008	2009	Média
Fornecedores/passivo circulante	24,8	26,7	26,8	26,2	23,7	25,6
Fornecedores/total dos recursos	4,8	5,3	5,1	5,4	4,6	5,0

acionistas, após experimentar recuo anual acentuado de 6,8 p.p. em 2008, atingiu 50,8%. Vale ressaltar que essa retração refletiu, em especial, o impacto da intensificação da crise internacional, no segundo semestre de 2008, sobre o lucro líquido agregado das empresas consideradas, que recuou 12% naquele ano. A retomada da atividade em 2009 favoreceu a reversão desse movimento, expressa em elevação anual de 29% no lucro líquido. As trajetórias anuais do capital de terceiros e do capital de acionistas agregados encontram-se na Tabela 2, ressaltando-se o contraste entre as taxas de crescimento anuais observadas em 2008 no capital de terceiros, 36,1%, e no capital de acionistas, 3,8%.

O capital de terceiros compõe-se de dívidas não financeiras, tais como créditos de fornecedores, créditos operacionais diversos a pagar (salários, encargos sociais, tributos, serviços etc.), e de dívidas tipicamente financeiras, como empréstimos, financiamentos e debêntures. Essa desagregação, conforme a Tabela 3, evidencia relativa estabilidade da participação das duas modalidades no total do capital de terceiros, registrando-se alteração representativa somente em 2008, também associada aos impactos da crise internacional.

A Tabela 4 registra a decomposição da dívida financeira em financiamento e debêntures, segmentada por prazos de vencimento. Os financiamentos de curto e longo prazo responderam, em média, por 82,2% da dívida no período. Em relação às debêntures, instrumento de captação predominante no âmbito das grandes empresas, ressalte-se a representatividade das operações de longo prazo.

Complementarmente, vale destacar as participações médias do crédito de fornecedores, modalidade sem ônus explícito, no passivo circulante, 25,6%, e no total dos recursos utilizados para financiamentos, 5%, ambas registrando relativa estabilidade no período (Tabela 5).

Em síntese, o capital próprio representou, em média, 50,8% dos recursos utilizados para financiamentos pelas empresas que compõem a amostra, no quinquênio finalizado em 2009, e o capital de terceiros, 49,2%. Especificamente sobre o último segmento, as participações das obrigações

de longo prazo (não circulante) e de curto prazo (circulante) atingiram, em média, 60,2% e 39,8%, no período, sugerindo uma estrutura de capital confortável, de riscos relativamente baixos.

A decomposição do capital de terceiros revela que as dívidas financeiras significaram, em média, 49,1% desses passivos, no quinquênio. Adicionalmente, ressaltou-se a estabilidade de sua participação, no decorrer do período, e sua concentração em empréstimos e financiamentos de longo prazo.

O acirramento da crise financeira internacional exerceu impactos transitórios, concentrados em 2008, sobre a estrutura de capital das empresas, com ênfase no aumento do endividamento, refletindo elevação da dívida e/ou recuo no lucro líquido. Adicionalmente, é relevante enfatizar que o baixo risco de alavancagem financeira das empresas de capital aberto é indicativo de que haveria espaço para a tomada de recursos, ante novas oportunidades de inversão, dentro de um quadro de expansão sustentada da economia brasileira. O desafio consiste em assegurar a oferta de financiamentos compatíveis, em custo e em prazo.