

1

Introdução

1.1

O problema

Uma das questões relevantes da área de finanças corporativas é saber o que determina a tomada de decisão sobre a estrutura de capital das empresas e se existe uma composição ótima entre capital próprio e capital de terceiros. Mais especificamente, o problema deste estudo se concentrará em responder qual a influência das variáveis de controle, tamanho da empresa, lucratividade, tangibilidade dos ativos e oportunidades de crescimento sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras.

Segundo MM (1958), um nível de alavancagem ótimo não existe. Entretanto, como observa Brealey e Myers (1991), apud Biagini (2003), se a estrutura de financiamento de uma organização fosse de fato irrelevante, como afirma MM, os níveis de endividamento apresentariam variações aleatórias de firma para firma e de indústria para indústria. Porém, estudos atestam que na prática isso não acontece e que existe certo padrão no perfil financeiro de empresas semelhantes.

As abordagens sobre o tema Fatores Determinantes da Estrutura de Capital das empresas são variadas. Iremos nos concentrar nas seguintes correntes teóricas:

- a) Teoria dos Custos da Agência;
- b) Teoria Fiscal;
- c) Trade-off Theory;
- d) Pecking Order Theory;
- e) Abordagem da Sinalização

A Teoria dos Custos da Agência foca nas relações entre os executivos da companhia e os acionistas e entre os credores e os acionistas. A assimetria da informação e os interesses contrastantes entre os diferentes agentes envolvidos (gerentes, credores e acionistas) originam conflitos e custos de agência. Esses custos de agência são consequência de uma possível perda que possa ocorrer tanto por parte do credor quanto por parte do acionista, caso ocorra um comportamento oportunista, seja por parte do executivo da empresa (gerente), seja por parte do acionista. A estrutura de capital ótima minimiza os custos da agência (Boedo e Calvo, 1997), apud Biagini (2003).

A Teoria Fiscal envolve a questão da tributação e os benefícios fiscais. De acordo com a *Fiscal Theory*, Modigliani e Miller corrigindo o seu artigo de 1963, concluem que as empresas preferem contrair dívida a outros recursos por causa do benefício fiscal do não pagamento de impostos sobre os juros.

Segundo a *Trade-Off Theory*, firmas grandes tendem a ser mais diversificadas e ter uma menor probabilidade de falência. Por outro lado, pequenas empresas tendem a ter maiores custos de falência em termos relativos.

A *Pecking Order Theory* conclui que existe uma hierarquia na decisão da alavancagem, como explicado por Myers (1984). Os dirigentes da empresa tendem a preferir se financiar com recursos internos a recorrer ao financiamento externo. O endividamento externo só é cogitado quando existem oportunidades reais de investimentos rentáveis ou quando os recursos internos são insuficientes. Como última alternativa, é cogitada a possibilidade de emissão de ações para levantamento de fontes. Tenta-se evitar ao máximo a entrada de novos acionistas na atividade da empresa.

A Abordagem da Sinalização (*The Signaling Approach*), examina comportamento do valor de mercado da empresa frente às mudanças na estrutura de capital da empresa. A idéia central dessa abordagem é que o mercado atua como mecanismo de supervisão e controle sobre as decisões financeiras dos dirigentes e serve como um indicador (sinal) dos fluxos de caixa futuros e nível de solvência da companhia.

1.2

Objetivos

O estudo tem como objetivo principal analisar, no período de 2004 a 2006, quais fatores que demonstraram ser determinantes na Estrutura de Capital das Grandes Empresas Brasileiras listadas na Bovespa e se existe diferença entre esses fatores quando se divide estas empresas em dois grupos: i) Grupo contendo as empresas de maior porte: faturamento líquido anual acima de R\$500 milhões e ii) Grupo contendo as empresas de menor porte: faturamento líquido anual abaixo de R\$500 milhões.

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

1. O tamanho da empresa afeta a estrutura de capital?
2. Existe influência das variáveis de controle sobre a alavancagem da empresa?
3. Existe uma relação entre a oportunidade de crescimento e o nível de endividamento?
4. Existe relação entre a tangibilidade dos ativos e o nível de endividamento?
5. Existe relação entre a lucratividade e o nível de endividamento?

1.3

Relevância do estudo

Groppelli e Nikbakht (1998), apud Biagini (2003), afirma 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”.

Em se tratando Empresas no Brasil, o tema é ainda mais relevante devido às características e peculiaridades do mercado brasileiro de altas taxas de juros vigentes e da dificuldade de obtenção de recursos no longo prazo.

Especificamente, nos últimos três anos, tornou-se comum ouvir que captar dinheiro em bolsa está barato. Mas, o que diz a teoria financeira é exatamente o oposto: as ações são a mais cara fonte de financiamento. No longo prazo, a empresa só emitiria ações se os investidores acreditassem que iriam receber, em dividendos ou reinvestimento (lucros acumulados), mais do que a empresa, alternativamente, pagaria com juros. Segundo a *Pecking Order Theory*, o ideal seria que a empresa, esgotado o capital próprio, recorresse a endividamento. A partir de um determinado ponto de alavancagem, o mercado percebe que há um risco de liquidez da empresa e seu custo de capital aumenta. Só a partir daí a empresa deveria emitir ações. Entretanto, na prática nem sempre os mercados são perfeitos. O Brasil viveu épocas em que o custo da dívida desafiou a lógica de que o custo das ações era o mais alto. Esse ambiente de altas taxas de juros criou, entre as empresas, uma espécie de aversão à dívidas.

Outro fator conjuntural parece estar desafiando a teoria financeira e levando as empresas a emitir ações em bolsa: os baixos juros internacionais. A alta liquidez dos mercados internacionais faz com que os investidores internacionais estejam dispostos a pagar prêmios mais elevados pelos papéis, especialmente em países com potencial de crescimento.

Finalmente, além das altas taxas de juros e dos baixos juros internacionais, outro fator impulsionou as bolsas foi a as regras do Novo Mercado. Em suma, o momento foi propício nos últimos três anos e as regras de governança do Novo Mercado criaram infra-estrutura necessária para desenvolvimento do mercado.

1.4

Delimitação do estudo

Dentre os diversos fatores que podem ser determinantes na Estrutura de Capital das Empresas no Brasil, o estudo deste trabalho está restrito à avaliação dos efeitos dos aspectos relativos às seguintes variáveis: Tamanho da Empresa, Níveis de Controle, Oportunidades de crescimento, Lucratividade e Tangibilidade dos ativos. Esses itens serão

incorporados ao modelo de Regressão Multivariada a ser desenvolvido no estudo, a fim de verificar seu poder explanatório.

O horizonte de tempo a ser pesquisado será entre os anos de 2004 a 2006, por meio de disponibilidade dos dados contidos na Economática, referentes às empresas listadas na BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo)

Pretende-se, assim, fazer uma verificação sobre a evolução do comportamento das grandes empresas no Brasil com relação à suas estruturas de capital, baseado nas correntes teóricas listadas acima.