3 CONTAS NACIONAIS, DOAR E ESTRUTURA DE CAPITAL

Este capítulo discutirá três assuntos que envolvem este trabalho. Os três temas estão diretamente ligados ao objeto de estudo e assim, estarão brevemente explicados a seguir. As Contas Nacionais onde estão incluídos o PIB e a FBCF. O PIB tanto por ser uma variável de demanda no modelo econométrico como por ele ser o responsável pelo balizamento dos dados durante estes 16 anos e a FBCF por ser a forma de se medir o investimento do país; a DOAR é o instrumento contábil utilizado que permite uma análise do financiamento e investimento das companhias selecionadas e; por fim a Estrutura de Capital já que mostra o tipo de financiamento que a empresa deve optar e este está presente nos resultados da pesquisa.

3.1 CONTAS NACIONAIS

Um conceito que deve ser abordado diz respeito à metodologia a ser usada das contas nacionais. No capítulo anterior, vimos que em grande parte dos modelos há uma variável ligada à capacidade de produção da economia. Pode-se observar, também, que esta variável foi a mais significativa como determinante do investimento fixo em praticamente todos os modelos. Além do PIB ser uma possível variável que determina o nível de investimento, ele também será o ponderador dos dados temporais. Dada sua grande utilidade neste estudo, esta seção trará uma breve explicação a seu respeito.

A) Produto Interno Bruto

O produto interno bruto é a medida de atividade econômica mais importante na economia. Ele é o ponto de interseção entre os gastos, a renda e as receitas da economia. Este dado é, de certa forma, uma medida de bem estar de um país que pode ser utilizada para comparações tanto temporais como internacionais. Ele mede a riqueza de um país.

Claro que ele não contempla todos os indicadores cabíveis para uma comparação, como a de conservação do meio ambiente, segurança, expectativa de vida e alfabetização da população, mas ele já é um grande instrumento para políticas públicas e para que a população saiba a grandeza de suas receitas, seus gastos ou sua renda.

Para se medir a atividade econômica se faz necessária uma agregação de toda a produção do país. A produção do território é o resultado da demanda efetiva, das capacidades de produção e da renda. A renda advém do pagamento dos fatores de produção e provê as finanças necessárias à demanda. A Contabilidade Nacional é uma forma encontrada de representar e quantificar a economia de um país e, assim, o sistema descritivo visa reproduzir os fenômenos essenciais do circuito econômico: produção, geração de renda, consumo, financiamento, acumulação e relações com o resto do mundo.

Antes de entrarmos na questão do investimento cabe uma breve descrição das terminologias do produto de uma economia.

O cálculo do Produto Interno Bruto (PIB) e sua conceituação levam em conta o conceito de território econômico, isto é, aquele território no qual uma nação tem atividades econômicas e que não corresponde necessariamente a suas fronteiras físicas e geopolíticas. O território econômico engloba, por exemplo, as jazidas e explorações situadas em águas internacionais e sobre as quais o país tem direito exclusivo.

O produto interno bruto é o valor agregado do total dos bens e serviços finais produzidos no território econômico do país, sem levar em conta a nacionalidade dos donos dos processos produtivos. Segundo Montoro Filho (1994) o “PIB é o valor da produção (bens finais) a custo de fatores mais os impostos indiretos; portanto, é o valor da produção a preços de mercado”. Ele não inclui as transações intermediárias e é calculado, de modo geral, a partir de três pontos de vista: da produção, da renda e do dispêndio. Do ponto de vista da produção, o PIB corresponde à soma dos valores agregados líquidos dos três setores da economia (primário, secundário e terciário), a qual são somados os impostos indiretos e a depreciação de capital e subtraídos os subsídios do governo. Do ponto de vista da renda, o PIB é calculado a partir de todas as remunerações pagas no território econômico de um país, como salários, juros, aluguéis e lucros distribuídos. Ao total alcançado, somam-se lucros não distribuídos, impostos indiretos e depreciação do capital e subtraem-se os subsídios. Do ponto de vista do dispêndio, o PIB é o resultado da soma dos gastos em

consumo do governo e das unidades familiares, ao qual se adicionam, as variações de estoque e se subtraem as importações de mercadorias e serviços mais as exportações.

As três óticas do PIB, que pode ser chamado de valor síntese do resultado da atividade econômica do país, conforme esquematizado abaixo:

Ótica do produto: o PIB é igual à produção das unidades residentes diminuída do consumo intermediário, ou seja, o valor adicionado.

$$\text{PIB} = \text{Valor adicionado} + \text{impostos sobre produtos} - \text{subsídios sobre produtos}$$

Ótica da Renda: nesta ótica o PIB é a soma dos rendimentos gerados na produção e os impostos diretos líquidos

$$\text{PIB} = \text{remuneração dos empregados} + \text{impostos líquidos sobre atividade} + \text{excedente operacional bruto} + \text{impostos líquidos sobre produtos}$$

Ótica da Despesa: é igual ao valor dos bens e serviços resultantes da produção das unidades residentes, disponíveis para uso final.

$$\text{PIB} = \text{Usos finais} - \text{importações} \quad \text{ou}$$

$$\text{PIB} + \text{importações} = \text{Consumo final} + \text{formação bruta de capital fixo} + \text{variação de estoque} + \text{exportações}$$

A seguir uma maneira de olhar para essas três óticas na forma matricial

QUADRO 3.1 – PIB NA FORMA MATRICIAL

Receita \ Despesa	Produção	Apropriação	Total
Produção	-	Consumo de bens de consumo	Procura total
Apropriação	Produto a custo de fatores	-	Renda
Total	Oferta total	Despesa	

No Brasil, órgão responsável pelo cálculo e divulgação do Produto Interno Bruto é o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), mas especificamente a Coordenação

de Contas Nacionais mas, não foi sempre assim. Até dezembro de 1986, as Contas Nacionais do Brasil eram elaboradas pela Fundação Getúlio Vargas e, a partir desta data passou a ser de responsabilidade do IBGE.

Após a mudança do órgão responsável pela elaboração, várias modificações metodológicas e revisões foram realizadas. As razões para isto foram a existência de um maior detalhamento de dados primários e também outra decorrente da metodologia de estimação através de pesos adequados produzidos pelos censos que mostraram necessidade de ajustes e reformulações.

B) Formação Bruta de Capital Fixo

Como o trabalho está intimamente ligado ao investimento, cabe também uma melhor definição da formação de capital e como ela é calculada pelo IBGE.

O investimento das Contas Nacionais inclui a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) e a Variação de Estoques. A FBCF pode ser estimada pelo método da despesa ou a partir do fluxo de bens e serviços. A FBCF representa o valor dos bens duráveis incorporados pelas unidades produtoras residentes a fim de serem utilizados durante um período não inferior a um ano, no seu processo de produção, assim como o valor dos bens e serviços incorporados aos bens de capital fixo visando a aumentar sua vida útil, rendimento ou capacidade de produção e o valor dos serviços ligados à instalação desses bens.

A estimativa de formação bruta de capital fixo tomou por base, de um lado, a oferta dos bens e serviços que, por sua natureza, se destinam à formação de capital; de outro, a análise das informações relativas aos investimentos realizados pelas diversas atividades econômicas. A oferta é levantada com a maior desagregação de produtos contida nos censos econômicos e estatísticas do comércio exterior, enquanto a análise por atividade partiu de grandes categorias de formação de capital. Especial atenção é dada à construção civil, examinando-se oferta e demanda por tipo de obra e atividade de destino.

Além do valor das construções, dos equipamentos instalados, dos meios de transporte, dos serviços de montagem e instalação de máquinas etc., são considerados também na formação bruta de capital fixo o valor total do produto florestamento e formação de culturas permanentes, as despesas com a instalação de novos estabelecimentos industriais e as

despesas com pesquisa e prospecção de petróleo. Ela abrange as classes de bens a seguir e o detalhamento das classes se encontra no Anexo II:

- Construções residenciais
- Construções não residenciais
- Outras construções
- Matas plantadas e novas culturas permanentes
- Equipamentos de transporte
- Máquinas e equipamentos agrícolas
- Outras máquinas e Equipamentos
- Animais reprodutores, animais de tração, gado leiteiro

A formação Bruta de Capital Fixo deve se valorada a preço do consumidor, isto é, pelo preço pago para os produtos adquiridos no mercado e ao preço de custo para a produção por conta própria.

A seguir a série temporal tanto do PIB como da FBCF. Nota-se uma baixa variabilidade da Formação Bruta de Capital Fixo no período estudado, seu valor máximo é de 24,6% e seu mínimo de 18,17%. Ao longo dos 16 anos estudados, houve muito pouca variação no percentual FBCF/PIB.

QUADRO 3.2 – PIB e FBCF
(em milhares de reais)

	PIB	FBCF	FBCF (% PIB)	Moeda	Símbolo
1987	11.103.966	2.466.669	22,2%	Cruzado	Cz\$
1988	80.782.983	18.328.265	22,7%	Cruzado	Cz\$
1989	1.170.387.104	288.484.605	24,6%	Cruzado / Cruzado Novo	Cz\$ / NCz\$
1990	31.759.185.000	6.557.976.236	20,6%	Cruzado Novo / Cruzeiro	NCz\$ / Cr\$
1991	165.786.498.000	30.019.757.815	18,1%	Cruzeiro	Cr\$
1992	1.762.636.611.000	324.715.611.305	18,4%	Cruzeiro	Cr\$
1993	38.767.064.000	7.473.968.255	19,3%	Cruzeiro / Cruzeiro Real	Cr\$ / CR\$
1994	349.204.679	72.453.282	20,7%	Cruzeiro Real /Real	CR\$ / R\$
1995	646.200.000	132.753.432	20,5%	Real	R\$
1996	778.900.000	150.050.300	19,3%	Real	R\$
1997	870.700.000	172.939.223	19,9%	Real	R\$
1998	914.187.877	179.982.386	19,7%	Real	R\$
1999	973.845.966	184.097.870	18,9%	Real	R\$
2000	1.101.255.078	212.384.234	19,3%	Real	R\$
2001	1.198.736.188	233.384.257	19,5%	Real	R\$
2002	1.346.027.553	246.605.571	18,3%	Real	R\$

Fonte: IBGE e Banco Central do Brasil

3.2 DEMONSTRAÇÃO DE ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS

A Demonstração de Origens e Aplicação de Recursos (DOAR) é o instrumento utilizado para o estudo do comportamento de investimento das companhias abertas. Ela consiste em uma demonstração contábil exigida pela Lei nº 6.404 de 1976. Esta Lei tornou tal demonstração obrigatória para todas as sociedades por ações¹. O intuito da Lei nada mais é do que exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício. O artigo 6º da Lei elimina a obrigatoriedade a toda companhia fechada com patrimônio líquido, na data do balanço, não superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais)² da elaboração e publicação da DOAR.

Como apontado por Marques (1988), a demonstração de origens e aplicações de recursos permanece, ainda hoje, um instrumento contábil pouco utilizado pelos analistas de mercado e outros usuários da informação contábil. E acrescenta que há, apesar disso, a concordância com a finalidade e importância da demonstração na avaliação da política de financiamento e investimento adotada pela empresa, mas continua sendo pouco utilizada em suas análises para tomada de decisão. Ainda de acordo com Marques (1988), a DOAR possui duas finalidades básicas:

“1. sumarizar as atividades de financiamento e investimento da entidade, incluindo a extensão na qual o empreendimento tem gerado recursos das operações durante o período; e 2. completar a evidenciação das mutações na posição financeira durante o período.”

A seguir um quadro exemplificando a DOAR de acordo com a CVM.

QUADRO 3.3 – FORMATO DA DEMONSTRAÇÃO DE ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS

4.01	Origens
4.01.01	Das Operações
4.01.01.01	Lucro/prejuízo Do Exercício
4.01.01.02	Vls. Que Não Repr. Mov. Cap. Circ.
4.01.01.02.01	Depreciação, Amort. e Exaustão
4.01.01.02.03	Provisões Constituídas
4.01.01.02.04	Variações Monetárias E Juros
4.01.01.02.05	Valor Residual Ativo Perma. Baixado
4.01.01.02.06	Part. Soc. Controladas E Coligadas

¹ Conforme disposto no art. 176, item IV, assim como o Balanço Patrimonial, a Demonstração dos Lucros ou Prejuízos Acumulados, a Demonstração do Resultado do Exercício, e a Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos.

² Valor corrigido pela Lei 9.457 de maio de 1997, anteriormente o valor não deveria ser superior ao valor nominal de 20.000 (vinte mil) obrigações reajustáveis do Tesouro Nacional.

4.01.01.02.07	Amortização De Ágios
4.01.01.02.08	Crédito Tributário
4.01.01.02.11	Outros
4.01.02	Dos Acionistas
4.01.02.01	Aumento De Capital
4.01.03	De Terceiros
4.01.03.01	Financiamentos Obtidos
4.01.03.02	Emissão De Debêntures
4.01.03.05	Transf. Circulante Para Elp
4.01.03.06	Dividendos Creditados
4.01.03.07	Outras
4.02	Aplicações
4.02.01	Investimentos
4.02.02	Imobilizado
4.02.03	Diferido
4.02.04	Juros Sobre Capital Próprio e Divid.
4.02.05	Transf. De Emprést. E Financ.p/ CP
4.02.06	Acréscimo De Ativos R.I. Prazo
4.02.07	Decrésc. De Outros Passivos A LP
4.02.08	Irpj E Csl Diferidos
4.02.09	Outros
4.03	Acréscimo/decréscimo No Cap. Circ.
4.04	Variação Do Ativo Circulante
4.04.01	Ativo Circ No Início Do Exercício
4.04.02	Ativo Circ No Final Do Exercício
4.05	Variação Do Passivo Circulante
4.05.01	Passivo Circulante No Início Exercício
4.05.02	Passivo Circ No Final Do Exercício Origens dos Recursos

Fonte: CVM

Assim, o trabalho escolheu estudar as companhias abertas através da DOAR pela sua facilidade em ressaltar a posição financeira da empresa. Ela demonstra de forma ordenada as informações de financiamento e investimento de longo prazo da empresa. Através desta demonstração se pode perceber como os recursos foram originados assim como aplicados pela empresa. Outro fator que justifica esta escolha é a possibilidade em observar a estratégia de atuação da empresa assim como a verificação da compatibilidade entre as aplicações e os gastos de uma empresa. Ao longo do tempo, pelo fato do investimento e financiamento estarem ressaltados, tal demonstração se torna bastante útil.

Uma vantagem da DOAR advém do fato dela possuir um formato que elimina os valores e percentuais negativos, mas vale notar que nem sempre é assim que funciona na prática das empresas.

Já foi citado anteriormente que tal demonstração permite a fácil visualização da situação financeira da empresa. Cabe aqui uma explicação de qual seria a definição desta situação financeira. A Lei define a “situação financeira” como o Capital Circulante Líquido que nada mais é do que a diferença entre ativos circulantes e passivos circulantes.

A DOAR não tem por objetivo mostrar a entrada e saída de caixa, sendo por isso mais abrangente que outras demonstrações. Ela, através do Capital Circulante Líquido, representa as mutações da posição financeira em sua totalidade.

Apesar de alguns esforços pelo reconhecimento da importância da Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos, há uma tendência mundial de substituí-la pela Demonstração do Fluxo de Caixa e o Brasil, seguindo esta tendência, deverá substituí-la, mas vale notar que as demonstrações não são equiparáveis. Como já foi citado anteriormente, o Projeto de Lei nº 3.741/2000 que prevê tais modificações já foi entregue ao Ministro da Fazenda em 1999³.

Este trabalho mostrará os benefícios advindos da análise da DOAR. O trabalho de Marques (1988) não apenas define a DOAR como também ressalta a importância de tal demonstração. Assim como seu artigo (1990) mostra de forma clara uma análise da maior empresa brasileira, Petrobras, baseada neste demonstrativo.

Para conhecer em profundidade esta demonstração, o trabalho de Marques (1988) se mostra bastante apropriado. Primeiro, os resultados do trabalho serão colocados para em seguida, explicar partes fundamentais ao entendimento do processo de análise.

O trabalho de Marques (1988) avaliou o comportamento da política de financiamento e investimento adotada pela empresa privada nacional aberta entre o período de 1980 e 1985, utilizando para tanto a Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos. Marques (1988) pretendeu auxiliar o usuário da informação contábil, a compreender melhor esta demonstração e orientá-lo na adoção deste instrumento na avaliação do desempenho e estratégia de longo prazo adotada pela empresa. Os resultados encontrados por Marques (1988) serão explicados de forma resumida. Eles indicaram que ao comparar as empresas em termos do tamanho do ativo e do patrimônio líquido, as maiores empresas se financiaram predominantemente de recursos gerados das operações enquanto as menores apresentaram percentuais relativos mais relevantes de recursos obtidos de contribuições de acionistas e aumento de exigível de longo prazo. Por outro lado, as maiores empresas investiram proporcionalmente mais recursos no pagamento de dividendos, nos aumentos de ativo de longo prazo e na redução do exigível de longo prazo,

³ Ministro da Fazenda à época: Pedro Malan.

enquanto que as empresas menores investiram relativamente mais em capital circulante líquido (aumento do ativo circulante e/ou diminuição do passivo circulante).

Desagregando um pouco mais os resultados, Marques (1988) encontrou que a contribuição de acionistas para aumento de capital e reservas de capital foi menor nos anos de crise econômica mais acentuada e, de forma geral, as empresas menores se financiaram desta fonte de recursos por volta de 12% do total de suas origens enquanto as maiores tiveram um percentual médio inferior a 1%. Em relação às aplicações, o autor constatou que as empresas de sua amostra, de forma geral, aplicaram cada vez menos recursos no pagamento de dividendos e bonificações em dinheiro até 1982 e, a partir de então, voltaram a subir, possivelmente devido à recuperação nos lucros das empresas. As empresas maiores aplicaram proporcionalmente mais recursos no pagamento de dividendos e bonificação do que as menores. A aplicação de recursos no aumento dos ativos de longo prazo permaneceu relativamente estável (41%) até 1982, declinando no ano de 1984 e subindo em 1985. As empresas com maior ativo total e patrimônio líquido aplicaram proporcionalmente mais recursos em ativos de longo prazo do que as empresas menores. O mesmo ocorreu com o aumento do exigível de longo prazo onde as maiores empresas utilizaram uma proporção maior de seus recursos na diminuição do exigível de longo prazo. Por fim, o capital circulante líquido: houve um pequeno aumento do número de empresas que evidenciaram o capital circulante líquido em aplicação de recursos, o que significa que mais companhias apresentaram folga financeira.

A DOAR é estruturada de maneira que a variação do capital circulante líquido possa ser obtida tanto por elementos do curto prazo como por elementos do longo prazo. Ao último método é dada uma importância maior já que este mostra as estruturas de financiamento (origens de recursos) e investimento (aplicações).

Tal instrumento permite a observação do endividamento de longo prazo da empresa, assim como sua capacidade de colocação de capital próprio, ou mesmo uma visualização dos recursos gerados através da sua operação (recursos gerados internamente). Por outro lado, sobre a alocação de recursos, torna-se factível a análise de como eles foram utilizados pela empresa, distribuindo dividendos, quitando dívidas ou até investindo em prol de um crescimento futuro da empresa. Como enfatiza Marques (1988), o fato da DOAR não ser utilizada com frequência pelos usuários, tem contribuído para a apresentação de relatórios

de análise que, no mínimo, deixam de explorar todo o potencial informativo da contabilidade, pelo menos no tocante à avaliação da política financeira adotada pelas empresas.

Aprofundando um pouco mais na DOAR, podem-se auferir informações bastante relevantes na administração de variáveis relacionadas ao modo pelo qual a organização consegue os recursos necessários ao seu funcionamento. A forma de obtenção de recursos pode ser subdividida em três categorias principais: recursos originários das operações da empresa, dos acionistas ou por meio de terceiros.

A origem (aplicação) das operações nada mais é do que o lucro (prejuízo) advindo do resultado líquido do exercício (DRE) excluindo as transações que não constituem entradas ou saídas de capital circulante líquido (CCL) para a empresa (Marques 1988)⁴. Ao contrário das demais fontes de recursos, o autofinanciamento não necessita de aprovação externa a sua gestão, o que seria exigido no caso de assunção de novas dívidas ou mesmo da emissão de ações. Segundo Procianoy e Caselnani (1997) este tipo de financiamento libera o gestor da monitoração por parte dos investidores, deixando-o livre para decidir sobre o destino a ser dado aos recursos. O autofinanciamento também não expõe a empresa e seus acionistas ao risco financeiro e a elevação dos custos de insolvência como no caso dos capitais de terceiros e evita ameaça de perda de controle acionários por parte dos acionistas controladores (no caso de novas emissões), pois acarretaria em diluição na posição acionária.

No tocante às origens provenientes dos acionistas, seriam as contribuições para o capital social e para as reservas de capital. E, por fim, as origens advindas de terceiros são os acréscimos do passivo exigível de longo prazo, tanto a contratação de novos empréstimos de longo prazo, como alienações de ativos de longo prazo. Cabe salientar que o capital de terceiros possui risco inferior ao da emissão de ações. Pois, em caso de liquidação da empresa, os credores serão os primeiros a receber os ativos da empresa conforme consta na Lei 6.404/ 76.

As origens de recursos nos remetem à teoria da hierarquização das fontes de recursos, onde se constatam as preferências por tipos de obtenção de recursos ao longo dos

⁴ Além dos itens apresentados na Lei 6.404, artigo 188, depreciação, amortização, exaustão e variações monetárias e cambiais de longo prazo.

anos. Este item do referencial teórico será abordado na seção referente à estrutura de capital. Antecipamos que os recursos podem ser conseguidos interna ou externamente, neste último caso, fora das fronteiras da empresa.

Voltando às divisões da DOAR, torna-se fundamental conhecer a forma pela qual as organizações aplicam seus recursos. As aplicações podem ser subdivididas nas seguintes categorias principais: dividendos propostos a acionistas, acréscimos dos ativos de longo prazo e decréscimos do exigível de longo prazo. Também segundo Marques (1988), as transações mais características de grupos de longo prazo representam as aquisições de investimentos em companhias controladas ou coligadas e em bens e direitos do Imobilizado e Diferido, e a transferência para o passivo circulante de parcelas do exigível de longo prazo.

As aplicações de recursos são fundamentais já que são responsáveis pelo resultado futuro da empresa. A diferença entre as origens e aplicações levará à variação do CCL. Ele expressa a posição financeira da empresa, refletindo as entradas e saídas de recursos das empresas ao longo do ano. O CCL reflete no curto prazo a folga (ou escassez) de recursos, podendo ser utilizado como uma medida de liquidez (Afonso 1998). Porém, ele também pode ser analisado no longo prazo onde uma $\Delta CCL > 0$ mostra o excesso de fontes de financiamento de longo prazo (estrutura de capital) sobre os itens de investimento de longo prazo (estrutura de investimento), (Marques, 2000).

O problema da inflação foi lembrado por Marques (1988) e vale a pena enfatizá-lo já que trataremos com uma série histórica em anos de “picos” inflacionários e planos econômicos para tentar amenizar o problema. A análise financeira das empresas se depara com o problema da variação dos preços na economia, a nossa conhecida inflação. As demonstrações contábeis refletem fatos de datas e valores diferentes (Marques 1988) e, caso não sejam efetuados ajustes necessários podem induzir a decisões enganosas.

Os efeitos inflacionários não são eliminados nas demonstrações contábeis e, portanto, tampouco na DOAR. Seria necessário que os valores estivessem em uma moeda de mesmo valor aquisitivo para que a comparação fosse cabível. Pelo fato deste estudo trabalhar com valores percentuais, não se fará necessário colocar esses valores em uma moeda de igual poder aquisitivo.

Em 1987 com a Instrução Normativa da CVM nº 64 foi estabelecida a correção monetária integral, que nada mais era do que um método utilizado com o intuito de aprimorar e medir de forma mais próxima do real, a posição financeira e o resultado das operações de uma empresa pertencente a uma economia inflacionária. Então, por meio desta Instrução, era exigido às companhias abertas demonstrações complementares elaboradas em moeda de poder aquisitivo constante (do final do período), ou seja, com a correção integral.

A Instrução CVM nº 191 de 1992 veio substituir a anteriormente citada, instituindo a Unidade Monetária Contábil (UMC) como unidade de referência a ser utilizada, substituindo a UFIR (Unidade Fiscal de Referência).

Segundo Iudícibus (2000), a correção monetária integral trouxe uma série de vantagens com sua aplicação destacando:

1. apresenta os efeitos da inflação em todos os elementos das demonstrações contábeis;
2. corrige saldos finais de itens não monetários (como estoques e despesas antecipadas); e
3. determina a inclusão do ajuste a valor presente nos valores prefixados de contas a receber e a pagar.

Entretanto, no artigo 4º da Lei nº 9.249/1995, a correção monetária foi revogada das demonstrações contábeis a partir de 1996. A utilização de qualquer método de correção monetária foi vedada, inclusive para fins societários. Restando apenas a figura dos juros sobre capital próprio que podem optar pelo uso da taxa de juros de longo prazo (TJLP) concedido pela mesma Lei.

Para fins de comparação entre os anos, a chamada análise horizontal, a falta de um sistema que permita que os valores sejam comparáveis no tempo, torna o procedimento bastante duvidoso, haja vista o quadro com as taxas inflacionárias a seguir.

QUADRO 3.4: INFLAÇÃO - IPCA NO PERÍODO 1987-2001

Ano	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2001
%	363	980	1973	1621	473	1119	2477	916	22,4	9,56	5,22	1,66	8,94	5,97	7,67	12,5

Fonte: Ipea/IBGE

Desta forma, o trabalho apresentado levará em conta apenas as proporções tornando as comparações factíveis.

Para finalizar, apresentaremos apenas os resultados de algumas pesquisas realizadas no Brasil como a de Zonenschain (1998). Este autor buscou analisar o padrão de financiamento das empresas no Brasil no período de 1989 até 1996. Os resultados encontrados indicam uma participação elevada do autofinanciamento como fonte de recursos para as empresas brasileiras em vários anos e na média do período 89/96, uma participação elevada das emissões de ações como fonte de financiamento.

A explicação para tal fato se dá, no caso de autofinanciamento, pela sua consistência com o fato da maior parte das empresas possuir um porte reduzido e, por isso, elas utilizarem seu próprio capital para financiar seus investimentos. E como a autora não esperava encontrar uma participação expressiva das emissões, ela as atribui a problemas amostrais e também problemas relativos à metodologia. Outro ponto ressaltado na pesquisa foi a expectativa de encontrar um maior endividamento das empresas do setor bancário, do que o realmente observado. O forte crescimento no mercado acionário nos anos 1980 estaria ligado à políticas governamentais e não às forças de mercado. A privatização e a crise da dívida fizeram do mercado acionário um atrativo ao capital estrangeiro, segundo Zonenschain (1998) e, por isso, nos resultados encontrados, a emissão possuiu uma proporção mais elevada do que o imaginado para um porte reduzido e a insipiência do mercado acionário.

Um outro estudo que vale ser comentado é o de Glat. Glat se baseia em balanços e demonstrações de resultados, assim como neste estudo, das sociedades anônimas brasileiras no período de 1969 até 1975. O autor observa o forte crescimento das sociedades anônimas brasileiras e também a vulnerabilidade devido à característica de capital. Ele mostrou que o lucro líquido cresceu 1.000% (229% em termos reais), enquanto o patrimônio líquido não acompanhou tal crescimento, chegando a taxa de 600% (115% em termos reais). Esta discrepância Glat atribui ao aumento do exigível 820% (179% em termos reais), ou seja, o lucro real cresceu a despeito do aumento das despesas financeiras, 1.504% (383% em termos reais).

O autor percebeu que apesar das despesas operacionais de forma agregada (administrativas e de vendas) terem evoluído favoravelmente nos últimos anos, as despesas financeiras compensaram negativamente esta evolução positiva. As despesas financeiras em 1970 representavam 2,1% das vendas e atingiram a marca de 3,4% 5 anos depois,

mostrando o crescimento em magnitude das taxas de juros e uma estrutura de financiamento voltada fortemente para o endividamento.

Para Glat, a lucratividade real das empresas depende da rentabilidade das aplicações totais e dos custos dos componentes da estrutura de capital. Analisando a rentabilidade real dos investimentos totais e dos recursos próprios não se pode falar em descapitalização de empresas e, sim, de problemas advindos do grau de endividamento crescente, já que a base de recursos próprios por geração interna ou subscrições adicionais não crescem nas proporções devidas. Ao olhar para a origem de recursos das empresas brasileiras, Glat notou um crescente nível de endividamento, tanto de longo quanto de curto prazo, resultando em uma clara dependência das empresas em relação aos credores no período de 1970 e 1975. Ele atribuiu este endividamento crescente de créditos adicionais das empresas brasileiras a alguns fatores, dentre eles: o custo mais barato do capital de empréstimo, insuficiente geração de lucros, inadequada depreciação e dificuldade em alargar a base do patrimônio líquido por problemas do mercado de capitais e, atitude consciente em aumentar a alavancagem dos débitos sobre os lucros.

Um outro estudo que utiliza as demonstrações financeiras, dentre elas a DOAR é o de Rodrigues (1984). Ele estudou a evolução e o desempenho das empresas não financeiras entre os anos de 1970 e 1982, ele divide o seu estudo em 3 fases. O sub-período 70-73 onde os indicadores macroeconômicos eram altamente favoráveis. Este período faz parte do “milagre econômico”. O seguinte compreende os anos de 74-79 e é posterior ao primeiro choque do petróleo. Ele se caracteriza por um crescente endividamento e desequilíbrio do balanço de pagamento. As taxas de crescimento, na média, eram elevadas e a inflação deu um salto. Nesse período temos forte investimento público financiado em boa parte por emissão de dívida externa. A última fase 80-82 é caracterizada por choques externos, alta do petróleo, elevação dos juros internacionais, recessão mundial, valorização do dólar, queda no preço das *commodities*, o que acabou levando à crise financeira internacional iniciada em setembro de 1982.

Dado este contexto, Rodrigues divide as empresas quanto ao controle acionário pelo fato delas não possuírem comportamento semelhante e, conclui que as empresas nacionais privadas aumentaram, no período estudado, ligeiramente sua capacidade de autofinanciamento através da redução considerável de seus investimentos em ativos fixos;

já as empresas estatais reduziram sua capacidade de autofinanciamento pela queda da rentabilidade e devido ao expressivo investimento em capital fixo. As empresas estrangeiras, por sua vez, aumentaram sua capacidade de autofinanciamento basicamente em função de uma maior rentabilidade.

Olhando para os indicadores de rentabilidade, eles mostram uma redução significativa para as empresas nacionais privadas e estatais. As empresas estrangeiras conseguem retomar os mesmos níveis de rentabilidade no período de crescimento acelerado, demonstrando maior poder de repasse dos custos para os preços finais.

O endividamento, principalmente de longo prazo, foi reduzido tanto para as empresas nacionais privadas quanto estrangeiras, enquanto as estatais o aumentaram.

Alguns pontos importantes fazem parte da conclusão de Rodrigues dentre eles que o processo de desaceleração no crescimento econômico a partir de 1974 não se reflete por igual nas empresas (quando separadas por seu controle acionário), as empresas estatais e nacionais privadas apresentam nítida tendência à redução de sua rentabilidade. As empresas estrangeiras aparentemente conseguiram se ajustar melhor à conjuntura, voltando a apresentar crescimento nos seus níveis de rentabilidade a partir de 1979, retomando aos níveis de 1975, mostrando maior eficiência e maior capacidade de repassar seus custos para o preço final.

As estatais aumentaram seu endividamento de curto e de longo prazo e, tanto as nacionais privadas quanto as estrangeiras, tenderam a diminuir o endividamento de longo prazo. Esta política de endividamento tem dois lados, se por um há a melhora da estrutura de capital, por outro reduz a alavancagem financeira comprometendo a retomada do crescimento econômico.

O aumento das despesas financeiras entre 1975 e 1982 mostra que a redução nas taxas de juros é uma condição primordial à retomada dos níveis de investimento e, assim, à retomada do crescimento.

3.3 ESTRUTURA DE CAPITAL

Uma sólida base teórica a respeito do assunto estrutura de capital se torna indispensável para uma análise de um instrumento que ressalta as modificações de financiamento e investimento de empresas de capital aberto, a DOAR. A relevância da estrutura de capital de uma empresa será comprovada ao longo do trabalho.

Antes de entrar no mérito, cabe aqui uma breve e simples explicação do que é estrutura de capital. Nada mais é do que o grau de endividamento de uma empresa, ou melhor, como ela se financia, se através de capital de terceiros e/ou capital próprio. A grande discussão a respeito é a proporção ótima dessas duas fontes de modo a obter o maior valor possível para a empresa.

Cabe ressaltar que cada tipo de financiamento possui um custo diferenciado e o custo de capitais de terceiros, na grande parte das vezes, é menor do que o custo do capital próprio de uma empresa (capital dos acionistas), até o ponto em que os devedores deixam de acreditar que esta dívida será facilmente paga ou compromete a saúde financeira da empresa. Esta diferenciação dos custos se dá pelo fato de acionistas e credores enfrentarem riscos distintos e sua remuneração, portanto, também não ser igual.

O custo de capital pode ser definido como o preço que a empresa paga pelos fundos obtidos junto às suas fontes de capitais. De acordo com Sanvicente (1997), o custo de capital pode ser definido como a taxa mínima que os projetos devem oferecer como retorno. O cálculo do custo de capital deve levar em conta o custo de cada fonte de recurso e fazer uma média dos custos ponderada pela participação relativa de cada fonte na estrutura financeira da empresa.

Assim como qualquer investimento há uma combinação de risco e retorno também nas fontes de financiamento. O capital de terceiros possui uma garantia de recebimento preferencial ao pagamento de dividendos ou qualquer outra fonte de lucro aos proprietários. Pelo fato de haver uma remuneração pré-estabelecida, o credor (capital de terceiros) incorre em risco menor de não recebimento dos juros mais o principal. Pelo fato do risco ser inferior ao do proprietário (acionista), o retorno também é inferior.

As exigibilidades das empresas podem ser empréstimos, debêntures e alguns autores consideram até mesmo as ações preferenciais (de participação limitada nos lucros e ativos

da empresa). Sabendo o custo de cada fonte de recursos pode-se calcular o custo geral dos recursos da empresa.

As fontes externas de fundos se concentram no lado direito do balanço patrimonial, mas como Myers (1984) já dizia, o mais difícil desta discussão é saber como as empresas escolhem entre dívidas, ações ou uma combinação híbrida entre ambas.

Não podemos deixar de mencionar Solomon (1967) ao abordar o tema da administração financeira. Ela divide a gestão financeira empresarial em 3 questões fundamentais: o volume de ativos a ser mantido, a estrutura desses ativos e a composição do financiamento a ser utilizada. E, além disso, para que as decisões sobre financiamento sejam resolvidas e a estrutura ótima de financiamento, o que equivale a dizer a minimização do custo de capital, sejam atingidas é preciso decidir sobre a proporção do lucro a ser distribuída, o grau de liquidez planejado e o volume do financiamento externo que deve ser obtido e qual a forma desse financiamento. Solomon (1967) também mostra preocupação com as condições futuras tanto da empresa quanto do ambiente: as conhecidas expectativas.

Em relação à teoria clássica sobre estrutura de capital podemos, de maneira grosseira, separar em duas vertentes principais. A primeira seria a que acredita em uma estrutura de capital ótima seguindo a teoria tradicional junto com Durand (1952; 1959), enquanto a outra crê que não importa a composição da sua estrutura, o valor da empresa será sempre o mesmo, sob algumas condições. Esta última vem com o trabalho de Modigliani e Miller (1958).

Na teoria tradicional se procura maximizar o valor da empresa minimizando o seu custo médio ponderado de capital (média ponderada dos custos das diferentes fontes de recursos) e, segundo Perobelli (2002), as empresas tendem a comportar-se como se a estrutura ótima existisse.

De acordo com a Teoria da Hierarquização das Fontes de Recursos (*Pecking Order Theory*), as firmas preferem o financiamento interno ao externo. Caso seja necessário recorrer fora das fronteiras da empresa ela utilizará como critério a segurança, emitindo, portanto o título mais seguro. Isto quer dizer que ela optará por dívida, em seguida por títulos híbridos – com títulos de dívida conversíveis em ações – e, como último recurso, as ações.

Esta designação “*Pecking Order Theory*” foi dada por Myers (1984), no entanto, o conceito de utilização desses recursos já haviam sido citados por Donaldson (1961), onde ele expõe que os fundos externos eram captados apenas em ocasiões inevitáveis devido à grande necessidade e, raramente, a emissão de ações era considerada.

Certamente, como tantas outras teorias, torna-se fácil achar um contra exemplo para rejeitá-la como neste caso basta encontrar uma empresa que tenha emitido ações quando poderia ter emitido dívida em seu lugar. Todavia, segundo Myers (1984), ao olharmos os dados agregados, a predominância do financiamento interno se dá pela separação entre a propriedade e o controle, pois os administradores profissionais evitam depender do financiamento externo para não ficarem sujeitos à disciplina do mercado de capitais.

O autor também enumera dois pontos que favorecem a emissão externa como última opção. O primeiro é o custo em confiar no financiamento externo, ele descreve este custo não apenas como o custo administrativo, custo de emissão e subscrição (*underwriting*) e de subprecificação dos novos títulos, mas também, o custo da assimetria de informação que é o custo de não emitir. Outro ponto já foi citado, que é o fato de emitir títulos menos arriscados primeiro.

Outro estudo neste mesmo assunto foi feito por Narayanan (1987), mostrando que quando as empresas podem escolher entre emitir dívida ou ações, as empresas emitem dívida ou rejeitam o projeto. Os resultados deste estudo são consistentes com a Teoria da Hierarquização das Fontes de Recursos de Myers (1984). Como a aceitação do projeto está associada com uma emissão de dívida, esta emissão está ligada a um aumento no preço das ações da firma.

Enquanto Narayanan (1987) parece reforçar a teoria da “*Pecking Order*”, outros autores como Brennan & Krauss (1987), Noe (1988) duvidaram desta teoria alegando que firmas não têm preferência pela emissão de dívida. Outro contra-exemplo à “*Pecking Order Theory*” pode ser estudado em Loughran e Ritter (1995). Estes autores afirmam que as companhias emitem ações no momento em que seus títulos estão supervalorizados.

Ainda em relação à teoria da estrutura de capital, Harris & Raviv (1991) dividiram a teoria em quatro tipos de modelos: o primeiro seria aquele baseado nos custos de agência, o segundo grupo reflete os que consideram informações assimétricas; e o terceiro tipo inclui

interações da estrutura de capital com o comportamento no mercado; por fim, o quarto tipo possuiu modelos baseados em considerações de controle corporativo.

Outro estudo interessante sobre o histórico do tema vem de Fama e Grava (2000), eles dividem o estudo sobre estrutura de capital em três fases: a primeira se inicia com o estudo de finanças e segue até os anos 1950, época em que o instrumental analítico não acompanhava a noção intuitiva da existência de risco. A segunda fase aparece com o estudo de Markowitz (1952) e tem como grande marco o estudo de Modigliani e Miller (1958). Esta parte é chamada pelos autores como fase da incerteza dos fatos, pois é quando surgem idéias sobre conflitos de agência, política de dividendos e assimetria informacional. A terceira fase é denominada de fase comportamental. Uma breve descrição de cada fase elucidará o entendimento da evolução histórica do tema.

Os tradicionalistas (1ª fase) já possuíam a intuição de que um maior risco exigia uma maior recompensa (retorno). Assim, o pensamento era de que a substituição do capital acionário por dívida produziria uma redução no custo total de capital já que, o custo da dívida era menor do que o custo de capital. Isto ocorreria, até certo ponto, onde surgiria uma subida de ambos os custos, causada pela percepção de um risco de inadimplência ou mesmo insolvência da empresa. A redução inicial de custo e posteriormente sua elevação determinavam a proporção ótima entre dívida e capital acionário. Este ponto ótimo marcava o custo de capital mínimo da empresa. E, portanto, deveria ser o ponto buscado pela empresa.

A fase iniciada por Markowitz (1952) tratou o risco como uma variável aleatória e abriu espaço, segundo Fama e Grava (2000), para que se tratassem as empresas como um portfolio de ativos, independente de seu financiamento por parte dos investidores. Aí entram Modigliani e Miller (1958) com a teoria de que o valor da empresa independe de sua forma de financiamento. Esta idéia pouco intuitiva advém do fato dos efeitos dos aumentos dos custos de capitais se compensarem, permitindo que o custo de capital da empresa se mantivesse inalterado. Isto ocorre pelo fato do custo tanto da dívida como do capital acionário, crescer com a alavancagem financeira, de tal forma, que a troca de uma fonte mais cara por uma fonte mais barata ser compensada pela subida no preço de ambas.

A terceira fase veio não para suprimir a segunda e, sim, como um estudo desenvolvido simultaneamente. Fama e Grava (2000), no entanto salientam que nenhum

estudo foi capaz de apresentar respostas definitivas sobre a existência (ou não) de uma estrutura de capital ótima para as empresas e, nesta terceira fase, fez-se uma tentativa com o acréscimo de variáveis comportamentais ao estudo.

O custo de agência, analisado por Jensen e Meckling (1976), é um destes fatores que ocorre quando um agente administra os interesses do principal, só que nem sempre suas atitudes serão as mais acertadas para o principal, incorrendo em, por exemplo, redução do valor da empresa, que é o chamado custo de agência. Conflitos podem ocorrer entre administradores e acionistas, acionistas e credores e acionistas majoritários e minoritários, entre outros.

Estas três fases nada mais são do que tentativas de se explicar como a estrutura de capital de uma empresa funciona, porém este tema está longe de chegar a uma conclusão final.

Myers e Majluf (1984) discorrem em seu trabalho a cerca do problema da assimetria informacional no tocante a estrutura de capital. Como no caso em que há um novo investimento e há que se decidir entre emissão de ações para velhos acionistas, para novos acionistas ou então a utilização de recursos internos ou emissão de dívida.

São inúmeros os trabalhos que contemplam este tema. Dentre outros há o de Myers (1974) que procurou analisar a interação das finanças corporativas com as decisões de investimento e isto é feito através de um modelo alternativo chamado de “*Adjusted Present Value (APV)*” que procura flexibilizar as regras de orçamento de capital *budgeting*.

Outro trabalho que vale ser enfatizado foi o de Marsh (1982), no qual foi analisado como as empresas escolhem seus instrumentos financeiros utilizando companhias do Reino Unido, entre 1959 e 1974. O trabalho descobre que elas são altamente influenciadas pelas condições de mercado e pelo passado histórico do preço dos títulos para escolher entre dívida e títulos. Além disso, indo contra a teoria de MM (1958), o autor encontrou evidências empíricas de níveis-alvo de dívida e, acrescentou que tais níveis são uma função do tamanho da empresa, do risco de falência e da composição dos seus ativos.

Eid Junior (1996) obteve no resultado de seu trabalho o comportamento das empresas instaladas no Brasil, em relação à estrutura de capital, o oportunismo na captação de recursos pelas empresas. Eid Júnior encontrou em seu trabalho que as empresas apontaram como mais usual o aproveitamento das oportunidades de mercado, significando

que as empresas buscam as fontes de recursos economicamente mais vantajosas no momento. Isto leva a reflexão da existência de uma separação entre as decisões de investimento e financiamento nas empresas. Há que se mencionar que, em seu trabalho, ele divide o comportamento da empresa em relação à estrutura de capital em três categorias: 1) Modelos de relação estática; 2) Hipóteses da Ordem de Captação; 3) Oportunismo.

Conclui que as empresas, por ele estudadas, captam o recurso economicamente mais proveitoso sem se preocupar com a estrutura de capital.

Procianoy e Caselani (1997) lembram que uma companhia pode optar por autofinanciamento, capital de terceiros ou capital próprio e, além disso, deve levar em conta o risco e o custo das fontes citadas para determinar a estruturação do capital das companhias. O estudo publicado por eles, aborda a emissão de ações e como tal forma de captação é destinada. Os testes mostraram que os recursos são investidos principalmente em ativos permanentes. A segmentação por setor de atividade mostrou influência das características operacionais de cada setor no destino dos recursos. A conclusão final é que a estrutura de capital das companhias no mercado de capitais brasileiro é influenciada pelas características próprias desse mercado, como a inexistência de mercado para títulos de dívida de longo prazo e o baixo preço das ações em relação aos seus valores patrimoniais.