

Criação de Valor

Stern Stewart & Co.

Reflexões sobre o excesso de liquidez nas empresas (II)

No último artigo, mostramos evidências de um suposto excesso de liquidez, em forma de caixa e aplicações financeiras, nas empresas brasileiras. Um indício é que 21 das 40 maiores empresas não-financeiras de capital privado (valor da firma em dez/2005) têm mais de 10% de seu valor em forma de caixa, sendo que sete têm mais de 20%.

Mas qual seria o nível ótimo de caixa de uma empresa? Em um mercado de capitais perfeito, não haveria necessidade de empresas reterem caixa, pois poderiam recorrer ao financiamento externo sempre que houvesse necessidade.

Na prática, o mercado está longe da perfeição, e há motivos para as empresas reterem caixa. Um montante mínimo é necessário para motivos transacionais, mas isso é pouco comparado ao caixa das empresas. Outros mais relevantes são:

- **Precaução** - Empresas devem manter caixa para eventuais contingências, para a realização de investimentos programados e para pagamentos de compromissos de curto e médio prazos.
- **Especulação** - Algumas oportunidades de investimentos ou aquisições podem surgir inesperadamente, sem tempo suficiente para estruturação de financiamento, somente podendo ser realizadas com caixa. Outro exemplo é o de arbitragem com taxa de juros, em que empresas tomam recursos no exterior a custo baixo e aplicam internamente a juros mais altos.
- **Assimetria de informação** - O mercado muitas vezes não consegue avaliar corretamente as motivações de um financiamento, podendo haver queda no valor das ações. Portanto, as empresas tendem a preferir o financiamento por recursos próprios, o que leva à retenção de caixa.

Os motivos apresentados podem levar à conclusão de que manter um caixa elevado representa uma situação saudável para qualquer empresa. No entanto, devemos considerar também os custos de se reter caixa.

Custo de oportunidade. Se a empresa não tem investimentos a realizar, deveria pagar dividendos e/ou pré-pagar dívidas para remunerar seus stakeholders pelo custo de oportunidade. Manter o caixa elevado reduz o benefício fiscal da dívida e eleva o custo de capital da empresa, deixando-a com alavancagem abaixo da ótima.

Custo de agência. Em empresas com folga de caixa, existe maior possibilidade de o gestor tomar medidas mais interessantes para si do que para os acionistas, principalmente decisões ligadas ao aumento do tamanho da empresa, como grandes expansões e aquisições. É fato que, quanto maior a empresa, maiores são o poder de influência e a remuneração do gestor. Mesmo que o gestor continue tomando suas decisões alinhado com os acionistas, o que pode ser garantido via instrumentos de controle, pode haver um relaxamento de toda a organização por haver excedente de dinheiro em caixa. Falta um certo nível de stress que leve os gestores a trabalharem duro para melhorar os resultados da empresa. O custo de agência pode ser bastante relevante, mas é um custo de difícil mensuração.

O maior expoente na questão dos custos de retenção de caixa é Michael Jensen, que defende a empresa altamente alavancada e com o mínimo possível de caixa. Esta situação leva à pressão por melhoria de resultados, pois caso contrário os credores podem pedir a falência ou até assumir a empresa.

Esta visão de pressão por resultados e alavancagem deve ser contraposta à flexibilidade criada pela folga de liquidez. Em termos práticos, sugerimos que as empresas monitorem seu nível de liquidez em conjunto com sua estrutura de capital, tornando a análise mais ampla. Além de avaliar o nível de endividamento, deve-se atentar para seu perfil (endividamento bruto, caixa e aplicações, custos e prazos dos instrumentos). Em nossa opinião, a melhor forma de monitoramento é através da análise do business plan, utilizando ferramentas de simulação. Desta forma, vários aspectos da empresa podem ser avaliados: performance operacional, políticas de investimentos, dividendos, financiamento, hedge, entre outras.

*Por Leonardo Lameira, analista senior
(llameira@sternstewart.com.br)*