

OS CUSTOS DE FALÊNCIA E O VALOR DE MERCADO DAS ORGANIZAÇÕES

Régio Marcio Toesca Gimenes *

Resumo

Este artigo analisa a hipótese defendida pela teoria estática de estrutura de capital, quando afirma existir uma melhor estrutura de capital, baseada no pressuposto da existência de um ponto de equilíbrio determinado pelos fatores incentivadores do endividamento relacionados ao benefício fiscal e aos fatores limitadores do endividamento vinculados aos chamados custos diretos e indiretos de falência.

A teoria define como custos diretos de falência as despesas judiciais e administrativas de liquidação ou concordata como os honorários advocatícios, os pareceres de peritos e todas as despesas provenientes deste processo.

Enquanto se entende como custos indiretos de falência a deterioração das relações da empresa com fornecedores e clientes, quando naturalmente há perda de vendas pela insegurança com relação a manutenção dos contratos.

Abstract

This article analyzes the hypothesis defined by the static theory of the capital structure when it affirms that there is a great capital structure based on the presupposed of the existence of an equilibrium

point determined by the incentivator factors of the in debtment related to the fiscal benefit and the limitator factors of the in debtment vinculated to the called direct and indirect costs of the bankruptcy.

The theory defines as direct costs of bankruptcy the judicial and administrative costs of liquidation or concordat as the advocatice fee, the experts' judgements and all the expenses proceeding from this process.

While the indirect costs of bankruptcy is understood as deterioration of the enterprise's relationships with the supplier and clients, when there is naturally a loss of selling by the insecurity related to the maintenance of the contracts.

Introdução

A denominada teoria estática, quando afirma existir uma melhor estrutura de capital, baseia-se no pressuposto de que existe um ponto de equilíbrio determinado pelos fatores incentivadores do endividamento, relacionados ao benefício fiscal e aos fatores limitadores do endividamento, vinculados aos chamados custos diretos e indiretos de falência.

Entende-se que a utilização crescente de capitais de terceiros possui o atrativo dos benefícios fiscais; entretanto, as pressões provenientes desse alto

* Docente da UNIPAR. Doutorando em Administração.

grau de alavancagem aumentam consideravelmente, uma vez que as obrigações provenientes de juros e amortizações sobre os empréstimos, se não pagas, conduzem a empresa a sérias dificuldades financeiras.

A natureza das obrigações provenientes de dívidas é diferente daquela oriunda da utilização de capital próprio dos acionistas, uma vez que, muito embora os acionistas esperem receber dividendos, o mesmo será distribuído quando da existência do lucro, enquanto os credores, em data certa, têm direitos legais ao recebimentos dos juros e amortizações pactuados.

O nível máximo dessas dificuldades financeiras resultaria numa condição denominada falência, quando os ativos da empresa são legalmente transferidos dos acionistas para os proprietários dos títulos de crédito, no caso, os credores da empresa.

Segundo ROSS (1995):

Uma pergunta que pode ser feita por um aluno é: A teoria MM com impostos prediz a estrutura de capital das empresas típicas? A resposta é infelizmente não. A teoria afirma que sempre se pode aumentar o valor da empresa aumentando o endividamento, o que quer dizer que as empresas deveriam usar o máximo possível de capital de terceiros. Isto é incompatível com a realidade, pois as empresas geralmente usam níveis de endividamento apenas moderado. Os custos de falência ou, mais genericamente, os custos de dificuldades financeiras, tendem a compensar as vantagens do capital de terceiros.

O termo dificuldades financeiras é mais apropriado do que custos de falência, porque o valor de uma empresa pode ser reduzido, mesmo que um processo judicial de falência possa ser evitado.

A teoria define como custos diretos de falência as despesas judiciais e administrativas de liquidação ou concordata, como os honorários advocatícios, de pareceres de peritos e todas as despesas provenientes desse processo. Enquanto se entende como custos indiretos de falência a deterioração das relações da

empresa com fornecedores e clientes, quando naturalmente há perda de vendas pela insegurança com relação à manutenção dos contratos.

De acordo com COPELAND & WESTON (1988) os custos de falência podem alterar o valor de mercado de uma empresa porque em um processo de falência, uma terceira parte, que não os acionistas e os credores, irá receber também parte dos desembolsos, fracionando o fluxo de caixa, o que evidentemente diminuiria o seu valor presente.

Os autores designam essa terceira parte como a que definiria os custos diretos da falência, ou seja, os custos legais e administrativos que incidiriam sobre o processo de liquidação ou reengenharia da empresa.

No decorrer do tempo, alguns estudiosos do assunto preocuparam-se em determinar em que medida os custos de falência, diretos e indiretos, poderiam limitar o processo de maior endividamento por parte das empresas.

Segundo WARNER (1977), em um estudo com 20 empresas do setor ferroviário americano que apresentavam custos diretos de dificuldade financeira entre 1930 e 1935, constatou-se que tais custos eram, em média, 1 % do valor de mercado da empresa sete anos antes da falência, atingindo percentagens maiores, à medida que a falência se aproxima.

WHITE & WEISS (1990), estimaram que os custos diretos de falência equivalem a 3,1 % do valor da empresa. Sua amostra envolveu 37 empresas com ações negociadas na New York Exchange e na American Stock Exchange, que requereram a falência no período compreendido entre 1979 e 1986.

ROSS (1995), comenta os seguintes exemplos com relação aos custos de falência:

Muitos clientes leais da Chrysler transferiram-se para outros fabricantes, quando a Chrysler passou perto da insolvência na década de 1970. Esses compradores questionavam se haveria peças e serviços de assistência se a Chrysler falisse. Às vezes, um indício de possibilidade de falência é o bastante para afugentar clientes. Por exemplo, os apostadores

afastaram-se do cassino Atlantis em Atlantic City, quando se tornou tecnicamente insolvente. Os apostadores são pessoas supersticiosas. Muitos raciocinaram assim: Se o próprio cassino não consegue ganhar dinheiro, como posso eu esperar ganhar dinheiro ali? Uma história particularmente espetacular envolveu duas lojas independentes, de nome Mitchel, na cidade de New York. Quando uma delas se declarou falida, os clientes se afastaram de ambas as lojas. Com o tempo, a segunda loja também foi obrigada a se declarar falida.

ALTMAN (1984), afirma que os custos indiretos de falência não necessariamente acontecem em empresas que de fato são liquidadas.

Empresas com altas taxas de probabilidade que venham a ter dificuldades financeiras podem produzir esses custos, uma vez que não é o risco da falência em si que reduz o valor da empresa, mas os custos associados à falência, por exemplo, em se tratando de custos indiretos, quando ocorre perda da lucratividade da empresa devido ao risco potencial de falir, agregado às questões de desgastes de imagem, interrupção do processo de produção e perda de clientes, por exemplo.

Com base em uma amostra de 12 empresas

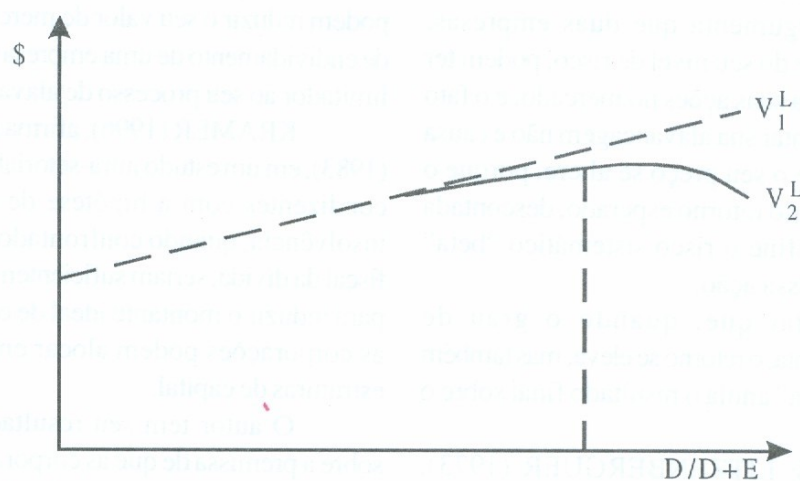
do setor varejista e 9 do setor industrial, que, entre 1970 e 1978, foram à falência, ALTMAN (op. cit) estimou os custos indiretos de falência em 8,1 %, em média do valor da empresa três anos antes da falência e esse valor chegou em média a 10,5 % do valor da empresa no momento de sua liquidação.

Em um momento posterior, com uma amostra de 7 empresas que foram à falência entre 1980 e 1982, esse custo aproximou-se em média 17,5 % do valor das empresas um ano antes de ser decretada a sua situação falimentar.

Para NAKAMURA (1992), o risco de falência tem sentido próprio na literatura, sendo entendido como um risco decorrente da existência de capital de terceiros na estrutura de capital, porém não confundido com o risco financeiro de uma empresa.

O primeiro está associado a níveis altos de endividamento e depende inclusive do risco operacional da empresa, enquanto o segundo tem a sua existência associada a qualquer nível de endividamento.

O custo de falência é de que modo uma teoria vem auxiliar o modelo de Modigliani e Miller na tentativa de explicar os motivos pelos quais as empresas mantêm níveis de endividamento moderados e não extremos, como sua proposição sugere, pode ser visualizado na figura 1 da seguinte forma:



Fonte: ROSS (1.995).

FIGURA 1 - Modelo de nível ótimo (teoria estática).

Segundo a figura 1, a linha pontilhada representa o modelo de Modigliani e Miller quando benefício fiscal conduz a empresa a altos níveis de alavancagem e a linha cheia determina o valor da empresa, considerando-se os custos de falência em que, a partir de um determinado ponto de endividamento, os benefícios fiscais seriam compensados pela probabilidade de falência.

KIM (1978) utilizando o modelo CAPM (Capital Assetment Price Model), afirma que o maior nível de endividamento de uma empresa é inferior a 100 % devido aos custos de insolvência, e a estrutura de capital só será considerada relevante se o mais alto grau de endividamento ficar estabelecido em um nível inferior ao limite máximo de endividamento.

Se for considerada a ausência de impostos e custos de insolvência, o valor de mercado da empresa pode ser declarado independente da estrutura de capital; caso contrário, o valor da empresa com endividamento será equivalente ao valor da empresa sem dívida, adicionando-se o valor atual do benefício fiscal e subtraindo-se o valor atual dos custos de insolvência.

BREALEY (1980), também auxiliado pelo modelo CAPM, procura demonstrar que a composição que uma empresa pode fazer entre recursos próprios e de terceiros não afeta o preço de suas ações no mercado.

O autor argumenta que duas empresas, independentemente do seu nível de risco, podem ter o mesmo preço para suas ações no mercado; e o fato de uma delas aumentar sua alavancagem não é causa suficiente para que o seu preço se altere, porque o preço é o resultado do retorno esperado, descontada a uma taxa que define o risco sistemático "beta" correspondente a essa ação.

Resulta daí que, quando o grau de alavancagem aumenta, o retorno se eleva; mas também o valor do seu "beta" anula o resultado final sobre o preço da ação.

KRAUS & LITZENBERGUER (1973), nesta mesma linha de raciocínio, afirmam que, num mercado de capitais imperfeito, devido a impostos sobre a renda e a existência de risco de falência, o

valor de mercado de uma empresa endividada será igual ao valor de mercado de uma empresa totalmente financiada com recursos próprios mais o valor atual da diferença entre os benefícios fiscais originados pela utilização do capital de terceiros e os custos que os investidores teriam, caso a empresa entrasse em um processo de falência.

HAUGEN & SENBET (1978), possuem uma posição contrária às hipóteses sustentadas pela teoria do balanceamento entre os benefícios fiscais e os custos de falência, propondo que os custos de falência não podem ser utilizados para reduzir os resultados provenientes dos benefícios fiscais, porque esses custos, segundo os autores, são custos de liquidação, que estão longe de influenciar as decisões de financiamento.

Conclusão

Analisando-se a argumentação teórica do custo de falência, bem como, as pesquisas empíricas realizadas para se tentar determinar como os custos diretos e indiretos da falência podem afetar o valor de mercado das corporações, pode-se concluir que esses custos são relevantes.

Fica definido que os custos diretos e indiretos, associados à probabilidade de uma empresa vir a falir, podem reduzir o seu valor de mercado; assim, o grau de endividamento de uma empresa tem neles um fator limitador ao seu processo de alavancagem.

KRAMER (1996), afirma que CASTANIAS (1983), em um estudo intra-setorial, obteve resultados condizentes com a hipótese de que os custos de insolvência, quando confrontados com o benefício fiscal da dívida, seriam suficientemente significativos para induzir o montante ideal de endividamento que as corporações podem alocar em suas respectivas estruturas de capital.

O autor tem seu resultado fundamentado sobre a premissa de que as corporações participantes de setores com maiores taxas históricas de insolvência tendem a apresentar níveis de alavancagem financeira mais conservadores.

Bibliografia

- Journal of Finance, 33, Jun 1978. p. 383-394.
01. ALTMAN, E. A **Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question**. Journal of Finance, set. 1984. pp. 1067-1089.
 02. BRADLEY, M.; JARRELL, G. e KIM, E. H. **On the Existence of na Optimal Capital Structure: Theory and Evidence**, Journal of Finance, Julho de 1984. pp. 857-878.
 03. BREALEY, Richard A. **A Critique of Capital Structure Theory and Testing**. working paper, London Rusiness 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. BRIGHAN, Eugene F. & GAPENSKI, Louis C. **Financial Management: Theory and Pratices**. 7 ed. The Dryden Press, 1994.
 06. CASELANI, C. N. **Emissão de ações: fonte de crescimento ou redutora do risco financeiro?** Dissertação de Mestrado. Porto Alegre: UGRS, 1996. p. 95
 07. CASTANIAS, Richard. **Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure**. The Journal of Finance. v. 38, 1983. p. 1617-1635.
 08. COPELAND, Thomas E. & WESTON, J. Fred. **Financial Theory and Corporate Policy**. 3. ed. Addison-Wesley Publishing Company. 1998.
 09. _____. **The Problem of Social Costs**. Journal of Law and Economics, 3, 1960. p. 1-44.
 10. 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.
 11. KIM, E. A. **A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity**. Journal of Finance, Mar 1978. p. 45-64
 12. KRAUS, A.; LITZENBERGER, R. H. **A State Preference Model of Optimal Financial Leverage**. Journal of Finance, Sep 1973. p. 911-922.
 13. 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: URGs, 1996. p. 100.
 14. NAKAMURA, W. T. **Estrutura de capital das empresas no Brasil**. Dissertação de Mestrado. São Paulo: FEA/USP, 1992. p. 124.
 15. ROSS, Stephen. A.; WESTERFIELD, Randolph W. & JAFFE, Jaffey F. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.
 16. _____. **Corporate Finance**. 3. ed. Richard D. Irwin Company, 1993.
 17. WARNER, J. **Bankruptcy, Absolute Priority, and the Pricing of Risky Debt Claims**. Journal of Financial Economics, maio de 1997. pp. 239-276.
 18. _____. **Bankruptcy Costs: Some Evidence**, Journal of Finance, maio de 1977. pp. 337-347.
 19. VAN HORNE, J. C. **Política e administração financeira**. Vol. 1 e 2. São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo, 1975.