

1. INTRODUÇÃO

1.1. Contextualização

Não se traduz mais em novidade abrir os jornais na seção de economia e verificar a importância dada pelo mundo corporativo à Estrutura de Capital, onde o uso da dívida, dependendo dos mais diversos fatores como, por exemplo, o seu tipo de atividade e o seu nível de utilização, pode se tornar asfixiante a ponto de comprometer a sobrevivência das organizações. Por outro lado, a ociosidade de capital também é motivo de preocupação para a Alta Administração, pois tampouco é raro verificar matérias que destacam que as empresas com baixo nível de endividamento estão, no mínimo, perdendo boas oportunidades de investimento, e, portanto, deixando de maximizar a riqueza de seus acionistas. Este último posicionamento nos faz ressaltar outro aspecto importante preconizado por Jensen e Meckling (1976), o conceito de Custo de Agência. De acordo com esta teoria, a estrutura ótima de capital é aquela que minimiza o custo de agência total. O Custo de Agência existe toda vez que alguém, chamado de agente, é posto a administrar os interesses de outro, chamado de principal e toma decisões que não atendam aos melhores interesses do mesmo, mas em muitos casos sejam para seu benefício próprio. Um pouco mais à frente, Myers e Majluf (1984) abordam o tema da Assimetria da Informação, explicitando a diferença entre a disponibilidade da informação entre o mercado e os administradores ou acionistas da Empresa.

Diante deste quadro, surge uma pergunta natural: “Como as Empresas determinam sua Estrutura de Capital?”

Esta pergunta, aparentemente simples, não é fácil de responder, e traduz-se nas mais variadas discussões de autores renomados como Durand (1952), Modigliani e Miller (1958), Myers (1984), Titman e Wessels (1988), Stulz (1990).

Durand (1952) foi um dos pioneiros na investigação sobre a combinação ótima de capital de terceiros e capital próprio, de forma a maximizar o valor de mercado da empresa. A maximização do valor ocorreria por meio da minimização do seu custo total de capital empregado para financiar suas atividades. Segundo Durand (1952), se os investidores concordarem com um método de precificação da empresa baseado em seu fluxo de caixa esperado trazido a valor presente, seria possível, mantido constante o fluxo de caixa esperado, aumentar o valor da firma por meio da redução da taxa de desconto, ou seja, do custo de oportunidade do capital empregado. O autor, contudo, admite que não necessariamente seria possível reduzir o custo do capital por meio de mudanças nas proporções de capital próprio e de terceiros no passivo da empresa.

Modigliani e Miller (1958), doravante simplesmente MM, contestaram a visão “clássica”. Os autores propuseram, neste trabalho, que a estrutura de capital é indiferente para a determinação do valor da empresa, atendidas certas premissas e restrições. Embora esta possibilidade já houvesse sido apresentada por Durand (1952), MM foram os primeiros a descrever formalmente o meio pelo qual a indiferença era assegurada, num contexto de equilíbrio parcial do mercado. Contudo, em 1963, os mesmos autores mostraram, corrigindo seu primeiro trabalho, que na presença de um imposto de renda corporativo, a primeira proposição de irrelevância não seria mais válida, em razão do benefício fiscal proporcionado pelo endividamento e que um aumento da alavancagem levará a uma diminuição do custo médio ponderado de capital, conseqüentemente aumentando o valor da empresa, *ceteris paribus*.

Um pouco mais à frente, Altman¹ realizou um proeminente estudo, no qual por meio de uma análise discriminante de indicadores financeiros para empresas norte-americanas, visou prever a possibilidade de falência destas organizações, trazendo à tona uma discussão mais aprofundada da importância dos custos de insolvência financeira. Este mesmo autor, em 1977, em visita à Pontifícia

¹ Altman, E. (1968, p. 589-609)

Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio), em parceria com outros professores desta mesma instituição realizou outro trabalho², aplicado às empresas brasileiras, com base no seu estudo inicial, e encontrou também resultados consistentes, onde por meio da análise discriminante é possível prever, em função de determinados indicadores financeiros de um exercício anterior à base da amostra obtida, com 88% de acurácia a insolvência de empresas, e com informações de três exercícios anteriores com 78% de acurácia.

Por sua vez, Myers (1984), inicia seu famoso estudo, intitulado “The Capital Structure Puzzle”, cujo título é baseado em outro renomado artigo, de Fischer Black (1976), chamado “The Dividend Puzzle”, com a mesma pergunta: “How do firms choose their capital structures?”, e ele mesmo responde, em seguida, “Again, the answer is, We don’t know.”. E, na busca de respostas, ainda que não absolutamente conclusivas, há neste mesmo artigo a proposição da Teoria de Hierarquização de Fontes de Financiamento, cujo título, em inglês, é “The Pecking Order Theory”. E, é com base nesta teoria que investiga-se os fatores determinantes da Estrutura de Capital das Empresas de Capital Aberto, listadas em Bolsa de Valores, no Brasil, entre os anos de 1998 e 2002. Vale dizer, que não há a pretensão de se esgotar a discussão sobre o assunto, mas sim procurar trazer à tona novas evidências sobre a aderência ou não deste modelo à realidade brasileira, no período em análise.

1.2. O Problema

Uma das mais relevantes questões acerca sobre o processo de tomada de decisão sobre a Estrutura de Capital das Empresas é saber se há uma composição ótima para a mesma, e em caso afirmativo, o que a determina. MM (1958), inicialmente, defenderam a idéia, dado determinados pressupostos, que a mesma não existe.

² Altman *et al* (1977, p. 21)

Contudo, como observam Brealey e Myers (1991, p.421), se a estrutura de financiamento de uma organização fosse de fato irrelevante, como afirmam MM, os níveis de endividamento apresentariam variações aleatórias de firma para firma e de indústria para indústria. Muitos estudos atestam que isso, na prática, não acontece e que existe um certo padrão no perfil financeiro de empresas semelhantes.

Os enfoques sobre o estudo da Estrutura de Capital são os mais variados. Em função dessa diversidade, verifica-se em Harris e Raviv (1991) uma proposta muito interessante de taxionomia, que é citada por diversos outros autores.

Harris e Raviv (1991) sugerem quatro principais vertentes teóricas, a saber:

- a) Proposições baseadas nos chamados “Custos de Agência”: Myers (1977), Jensen (1986) e Stulz (1990);
- b) Estudos sobre “Assimetria de Informação”: Ross (1977), Myers & Majluf (1984) e Myers (1984);
- c) Modelos baseados nas interações entre os “Mercados de Insumo/Produto”: Titman (1984), Titman e Wessels (1988), Balakrishnan e Fox (1993), Maksimovic (1986);
- d) Teorias sobre o “Controle Corporativo” das empresas e as implicações na estrutura de capital do direito de voto e possibilidades de *takeover* hostil: Stulz (1988), Harris e Raviv (1990).

Além dessas quatro, conforme lembrado por Kayo e Famá (1997), outra corrente pode ser citada e refere-se aos estudos envolvendo a questão da tributação e os conseqüentes benefícios fiscais.

Sem prejuízo do enfoque a que se propõe o estudo, percebe-se que em função da natureza do tema, não se tem por objetivo esgotar a discussão sobre o assunto. Por outro lado, como comentam Kayo e Famá (1997), os diferentes estudos já realizados sinalizam o caminho a seguir e proporcionam idéias interessantes acerca dos Fatores Determinantes da Estrutura de Capital. Variáveis como Tamanho, Segmento de Atuação, Lucratividade, Participação Acionária dos Administradores, Oportunidades de Crescimento, entre outras, demonstram certa influência sobre as decisões financeiras da Empresa.

Em particular, citam novamente os autores Kayo e Famá (1997), o recente estudo de McConnell e Servaes (1995) sugere que, dependendo das oportunidades de crescimento de uma empresa, o endividamento pode ter efeitos positivos ou negativos sobre o seu valor.

Portanto, apoiados na vertente teórica proposta por Myers (1984), e que segundo Harris e Ravis (1991), enquadra-se na sua taxionomia proposta dentro dos Estudos sobre Assimetria de Informação, o interesse desta dissertação está centrado na abordagem do segundo caminho proposto por este autor, que é a Hierarquização nas Fontes de Financiamento.

O período de análise, 1998 a 2002, reflete a segunda fase do Plano Real, e está inserido em um contexto de crises mundiais sistêmicas, conforme resumido no Quadro 1, exposto em seguida.

Quadro 1 – Retrospectiva das Principais Crises Econômicas Mundiais

ANO	TÍTULO SUGESTIVO	COMENTÁRIOS	OBSERVAÇÃO
1994	Efeito Tequila	No México, com uma maxidesvalorização em torno de 15% da taxa de câmbio mexicana, até então controlada. A cotação do peso mexicano alcançou níveis muito elevados com a perda de reserva cambiais.	Crise ocorrida em Dez/1994, praticamente junto com o início do Plano Real no Brasil.
1997	Crise Asiática	Países como Malásia, Indonésia, Cingapura e Coréia do Sul tiveram uma grande desvalorização de suas moedas nacionais, causando pânico nos investidores internacionais.	
1998	Efeito Vodka	Rússia anuncia moratória e a taxa de juros vai aos píncaros no Brasil.	Início da Segunda Fase do Plano Real, junto com as eleições presidenciais, que reelegeram Fernando Henrique Cardoso.
1999	Efeito Caipirinha	Em janeiro de 1999, com a saída do Gustavo Franco da presidência do Banco Central, e com a entrada de seu substituto, Francisco Lopes, o Brasil promove uma maxidesvalorização do Real.	
2001	Efeito Tango Ataque Terrorista	Em Setembro de 2001, tivemos a “Crise do Ataque Terrorista ao World Trade Center” nos Estados Unidos, que estava com a economia tentando se reaquecer e entra em um período recessivo, bem como o “Efeito Tango na Argentina”, com a paridade do peso argentino em relação ao dólar em xeque, e também se vê obrigada a desvalorizar sua moeda.	
2002	Crise Lula	Ao longo de 2002 nos deparamos com o processo sucessório do Presidente Fernando Henrique Cardoso, depois de oito anos no poder, que fez a moeda brasileira – o Real, em processo puramente de especulação, chegar a ser cotada a R\$ 4,00 (quatro reais) por dólar norte-americano no auge da crise.	Fim da Era FHC (Fernando Henrique Cardoso)

Fonte: Elaboração Própria do Autor.

Portanto, cabe ressaltar que o período sob estudo é restrito e este cenário de instabilidade econômica mundial pode ter produzido reflexos na formulação da Estrutura de Capital por parte das Empresas que são o objeto deste estudo, o que se por um lado pode soar como limitação, por outro, pode enriquecer o trabalho, sob a perspectiva de que pode ser interessante analisar como as Empresas se comportaram em meio a este cenário de determinada turbulência, e se variáveis

como o nível da taxa de juros, e o câmbio possuem significância estatística na formulação das suas Estruturas de Capital.

1.3. Objetivos

O estudo tem como **objetivo principal analisar, no período de 1998-2002, quais os fatores que demonstraram ser determinantes na Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras de Capital Aberto e Negociadas em Bolsa de Valores.**

Para alcançar este objetivo, teve-se que atingir as seguintes variáveis instrumentais, por meio das seguintes questões:

1. Quais seriam os atributos tidos como determinantes da Estrutura de Capital das Empresas de Capital Aberto e negociadas em Bolsa de Valores no Brasil, entre 1998 e 2002?
2. Qual o impacto da Taxa de Juros na Estrutura de Capital destas mesmas Empresas?
3. Qual a influência da Taxa de Câmbio na Estrutura de Capital destas mesmas Empresas?
4. É ascendente na Estrutura de Capital das Empresas a maior ou menor concentração de acionistas no comando das mesmas?
5. A Proporção de Ativo Fixo e o Tamanho da Organização são importantes para determinação da Estrutura de Capital das Empresas?
6. Há influência da Lucratividade e do Risco do Negócio para composição da Estrutura de Capital das Empresas?

7. Há influência do atributo referente às Oportunidades de Crescimento das Organizações para composição da Estrutura de Capital das mesmas?

1.4. Delimitação do Estudo

Dentre os diversos fatores que podem ser determinantes na Estrutura de Capital das Empresas, nosso estudo está adstrito, fundamentalmente, à avaliação dos reflexos na determinação do nível de endividamento ou alavancagem financeira dos aspectos relativos às variáveis Tamanho ou Dimensão, Oportunidades de Crescimento, Composição do Ativo, Lucratividade, Risco, Vantagens Fiscais Não Resultantes do Endividamento, como previsto no estudo desenvolvido por Titman e Wessels (1988), bem como pela incorporação de novos itens ao modelo de Regressão Multivariada a ser desenvolvido no estudo, a fim de verificar seu poder explanatório, como o Controle Acionário, Impacto Cambial, Impacto da Taxa de Juros e o Impacto da Inflação.

Quanto ao aspecto temporal, o horizonte de tempo a ser pesquisado será com dados colhidos ao final de cada ano, por meio da disponibilidade dos mesmos no banco de dados Economatica, entre os anos de 1998 e 2002.

Pretende-se, assim, fazer uma verificação empírica sobre a evolução do comportamento das Empresas Brasileiras de Capital Aberto com Ações Negociadas em Bolsa de Valores, na determinação de sua Estrutura de Capital, partindo do modelo proposto de Hierarquização de Fontes de Financiamento por Myers (1984).

1.5. Relevância do Estudo

Como mencionado por Kayo e Famá (1997), à administração financeira é comum atribuir-se três grande campos de decisão: de investimento, de financiamento e o de política de dividendos. Em última instância, todos estes três tipos de decisão convergem para o mesmo objetivo: maximizar o valor da empresa. O valor é o ponto chave. Copeland et al (2002), em seu livro Avaliação de Empresas – Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas, terceira edição, comentam que *“Este livro trata de como avaliar empresas e utilizar as informações sobre o valor para tomar melhores decisões empresariais. Subjacente a isto está a crença básica no fato de que os administradores que se concentrarem na construção de valor para o acionista criarão empresas mais saudáveis do que os que não o fizerem. Também pensamos que empresas mais saudáveis levem, por sua vez, a economias mais sólidas, padrões de vida mais elevados e maiores oportunidades de carreira e de negócios para os indivíduos.”*

Ainda neste mesmo livro, Copeland et al (2002), fazem alusão à Teoria de Custo de Agência, pois, em 1976, Jensen e Meckling publicaram um estudo intitulado “Theory of the Firm: Managerial, Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure”, onde, descreveram, como ao longo das décadas anteriores, as administrações das empresas haviam seguido estratégias e projetos que poucas chances tinham de otimizar os recursos do ponto de vista do acionista e sugeriram que se redesenhassem os incentivos aos administradores para que estivessem em melhor sintonia com os interesses dos acionistas.

Nos últimos anos foi verificado que diversas empresas financiavam aquisições por meio de endividamento, que pretendiam amortizar rapidamente ou refinanciar por meio de oferta pública no ano seguinte, ações estas conhecidas comumente como LBO's (Leveraged Buyouts) ou Compras Alavancadas, o que ilustra a relevância de uma Estrutura de Capital adequada para viabilizar operações financeiras como esta.

Por sua vez, Gitman³ discorre sobre a relevância da Estrutura de Capital, da seguinte forma: *“Estrutura de Capital é uma área importante de tomada de decisão que afeta diretamente o custo de capital, as decisões de investimento de capital e o valor de mercado. Fazendo uma colocação simples, a estrutura de capital é determinada pelo composto de endividamento a longo prazo e capital próprio que uma empresa utiliza para financiar suas operações. Devido à sua ligação direta com o preço da ação, o administrador financeiro deve orientar cuidadosamente a estrutura de capital para proporcionar benefício máximo aos proprietários da empresa. As decisões inadequadas de estrutura de capital podem resultar em um elevado custo de capital, o qual tornaria mais difícil encontrar investimentos aceitáveis. Boas decisões podem baixar o custo de capital, tornando mais fácil achar investimentos aceitáveis que aumentarão a riqueza dos proprietários.”*

De forma complementar, Groppelli e Nikbakht⁴ (1998) afirmam que dado que *“a meta dos administradores é maximizar o valor da empresa, uma das maneiras mais importantes de atingir essa meta é envidar os melhores esforços para a melhor combinação das fontes de capital ou estrutura ótima de capital”*.

Assim sendo, a presente pesquisa almeja contribuir para uma melhor visualização de quais são os Fatores Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras Negociadas em Bolsa de Valores, entre 1998 e 2002.

³ Gitman (1997, p. 512)

⁴ Groppelli e Nikbakht (1998, p.209)

1.6. Organização do Trabalho

Este estudo contém cinco capítulos, incluindo este.

No segundo capítulo, é abordado o referencial teórico, relativo às teorias sobre a formação da Estrutura de Capital, com um breve resumo das Principais Teorias sobre Estrutura de Capital, e em seqüência comenta-se a Teoria Tradicional, continuando com Teoria de MM, para depois discorrer sobre os Custos de Insolvência Financeira, e abordar a Teoria de Hierarquização de Fontes de Financiamento proposta por Myers (1984), finalizando com uma Revisão Empírica, onde faz-se um resumo dos estudos analisados e suas principais contribuições.

No terceiro capítulo é demonstrada a metodologia aplicada ao estudo, onde são descritos o tipo de pesquisa, o universo e a amostra, a coleta e o tratamento dos dados utilizados, bem como o método estatístico empregado e suas limitações.

No quarto capítulo, são apresentados os resultados da análise de dados, relativos aos Fatores Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras Negociadas em Bolsa de Valores, entre 1998 e 2002.

No quinto capítulo apresentam-se as conclusões do trabalho.