

5 Conclusões

5.1 Resumo

Para facilitar a análise, seguem abaixo tabelas comparativas dos resultados das 4 regressões estimadas para cada segmento analisado:

Tabela 5.1 – Tabela Comparativa Regressão 1 ET_PL

Atributo	X	Amostra Total	Empresas Maiores	Empresas Menores	Resultado Esperado
1. Porte	Ln (ROL)	Negativo	Negativo	Positivo	Positivo
2. Rentabilidade/ Lucratividade	LL_PL	Negativo	Positivo	Negativo	Pecking Order Theory: Negativo
	LO_ROL	Positivo	Negativo	Negativo	Trade-Off Theory: Positivo
3. Tangibilidade dos Ativos	(AP+Estoques)/Ativo Total	Positivo	Não Significativo	Não Significativo	Positivo
4. Oportunidades de Crescimento	VM_PL	Positivo	Negativo	Positivo	Pecking Order Theory: Positivo Myers (1984): Negativo
5. Controle	Controle	Não Significativo	Positivo	Não Significativo	Procianny e Schonorrenberger: Negativo

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 5.2 – Tabela Comparativa Regressão 2: ELP_PL

Atributo	X	Amostra Total	Empresas Maiores	Empresas Menores	Resultado Esperado
1. Porte	Ln (ROL)	Não Signif.	Positivo	Não Signif.	Positivo
2. Rentabilidade/ Lucratividade	LL_PL	Negativo	Positivo	Negativo	Pecking Order Theory: Negativo
	LO_ROL	Não Signif.	Negativo	Não Signif.	Trade-Off Theory: Positivo
3. Tangibilidade dos Ativos	(AP+Estoques)/Ativo Total	Negativo	Não signif.	Negativo	Positivo
4. Oportunidades de Crescimento	VM_PL	Positivo	Não Significativo	Positivo	Pecking Order Theory: Positivo Myers (1984): Negativo
5. Controle	Controle	Positivo	Positivo	Não Significativo	Procianny e Schonorrenberger: Negativo

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 5.3 – Tabela Comparativa Regressão 3: Dívida_CP_Bancos_PL

Atributo	X	Amostra Total	Empresas Maiores	Empresas Menores	Resultado Esperado
1. Porte	Ln (ROL)	Negativo	Negativo	Não Signif.	Positivo
2. Rentabilidade/ Lucratividade	LL_PL LO_ROL	Positivo Positivo	Positivo Negativo	Negativo Não Signif.	Pecking Order Theory: Negativo Trade-Off Theory: Positivo
3. Tangibilidade dos Ativos	(AP+Estoques) /Ativo Total	Positivo	Não Significativo	Positivo	Positivo
4. Oportunidades de Crescimento	VM_PL	Não Significativo	Negativo	Não Significativo	Pecking Order Theory: Positivo Myers (1984): Negativo
5. Controle	Controle	Não Significativo	Negativo	Não Significativo	Prociandoy e Schonorrenberger: Negativo

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 5.4 – Tabela Comparativa Regressão 4: Dívida_LP_Bancos_PL

Atributo	X	Amostra Total	Empresas Maiores	Empresas Menores	Resultado Esperado
1. Porte	Ln (ROL)	Negativo	Positivo	Não Signif.	Positivo
2. Rentabilidade/ Lucratividade	LL_PL LO_ROL	Positivo Positivo	Positivo Negativo	Negativo Não Signif.	Pecking Order Theory: Negativo Trade-Off Theory: Positivo
3. Tangibilidade dos Ativos	(AP+Estoques) /Ativo Total	Negativo	Negativo	Negativo	Positivo
4. Oportunidades de Crescimento	VM_PL	Não Signif.	Não Signif.	Não Signif.	Pecking Order Theory: Positivo Myers (1984): Negativo
5. Controle	Controle	Positivo	Não Signif.	Não Signif.	Prociandoy e Schonorrenberger: Negativo

Fonte: Elaboração Própria

Realizando uma conexão com os objetivos iniciais que nortearam o estudo, teríamos as seguintes respostas para as perguntas propostas:

1. O Tamanho da empresa afeta a estrutura de capital?

Pode se afirmar que sim, na maioria dos casos os *p-values* apresentados foram extremamente baixos e testes “t” estatisticamente relevantes. Entretanto, os sinais dessa análise foram contraditórios. O índice Ln (ROL), entretanto, apresentou sinal predominantemente negativo, contrariando as expectativas.

2. Existe influência das variáveis de Controle sobre a alavancagem da empresa?

Na maior parte das regressões, a variável Controle não apresentou relevância estatística na determinação da estrutura de capital. Entretanto, quando este apresentou relevância estatística,

o sinal encontrado foi predominantemente positivo, ao contrário do que se esperava de acordo com o mais recente estudo sobre o tema de Procianny e Schnorrenberger (2003).

3. Existe uma relação entre a Oportunidade de Crescimento e o nível de endividamento?

Sim, na maior parte das regressões realizadas, a variável Oportunidade de Crescimento apresentou relevância estatística na determinação da estrutura de capital. Seu sinal aparece como positivo, quando leva-se em conta a amostra total e no grupo de empresas de menor porte.

4. Existe relação entre a Tangibilidade dos Ativos e o nível de endividamento?

Na metade das regressões realizadas, a variável Tangibilidade dos Ativos apresentou relevância estatística na determinação da estrutura de capital e seu sinal é predominantemente positivo na regressão 3 (Endividamento bancário de curto prazo/Patrimônio Líquido).

5. Existe relação entre a lucratividade e o nível de endividamento?

A variável Lucratividade é tida pela literatura de estrutura de capital como relevante na determinação do grau do endividamento de uma empresa. Entretanto, é um motivo de discórdia entre as correntes *Trade-off Theory* e a *Pecking Order Theory*. Este estudo empírico evidenciou tanto a relevância dessa variável na determinação da estrutura de capital quanto sinais mistos, corroborando o motivo de discórdia entre as correntes teóricas citadas.

Por fim, resta tentar responder à questão central deste estudo: 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?

A princípio, pode-se considerar que sim, existem diferenças entre os resultados das análises quando se segmentam as empresas em grupos distintos por ordem de grandeza de faturamento, visto os resultados bastantes distintos encontrados nas tabelas 5.1 a 5.4. Os resultados convergem apenas na regressão 4, especificamente para as variáveis tangibilidade dos ativos, oportunidades de crescimento e controle, quando se comparam as maiores e as menores empresas listadas na Bovespa. No tocante à lucratividade, considerando-se a variável Lucro Líquido/Patrimônio Líquido, o sinal aparece como positivo para o grupo das maiores empresas (*Trade-Off Theory*) e negativo (*Pecking Order Theory*) para o grupo das menores empresas. Com relação a oportunidades de crescimento, o sinal preponderante encontrado para as empresas de maior porte é negativo (Myers, 1984) e para as de menor porte positivo (*Pecking Order Theory*).

Outro resultado interessante, refere-se a não relevância da variável Controle quando trata-se do grupo de empresas menores da Bovespa. Essa variável não apresenta qualquer significância estatística na determinação da estrutura de capital, considerando-se apenas o grupo de empresas menores, ao contrário do que ocorre quando considera-se o grupo de empresas de maior porte.

5.2

Contribuição e utilidade da pesquisa

Este estudo pode servir de guia para futuros estudos nesse campo, tornando-se uma ferramenta preciosa tanto em termos de revisão bibliográfica quanto em termos da metodologia aplicada.

Em termos acadêmicos, serviu de base para reforçar a validade do uso da técnica de Dados em Painel. Em termos práticos, o modelo pode ser aplicado para avaliar outras relações entre variáveis, tornando-se uma poderosa ferramenta de trabalho a ser utilizada nas empresas no dia-a-dia das decisões de estratégia financeira.

Adicionalmente, este estudo deu um primeiro passo no sentido de tentar compreender a natureza dos determinantes da estrutura de capital das Médias Empresas no Brasil. Muito se estudou a respeito das Grandes Empresas e poucos passos foram dados em direção ao estudo do tema nas Médias Empresas, principalmente àquelas que ingressaram na Bolsa de Valores nos últimos três anos. Desde que a fabricante de cosméticos Natura abriu seu capital em maio de 2004, 81 empresas foram à bolsa, a maioria pela primeira vez. Dessas companhias, 61 usaram o mercado para fazer aumentos de capital (ofertas primárias de ações) e colocaram R\$32,6 bilhões em seus caixas.

5.3 Sugestão para futuras pesquisas

É necessário realizar continuamente pesquisas sobre fatores determinantes da estrutura de capital nas empresas no Brasil, uma vez que o contexto político-econômico e regulatório brasileiro se transformam continuamente.

Como verificado na revisão bibliográfica deste trabalho, existem muitos estudos empíricos internacionais sobre esse tema para empresas de menor porte. Tendo em vista a importância das fontes de financiamento das médias empresas brasileiras e a falta de estudos empíricos sobre tema, este estudo deixa como sugestão, a exploração deste tema.

Faz-se necessário explorar o novo perfil dos integrantes da BOVESPA, após a incursão maciça de empresas na bolsa nos últimos três anos.