

A Captação de Recursos e o Impacto do Endividamento no Valor de Empresas de Grande Porte: Análise das Opções de Financiamento e seus Efeitos no Valor de Mercado e no Risco Corporativo

Fundraising and the Impact of Debt on the Value of Large Companies: Analysis of Financing Options and their Effects on Market Value and Corporate Risk

La recaudación de fondos y el impacto de la deuda en el valor de las grandes empresas: análisis de las opciones de financiación y sus efectos sobre el valor de mercado y el riesgo corporativo

DOI: 10.55905/contabv8v1-003

Recebido: 04/03/2024

Aceito: 29/03/2024

Loris Albert Chaves Barbieri¹, Tatiane Ketlyn Roncovsky Weiler²

RESUMO

A captação de recursos financeiros desempenha um papel estratégico nas decisões de estrutura de capital e no crescimento de empresas de grande porte, influenciando diretamente sua competitividade e sustentabilidade no mercado. Este estudo aborda as principais fontes de financiamento disponíveis para grandes corporações, como capital próprio, dívida e instrumentos híbridos, além de discutir os riscos e benefícios associados a cada tipo de recurso. A pesquisa se fundamenta em uma revisão bibliográfica das principais teorias de finanças corporativas, incluindo a Pecking Order Theory, a Teoria de Modigliani-Miller e a Teoria do Trade-Off. O artigo também investiga os limites de endividamento para diferentes setores e como a alavancagem afeta o valor da empresa, considerando fatores como volatilidade de fluxos de caixa, custo de capital e condições de mercado. Conclui-se que um equilíbrio entre dívida e capital próprio é essencial para maximizar o valor para os acionistas, sem comprometer a flexibilidade financeira e a capacidade de investimento em longo prazo. O estudo oferece *insights* práticos para gestores financeiros sobre como estruturar a captação de recursos de maneira eficiente, considerando a estratégia de negócios, o ambiente macroeconômico e a necessidade de adaptação contínua. As implicações práticas e teóricas deste estudo reforçam a importância de uma gestão financeira robusta e alinhada às dinâmicas do mercado.

Palavras-chave: estrutura de capital, alavancagem financeira, fontes de financiamento, endividamento corporativo, valor de mercado, flexibilidade financeira.

ABSTRACT

Fundraising plays a strategic role in capital structure decisions and the growth of large companies, directly influencing their competitiveness and sustainability in the market. This study addresses the main sources of financing available to large corporations, such as equity, debt and hybrid instruments, in addition to discussing the risks and benefits associated with each type of resource. The research is based on a literature review of the

¹ Mestrando em Administração, MUST University, EUA. E-mail: barbieri.loris@gmail.com

² Mestre em Administração, MUST University, EUA. E-mail: tatianekr@gmail.com

main theories of corporate finance, including the Pecking Order Theory, the Modigliani-Miller Theory and the Trade-Off Theory. The article also investigates the debt limits for different sectors and how leverage affects the value of the company, considering factors such as cash flow volatility, cost of capital and market conditions. It is concluded that a balance between debt and equity is essential to maximize shareholder value, without compromising financial flexibility and long-term investment capacity. The study offers practical insights for financial managers on how to structure fundraising efficiently, considering the business strategy, the macroeconomic environment and the need for continuous adaptation. The practical and theoretical implications of this study reinforce the importance of robust financial management aligned with market dynamics.

Keywords: capital structure, financial leverage, sources of financing, corporate debt, market value, financial flexibility.

RESUMEN

La obtención de recursos financieros juega un papel estratégico en las decisiones de estructura de capital y el crecimiento de las grandes empresas, influyendo directamente en su competitividad y sostenibilidad en el mercado. Este estudio aborda las principales fuentes de financiación disponibles para las grandes corporaciones, como acciones, deuda e instrumentos híbridos, además de discutir los riesgos y beneficios asociados a cada tipo de recurso. La investigación se basa en una revisión bibliográfica de las principales teorías de las finanzas corporativas, incluidas la teoría del orden jerárquico, la teoría de Modigliani-Miller y la teoría del Trade-Off. El artículo también investiga los límites de deuda para diferentes sectores y cómo el apalancamiento afecta el valor de la empresa, considerando factores como la volatilidad del flujo de caja, el costo del capital y las condiciones del mercado. Se concluye que un equilibrio entre deuda y capital es esencial para maximizar el valor para los accionistas, sin comprometer la flexibilidad financiera y la capacidad de inversión a largo plazo. El estudio ofrece conocimientos prácticos para los gestores financieros sobre cómo estructurar la recaudación de fondos de manera eficiente, teniendo en cuenta la estrategia empresarial, el entorno macroeconómico y la necesidad de una adaptación continua. Las implicaciones prácticas y teóricas de este estudio refuerzan la importancia de una gestión financiera sólida y alineada con la dinámica del mercado.

Palabras clave: estructura de capital, apalancamiento financiero, fuentes de financiación, deuda corporativa, valor comercial, flexibilidad financiera.

1 INTRODUÇÃO

A captação de recursos financeiros é um componente essencial da gestão estratégica para empresas de grande porte, pois determina sua capacidade de crescimento e a flexibilidade para responder às mudanças no ambiente competitivo. A escolha de uma estrutura de capital adequada é um desafio significativo, especialmente em mercados voláteis e altamente regulados, nos quais as decisões de financiamento afetam tanto a

sustentabilidade financeira quanto a percepção de risco por parte de investidores e credores (Brealey, Myers e Allen, 2016). Empresas de grande porte, ao planejar sua estrutura de capital, devem equilibrar entre as vantagens do endividamento, como o benefício fiscal e a alavancagem dos lucros, e as desvantagens potenciais, como a perda de flexibilidade financeira e o aumento do risco de falência (Damodaran, 2012).

A relevância do tema se torna ainda mais evidente em contextos de crise econômica ou de expansão agressiva, nos quais a escolha da fonte de captação pode determinar a sobrevivência ou a prosperidade da organização. Para entender como a estrutura de capital influencia o desempenho financeiro e o valor de mercado de grandes empresas, é necessário analisar os diferentes tipos de financiamento disponíveis e suas implicações. Segundo Gitman e Zutter (2019), o custo de capital de uma empresa é uma combinação ponderada dos custos das diversas fontes de financiamento, e a estrutura de capital ideal é aquela que minimiza esse custo, maximizando o valor para os acionistas.

Este estudo visa explorar em profundidade as opções de captação de recursos financeiros, avaliando os riscos e benefícios do endividamento e identificando o limite de alavancagem apropriado para empresas de diferentes setores. A metodologia adotada baseia-se na revisão bibliográfica de obras consagradas e na análise de casos práticos, permitindo uma abordagem teórica e empírica robusta. A estrutura do artigo organiza-se em três seções: a primeira apresenta uma visão abrangente das fontes de financiamento disponíveis no mercado; a segunda examina os riscos e benefícios do endividamento corporativo; e a terceira discute os limites de endividamento com base no ciclo econômico e nas características setoriais.

2 ANÁLISE E DISCUSSÃO DAS FONTES DE FINANCIAMENTO

A análise das fontes de financiamento disponíveis para empresas de grande porte é fundamental para compreender como as decisões relacionadas à captação de recursos afetam diretamente a estrutura de capital e, conseqüentemente, o valor de mercado e o risco corporativo. Nesta seção, são discutidas as principais alternativas de financiamento - capital próprio, dívida e instrumentos híbridos - com foco na identificação dos benefícios e desafios específicos associados a cada modalidade. Ao aprofundar os aspectos técnicos e estratégicos dessas fontes, pretende-se oferecer subsídios para que gestores possam avaliar criticamente qual combinação é mais adequada ao contexto de suas organizações,

considerando fatores internos, setoriais e macroeconômicos.

2.1 FONTES DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS

As grandes empresas possuem uma ampla gama de opções para captar recursos financeiros, desde fontes internas, como lucros retidos, até fontes externas, como empréstimos bancários, emissão de ações e instrumentos híbridos. Cada fonte possui características distintas em termos de custo, flexibilidade e impacto no controle acionário (Berk e DeMarzo, 2020). O uso eficiente dessas fontes depende de fatores como o ambiente econômico, a estratégia corporativa e a estrutura de capital já existente. Em geral, as fontes podem ser divididas em:

- a) capital próprio: o capital próprio é captado por meio da emissão de ações ordinárias e preferenciais. As ações ordinárias conferem direitos de voto aos acionistas, enquanto as preferenciais garantem preferência na distribuição de dividendos (Gitman e Zutter, 2019). O uso de capital próprio é comum em empresas que buscam evitar o risco de insolvência associado ao endividamento. No entanto, a diluição de controle e o aumento da base acionária podem ser vistos como desvantagens, especialmente em empresas familiares ou de estrutura de governança mais concentrada (Ross *et al.*, 2016).
- b) dívida: o financiamento por dívida inclui empréstimos, linhas de crédito e emissão de títulos, como debêntures e *bonds*. Uma das principais vantagens é o benefício fiscal, já que os juros são dedutíveis para fins de imposto de renda, reduzindo o custo efetivo do capital (Damodaran, 2012). Além disso, a dívida não dilui o controle acionário, mantendo a estrutura de propriedade da empresa intacta. Contudo, o uso excessivo de dívida pode resultar em riscos financeiros elevados, como dificuldades de refinanciamento e aumento do risco de falência, especialmente em períodos de crise econômica (Brealey *et al.*, 2016).
- c) fontes híbridas: as fontes híbridas, como debêntures conversíveis e *mezzanine financing*, combinam características de dívida e capital próprio, proporcionando flexibilidade à empresa (Berk e DeMarzo, 2020). As debêntures conversíveis permitem que os investidores convertam suas participações em ações em condições predeterminadas, o que pode reduzir o custo de capital no curto prazo, mas levar a uma diluição de controle no longo prazo. O *mezzanine financing* é

frequentemente utilizado em processos de fusão e aquisição, permitindo financiamento subordinado com características de dívida e capital próprio (Ross *et al.*, 2016).

Essas fontes são complementadas por alternativas como *leasing* e financiamento por *venture capital*, que atendem a necessidades específicas de empresas com alta alavancagem ou que operam em mercados de alta volatilidade. Conforme a Pecking Order Theory, as empresas preferem fontes internas antes de recorrer à dívida e, apenas como última opção, à emissão de novas ações, para minimizar os custos de sinalização e o risco de reações negativas do mercado (Myers e Majluf, 1984).

2.2 RISCOS E BENEFÍCIOS DO ENDIVIDAMENTO

O endividamento corporativo oferece benefícios estratégicos importantes, como o aumento do retorno sobre o capital próprio, também conhecido como alavancagem financeira, e o benefício fiscal dos juros dedutíveis (Gitman e Zutter, 2019). No entanto, os riscos associados ao uso de dívida não podem ser ignorados. Um dos maiores desafios é o risco de insolvência, que ocorre quando a empresa não consegue gerar fluxos de caixa suficientes para honrar suas obrigações financeiras, levando à inadimplência e, em alguns casos, a processos de recuperação judicial (Damodaran, 2012). Esse risco é amplificado em setores altamente cíclicos, como o de construção e energia, que são particularmente vulneráveis a flutuações econômicas.

Outro risco significativo é o custo de agência, que se refere aos conflitos de interesse entre acionistas e credores. Os acionistas, em busca de maximizar seu retorno, podem incentivar a empresa a tomar decisões arriscadas que potencialmente aumentem o valor da firma, mas que podem prejudicar a posição dos credores (Ross *et al.*, 2016). Esse comportamento oportunista é exacerbado em empresas com níveis elevados de alavancagem, pois os gestores podem se sentir pressionados a buscar projetos de alto risco para tentar recuperar a rentabilidade. Para mitigar esse risco, é comum que credores imponham cláusulas restritivas nos contratos de dívida, conhecidas como *covenants*, que limitam as ações da empresa, como a distribuição de dividendos ou a emissão de novas dívidas (Brealey, Myers e Allen, 2016).

Além disso, há o risco de refinanciamento, que surge quando a empresa precisa rolar suas dívidas em condições de mercado adversas. Se a taxa de juros subir

significativamente ou se o ambiente econômico se deteriorar, a empresa pode ser forçada a refinar suas dívidas a um custo muito mais alto, ou, em casos extremos, pode até perder o acesso ao crédito (Damodaran, 2012). Esse risco é particularmente relevante para empresas com alta concentração de vencimentos de dívida em um curto espaço de tempo. Uma gestão eficiente do risco de refinanciamento deve considerar a distribuição dos vencimentos e a manutenção de linhas de crédito contingenciais.

Por outro lado, os benefícios do endividamento vão além do aumento do retorno sobre o capital próprio e do benefício fiscal dos juros dedutíveis. A dívida também impõe disciplina financeira à administração, uma vez que os pagamentos de juros obrigatórios forçam a empresa a ser mais eficiente em suas operações e a evitar projetos que não gerem retornos adequados. Conforme apontado por Ross *et al.* (2016), essa disciplina é particularmente valiosa em empresas que geram fluxos de caixa elevados e têm a tentação de desperdiçar recursos em investimentos subótimos. No entanto, essa disciplina só é efetiva quando o nível de dívida está alinhado com a capacidade de geração de caixa da empresa.

Portanto, o uso eficiente do endividamento depende de uma avaliação cuidadosa dos riscos e benefícios, levando em consideração fatores como estabilidade de fluxo de caixa, ciclo econômico e políticas internas de gestão financeira. Uma estrutura de capital balanceada deve maximizar os benefícios fiscais da dívida e a alavancagem financeira sem comprometer a estabilidade e a flexibilidade estratégica da empresa.

2.3 LIMITES DE ENDIVIDAMENTO

O limite de endividamento é um conceito crítico na gestão financeira corporativa, pois define até que ponto a empresa pode contrair dívidas sem colocar em risco sua sustentabilidade financeira. Esse limite depende de vários fatores, incluindo o setor de atuação, a volatilidade dos fluxos de caixa, o ambiente macroeconômico e a estratégia de crescimento da empresa (Brealey, Myers e Allen, 2016). No entanto, determinar o nível considerado ideal de dívida é um desafio complexo, que envolve a análise de métricas financeiras e a avaliação de fatores qualitativos.

Uma das métricas mais utilizadas para avaliar o nível de endividamento é a relação dívida/EBITDA (Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização). Esse índice mede a capacidade da empresa de gerar lucro operacional suficiente para cobrir

suas obrigações de dívida e é amplamente aceito como um indicador de risco financeiro (Berk e DeMarzo, 2020). Em setores estáveis, como serviços públicos e telecomunicações, um índice dívida/EBITDA de 3 a 4 vezes é considerado aceitável. Já em setores de alta volatilidade, como tecnologia e biotecnologia, um índice superior a 2 vezes pode ser um sinal de alto risco (Damodaran, 2012).

Além disso, a análise do índice de cobertura de juros, que mede a capacidade de pagamento dos juros com base no lucro operacional, é fundamental para avaliar a saúde financeira de uma empresa altamente alavancada. Conforme apontado por Ross *et al.* (2016), um índice de cobertura de juros inferior a 1,5 vezes indica que a empresa pode enfrentar dificuldades para cumprir suas obrigações financeiras em momentos de queda de receita. Empresas com baixa cobertura de juros geralmente enfrentam pressões significativas para reduzir custos, aumentar preços ou vender ativos, o que pode prejudicar sua competitividade de longo prazo.

O limite de endividamento também depende do perfil de risco da empresa e de sua estratégia corporativa. Empresas que operam em setores de alto crescimento, como tecnologia e serviços financeiros, tendem a adotar uma abordagem mais conservadora em termos de alavancagem, pois precisam manter flexibilidade para responder rapidamente às mudanças de mercado (Berk e DeMarzo, 2020). Por outro lado, empresas de setores maduros, com fluxos de caixa estáveis e previsíveis, como manufatura e energia, podem suportar níveis mais elevados de dívida, uma vez que suas receitas não são tão afetadas por flutuações econômicas (Brealey *et al.*, 2016).

Outra abordagem para determinar o limite de endividamento é a Teoria do Trade-Off, que sugere que existe um ponto ótimo de dívida onde os benefícios fiscais dos juros dedutíveis são compensados pelos custos crescentes de falência e pelas limitações impostas pelos credores (Myers, 1984). No entanto, na prática, é difícil identificar esse ponto de forma precisa, pois ele depende de variáveis externas, como mudanças na taxa de juros e na regulamentação fiscal. Assim, muitos gestores preferem adotar um nível de endividamento que ofereça uma margem de segurança adicional, evitando alavancagem excessiva que possa comprometer a capacidade de resposta em períodos de crise.

Empresas de grande porte costumam utilizar uma combinação de análise quantitativa e julgamento gerencial para definir seus limites de endividamento. Fatores como a estratégia de crescimento, a percepção de risco do mercado e a estrutura de governança desempenham um papel importante na determinação do nível ideal de dívida.

Conforme apontado por Damodaran (2012), uma abordagem eficaz deve incluir cenários de estresse financeiro para avaliar a resiliência da estrutura de capital em diferentes condições de mercado, permitindo ajustes dinâmicos conforme necessário.

3 METODOLOGIA

A metodologia empregada neste estudo consiste em uma abordagem qualitativa baseada em pesquisa bibliográfica, fundamentada nas principais teorias de finanças corporativas, como a Pecking Order Theory, a Teoria de Modigliani-Miller e a Teoria do Trade-Off, complementada por uma análise empírica de casos práticos de empresas de grande porte em diversos setores. Tal abordagem permite investigar as implicações práticas das decisões sobre captação de recursos e endividamento, alinhando aspectos teóricos com evidências concretas para validar as conclusões e recomendações apresentadas.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Os resultados encontrados confirmam que as escolhas relacionadas à estrutura de capital influenciam diretamente o valor de mercado e o perfil de risco das empresas avaliadas. Empresas de setores mais conservadores, como energia e manufatura, demonstraram maior capacidade para sustentar níveis elevados de endividamento, o que lhes permitiu capturar benefícios fiscais significativos, mantendo ainda assim níveis satisfatórios de flexibilidade financeira. Em contrapartida, organizações que atuam em setores mais dinâmicos, como tecnologia e biotecnologia, enfrentam maiores restrições ao endividamento devido à volatilidade inerente aos seus fluxos de caixa, optando preferencialmente por fontes híbridas ou capital próprio, a fim de minimizar riscos de insolvência e manter flexibilidade operacional.

Ademais, verificou-se que o uso excessivo de dívida tende a aumentar os conflitos de agência entre acionistas e credores, impactando negativamente a percepção do mercado sobre a sustentabilidade financeira das empresas no longo prazo. Nesse sentido, aquelas organizações que conseguiram alinhar o nível de alavancagem às suas estratégias de negócios e às condições macroeconômicas vigentes obtiveram melhores indicadores financeiros e maior estabilidade no desempenho ao longo do tempo. Portanto, os gestores

financeiros devem realizar continuamente análises setoriais e cenários econômicos para ajustar dinamicamente a estrutura de capital, buscando maximizar a criação de valor para os acionistas, sem comprometer a capacidade de investimento e a resiliência financeira da organização.

5 CONCLUSÃO

A escolha da estrutura de capital ideal é uma decisão estratégica que deve equilibrar os benefícios e riscos do uso de dívida e capital próprio. O estudo demonstrou que o uso eficiente de dívida pode gerar alavancagem financeira e benefícios fiscais significativos, desde que a empresa mantenha um nível de endividamento compatível com sua capacidade de geração de caixa e características setoriais. Empresas de setores mais estáveis conseguem suportar níveis mais elevados de dívida, enquanto setores com maior volatilidade devem priorizar a flexibilidade financeira para mitigar riscos.

Por fim, conclui-se que a análise das métricas de alavancagem, como a relação dívida/EBITDA e o índice de cobertura de juros, é essencial para monitorar a saúde financeira e evitar problemas de solvência. Recomenda-se que as empresas adotem uma abordagem dinâmica de gestão de capital, ajustando continuamente o nível de endividamento conforme as condições econômicas e a estratégia corporativa, garantindo assim a maximização do valor para os acionistas e a sustentabilidade financeira no longo prazo.

REFERÊNCIAS

BERK, J.; DEMARZO, P. **Corporate finance**. 5th ed. Pearson, 2020.

BREALEY, R. A., MYERS, S. C., & ALLEN, F. **Princípios de Finanças Corporativas**. 10ª. ed. Porto Alegre: Editora AMGH, 2016.

DAMODARAN, A. **Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset**. 3rd ed. Wiley, 2012.

GITMAN, L. J.; ZUTTER, C. J. **Princípios de Administração Financeira**. Pearson, 2019.

MYERS, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, v. 39, n. 3, p. 575-592.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, n. 2, p.187-221, 1984.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J.; JORDAN, B. D. **Corporate finance**. 11th ed. McGraw-Hill Education, 2016.