



UNIVERSIDADE FEDERAL DE SERGIPE
PRÓ-REITORIA DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA
NÚCLEO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ECONOMIA
MESTRADO PROFISSIONAL EM DESENVOLVIMENTO REGIONAL E
GESTÃO DE EMPREENDIMENTOS LOCAIS

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

**ESTRUTURA DE CAPITAL EM EMPRESAS BRASILEIRAS: ESTUDO DOS
DETERMINANTES E PAPEL DE FATORES MACROECONÔMICOS**

ÉVERTON DOS SANTOS TEIXEIRA

SÃO CRISTÓVÃO
SERGIPE – BRASIL
MARÇO DE 2009

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

ESTRUTURA DE CAPITAL EM EMPRESAS BRASILEIRAS: ESTUDO DOS DETERMINANTES E PAPEL DE FATORES MACROECONÔMICOS

ÉVERTON DOS SANTOS TEIXEIRA

Dissertação de Mestrado apresentada ao Núcleo de Pós-Graduação e Pesquisa em Economia da Universidade Federal de Sergipe, como parte dos requisitos exigidos para a obtenção do título de Mestre em Desenvolvimento Regional e Gestão de Empreendimentos Locais.

PROF. DR. JOSÉ RICARDO DE SANTANA

Teixeira, Éverton dos Santos
T266a Estrutura de capital em empresas brasileiras : estudos dos determinantes e papel de fatores macroeconômicos / Éverton dos Santos Teixeira. – São Cristóvão, 2009.
124 f. : il.

Dissertação (Mestrado Profissional em Desenvolvimento Regional e Gestão de Empreendimentos Locais) - Universidade Federal de Sergipe, 2009.

Orientador: Prof. Dr. José Ricardo de Santana

1. Economia. 2. Macroeconomia. 3. Estrutura de capital. I. Título.

CDU 330.101.451

ESTRUTURA DE CAPITAL EM EMPRESAS BRASILEIRAS: ESTUDO DOS DETERMINANTES E PAPEL DE FATORES MACROECONÔMICOS

Dissertação de Mestrado defendida por **Éverton dos Santos Teixeira** e aprovada em 13 de Abril de 2009 pela banca examinadora constituída pelos doutores:

Professor Dr. José Ricardo de Santana
Universidade Federal de Sergipe – UFS – Aracaju (SE)

Professor Dr. Frederico Araujo Turolla
Escola Superior de Propaganda e Marketing – ESPM – SP

Professor Dr. Marco Antônio Jorge
Universidade Federal de Sergipe – UFS – Aracaju (SE)

*A minha esposa, Maria Aparecida
pela compreensão e apoio no
decorrer do trabalho.*

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus por ter me permitido chegar a este momento. Agradeço ao meu orientador, Prof. Dr. José Ricardo de Santana que foi incansável no impulso para que eu vencesse as dificuldades e concluísse o trabalho. Agradeço a economista Isabel Cristina Pereira Alves, funcionária da Cia de Saneamento de Sergipe – DESO e membro da ABNT pelo auxílio na formatação deste trabalho.

Agradeço por último, e com carinho especial, a toda minha família: minha esposa Cida, meus filhos Éverton, Éderson e Duda e minha sogra Sofia que souberam encarar a minha ausência e, mesmo assim, me incentivaram o tempo todo a concluir o trabalho.

RESUMO

Este trabalho tem por finalidade estudar a estrutura de capital das empresas e verificar a influência da macroeconomia nesta estrutura de capital. Para isso, utiliza a teoria sobre determinantes da estrutura de capital das empresas para verificar se as empresas brasileiras da amostra se enquadram nestas teorias. Faz, ainda, estudo sobre a forma de financiamento das empresas brasileiras da amostra: financiamento interno, financiamento através de emissão de dívidas e financiamento por ações. Apresenta estudo teórico sobre o assunto e mostra o funcionamento do Sistema Financeiro Nacional, como base para entendimento sobre as mudanças no padrão de financiamento das empresas de 1995/1997 até 2006. A base de dados é composta por 820 empresas clientes do Banco do Brasil de todo o Brasil, cujos dados referem-se a 2006. Foram utilizadas variáveis *dummy* no estudo como forma de simular algumas situações necessárias ao desenvolvimento dos trabalhos. Finaliza com a apresentação dos resultados dos estudos. Os resultados mostram a aderência da utilização dos determinantes de estrutura de capital na obtenção de financiamentos às teorias que servem de embasamento aos estudos. Poucos são os resultados que não vão ao encontro das teorias. Sugere, ao final, a continuidade das pesquisas, principalmente sobre a influência da macroeconomia na determinação da estrutura de capital das empresas.

Palavras-chave: Estrutura de Capital. Determinantes. Macroeconomia.

ABSTRACT

This work has for purpose to study the structure of capital of the companies and to verify the influence of the macroeconomics in this structure of capital. For this, she uses the theory on determinative of the structure of capital of the companies verifying if the Brazilian companies of the sample if fit in these theories. It makes, still, study on the form of financing of the Brazilian companies of the sample: internal financing, financing through emission of debts and financing for share. It presents theoretical study on the subject and shows the functioning of the National Financial System, as base for agreement on the changes in the standard of financing of the 1995/1997 companies of up to 2006. The database is composed for 820 companies customers of the Bank of Brazil of all Brazil, whose given they mention 2006 to it. They had been used changeable dummy in the study as form to simulate some necessary situations to the development of the works. It finishes with the presentation of the results of the studies. The results show the tack of the use of the determinative ones of structure of capital in the attainment of financings to the theories that serves of basement to the studies. Few are the results that do not go to the meeting of the theories. It suggests, to the end, the continuity of the research, mainly on the influence of the macroeconomics in the determination of the structure of capital of the companies.

Key Words: capital structure, determinant, macroeconomics.

LISTA DE SIGLAS

ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimento

BACEN – Banco Central

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BNH – Banco Nacional da Habitação

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

Cetip – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos

CMN – Conselho Monetário Nacional

CMPC – Custo Médio Ponderado de Capital

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

EUA – Estados Unidos da América

FGTS – Fundo de Garantia por Tempo de Serviço

IEPE/CdG - Instituto de Estudos de Política Econômica/Casa das Garças

IPO – *Initial Public Offering*

MM – Modigliani e Miller

ORTN – Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional

PIB – Produto Interno Bruto

POT – *Pecking Order Theory*

PROER – Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do

Sistema Financeiro Nacional

SBP – Sistema Brasileiro de Pagamentos

Selic – Sistema Especial de Liquidação e de Custódia

SFN – Sistema Financeiro Nacional

SPE – Sociedade de Poupança e Empréstimo

SUMOC – Superintendência da Moeda e do Crédito

TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo

UPC – Unidade Padrão de Capital

WACC – *Weighted Average Cost of Capital*

LISTA DE TABELAS

Tabela 1	IPOs de empresas nacionais no período de 2004 a 2007.....	58
Tabela 2	Características das Empresas Brasileiras – 1995/97.....	71
Tabela 3	Características das Empresas Brasileiras – 2006.....	73
Tabela 4	Padrão de Financiamento (%) Empresas Nacionais.....	75
Tabela 5	Determinantes Wessel e Titman e Perobelli e Fama.....	82
Tabela 6	Determinantes – <i>proxies</i> do estudo.....	83
Tabela 7	Matriz para Definição da Variável DUMMACROALT.....	88
Tabela 8	Financiamento Interno Médias Empresas.....	111
Tabela 9	Financiamento Dívidas Médias Empresas.....	111
Tabela 10	Financiamento Ações Médias Empresas.....	111
Tabela 11	Financiamento Interno Grandes Empresas.....	113
Tabela 12	Financiamento Dívidas Grandes Empresas.....	113
Tabela 13	Financiamento Ações Grandes Empresas.....	113
Tabela 14	CMPC Constante.....	119
Tabela 15	Estudo 1.....	92
Tabela 16	Estudo 2.....	92
Tabela 17	Estudo 3.....	95
Tabela 18	Estudo 4.....	95
Tabela 19	Estudo 5.....	99
Tabela 20	Estudo 6.....	99

LISTA DE FIGURAS

Figura 1	A estrutura de Capital Segundo a Teoria de MM.....	24
Figura 2	Estrutura de Capital com Impostos.....	28
Figura 3	Principal Função do Sistema Financeiro.....	46
Figura 4	Escopo de Atuação do Sistema Financeiro.....	52
Figura 5	Composição Atual do Sistema Financeiro Nacional.....	53

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	15
2	ESTRUTURA DE CAPITAL: SUA IMPORTÂNCIA E DETERMINANTES.....	18
2.1	Estrutura de Capital: Sobre o que Estamos Falando?.....	18
2.1.1	Os Estudos de Modigliani e Miller.....	21
2.1.1.1	A Proposição I de Modigliani e Miller.....	22
2.1.1.2	A Proposição II de Modigliani e Miller.....	23
2.1.1.3	A Proposição III de Modigliani e Miller.....	25
2.1.1.4	Comentários Sobre as Proposições de Modigliani e Miller.....	25
2.1.1.5	Modigliani e Miller em Um Mundo com Impostos.....	26
2.1.1.6	Comentários Sobre as Correções de Modigliani e Miller.....	28
2.1.2	Teoria das Trocas (<i>Tradeoff Theory</i>).....	29
2.1.3	Teoria da Agência.....	30
2.1.4	Teoria da Ordem Hierárquica (<i>Pecking Order Theory</i>).....	33
2.1.4.1	Assimetria de Informações.....	33
2.1.4.2	Teoria.....	34
2.2	Literatura sobre Determinantes da Composição da Estrutura de Capital.....	35
2.2.1	Debate sobre os Determinantes.....	35
2.2.2	Detalhamento dos Determinantes.....	37
2.2.3	Resultados Empíricos.....	40
3	O PADRÃO DE FINANCIAMENTO NO BRASIL.....	43
3.1	O Ambiente do Financiamento das Empresas no Brasil.....	43
3.1.1	Sistema Financeiro Nacional.....	46
3.1.2	Mercado de Capitais	54
3.1.2.1	Bancos Versus Mercado de Capitais no Financiamento às	

	Empresas.....	54
3.1.2.2	Barreiras ao Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro...	57
3.1.2.3	Conclusões.....	60
3.2	Determinantes da Estrutura de Capital: Estudos Aplicados a Brasil.....	53
3.2.1	Confronto da Teoria	63
3.2.2	Determinantes da Estrutura de Capital: estudos aplicados ao caso brasileiro.....	65
4	AS INFLUÊNCIAS NA MUDANÇA DO PADRÃO DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS.....	68
4.1	Debate sobre o Financiamento da Indústria no Brasil.....	69
4.2	Padrões de Financiamento das Empresas Brasileiras.....	72
4.2.1.	A Amostra.....	72
4.2.2	Padrão de Financiamento das Empresas Brasileiras: Perspectiva comparada.....	73
4.2.3	Resultados.....	75
4.3	Padrão de Financiamento das Empresas Brasileiras: Abordagem Econométrica.....	76
4.3.1	Características da pesquisa.....	76
4.3.1.1.	O Método.....	78
4.3.1.2.	Modelo Econométrico.....	79
4.3.1.2.1	Primeiro Estudo.....	85
4.3.1.2.2.	Segundo Estudo.....	85
4.3.1.2.3.	Terceiro Estudo.....	86
4.3.1.3.	Resultados Empíricos.....	90
4.3.1.3.1.	Hipótese.....	97
4.3.1.3.2.	Resultados da Variável Macro.....	97
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	101

REFERÊNCIAS	104
--------------------------	------------

ANEXOS.....

Anexo 1 – Tabelas 8, 9 e 10.....	111
Anexo 2 – Tabelas 11, 12 e 13.....	113
Anexo 3 – Sinais dos Betas.....	118
Anexo 4 – Tabela 14 – CMPC Constante.....	119
Anexo 5 – Sistema Brasileiro de Pagamentos – SPB.....	120

1 INTRODUÇÃO

Dentro do campo de estudo Finanças de Empresas, os estudos sobre Custos e Estrutura de Capital continuam gerando trabalhos na busca do aperfeiçoamento das teorias existentes, todas em busca da valoração das empresas.

As discussões sobre o assunto foram intensificadas com os artigos de Modigliani e Miller sobre a irrelevância da decisão sobre estrutura de capital no valor das empresas publicados em 1958, que ainda tem alguns adeptos, muito embora sejam hoje considerados pela maioria apenas como *benchmark*. O motivo deste pensamento hoje é o fato de que os trabalhos iniciais de MM tinham como pressupostos um mercado perfeito, o que na prática não existe.

Dentro do segundo grupo, a busca pela melhor maneira de equacionar as formas de financiamento das empresas – financiamento através de lucros retidos, através de recursos externos e por emissão de ações – trazendo à minimização do seu custo médio ponderado de capital – CMPC – como forma de maximizar o seu valor, tem levado também os executivos das empresas a buscar soluções dentro das teorias e através de novos estudos sobre elas.

Inúmeros pesquisadores estudam o assunto procurando encontrar a “fórmula mágica” que lhes dê uma equação matemática onde a simples substituição das variáveis existentes apontaria a melhor estrutura de capital existente.

Até hoje não foi possível encontrar um indicador universal que se aplique a todas as empresas e que seja tal que, na hora da pergunta sobre como será sua estrutura de capital, o indicador fosse utilizado como balizador para tal.

Na prática, os estudos têm demonstrado que, dependendo do tipo de empresa que se tem, dos objetivos que estão colocados e do cenário onde atua, a formação da melhor estrutura de capital para maximizar o valor da empresa pode não existir.

Para este trabalho, focamos no estudo sobre os determinantes feitos por Titman e Wessels (1988) e utilizados por Perobelli e Famá (2002) para tentar enxergar, utilizando o grupo de empresas constantes da amostra se, no Brasil, aplicam-se as conclusões extraídas pelos pesquisadores citados.

Esta abordagem está ancorada no indicativo de mudança do padrão de financiamento das empresas brasileiras constantes da amostra, extraído da nova montagem do estudo feito por Moreira e Puga (2000), que foi feita com a nossa amostra. Os estudos de Moreira e Puga (2000) utilizaram dados de empresas pertencentes ao Banco de Dados do BNDES nos anos de 1995 a 1997, que produziu tabela mostrando qual foi o comportamento percentual dos financiamentos internos, das dívidas e do financiamento por ações destas empresas.

A presente dissertação discute, utilizando os dados de um conjunto de empresas brasileiras, clientes do Banco do Brasil, as mudanças ocorridas nos padrões de financiamento das empresas brasileiras. Discute ainda se as empresas brasileiras da amostra se amoldam à teoria dos determinantes estudada na literatura. Discute, também, se existem diferenças entre as empresas de um modo geral e as empresas industriais.

Finalmente, traz para a discussão a influência da macroeconomia, isto é, se uma variável macroeconômica influi na busca pela estrutura de capital ideal das empresas. Tal discussão pretende agregar a macroeconomia na busca pela estrutura de capital ótima, com foco no valor da empresa.

Para tal, compõe-se este trabalho de três capítulos, além da introdução e conclusão.

No primeiro capítulo, apresenta-se o que a teoria tem estudado sobre estrutura de capital, com foco no debate teórico sobre a utilização desta estrutura de capital para geração de valor. Na segunda parte do primeiro capítulo, traz a literatura sobre determinantes da estrutura de capital e sua importância na montagem da estrutura de capital das empresas.

No segundo capítulo, buscamos mostrar como funciona o nosso Sistema Financeiro Nacional, suas modificações ocorridas no passado recente e sua forma de atuação. O objetivo do estudo é apresentar sua evolução, principalmente com relação ao mercado de capitais, o que facilitou o financiamento por parte das empresas.

Finalmente, no terceiro capítulo, realizamos os estudos utilizando os dados existentes. Apresentamos os modelos propostos, os dados do estudo, como os determinantes se enquadram nos estudos e quais as diferenças entre os tipos de financiamento estudados. Encerramos o capítulo com a discussão dos resultados,

divididos em duas partes: em primeiro lugar, os resultados internos verificados com a utilização dos determinantes da estrutura de capital escolhidos e, posteriormente, os resultados verificados com a inclusão da variável macroeconômica.

Esperamos que este trabalho acentue a curiosidade sobre o assunto incentivando mais pesquisadores na busca pelo papel da macroeconomia na identificação de estrutura de capital ótima para as empresas.

2 ESTRUTURA DE CAPITAL: sua importância e determinantes

A discussão sobre a geração de valor das empresas, através da forma como estas empresas financiam o seu desenvolvimento ganhou novos impulsos com os trabalhos de Duran (1952) e Modigliani e Miller (1958, 1963). Considerados os principais estudos clássicos sobre o assunto, vem atraindo cada vez mais trabalhos visando elucidar a questão principal destes estudos: existe ou não existe uma estrutura de capital ótima para maximizar o desenvolvimento e, por conseqüência, a criação de valor das organizações?

Este capítulo tem como objetivos apresentar, em sua primeira parte, o debate teórico realizado sobre o assunto. Procura trazer, à luz da reflexão, como se comportou este debate desde os estudos clássicos citados até os dias de hoje e quais foram as principais conclusões oferecidas por este debate.

A segunda parte do capítulo traz para a discussão a teoria sobre os determinantes da estrutura de capital das empresas, cujo estudo teórico de referência foi feito por Titman e Wessel em 1988. Este estudo já consiste numa evolução dos estudos clássicos citados e invoca a importância de indicadores das empresas, como, dentre outros, seus ativos, sua rentabilidade, seu tamanho, na definição da sua estrutura de capital.

2.1 Estrutura de Capital: sobre o que estamos falando?

O principal objetivo de qualquer organização é assegurar sua sobrevivência e expansão, bem como a remuneração adequada dos seus controladores. Para isso, necessita de recursos financeiros que possam financiar suas atividades e promover o seu desenvolvimento. O que chamamos de estrutura de capital – ou estrutura de financiamento – da empresa é exatamente a forma como a organização financia suas atividades e seus investimentos. Como deve ser a combinação de recursos próprios e de recursos de terceiros alocados à empresa para o alcance dos seus objetivos.

Brealey, Myers e Marcus (2003, p.426) afirmam que a estrutura de capital é “misto de financiamentos a longo prazo da empresa”. Da mesma forma, Assaf Neto (2007) ensina que a estrutura de capital de uma empresa refere-se às fontes de financiamento de longo prazo da empresa – próprias e de terceiros – excluídas, portanto, seus recursos de curto prazo. Ross, Westerfield e Jaffe (1995, p. 27) comenta:

Os esquemas de financiamento utilizados determinam como o valor da empresa é repartido. As pessoas ou instituições que adquirem obrigações da empresa são chamadas de *credores*. Os titulares de ações são chamados de *acionistas*.

Assim, podemos resumir que as fontes de financiamento das empresas que participam da chamada estrutura de capital, provém:

- i) Dos recursos próprios de seus “donos” – acionistas, cotistas, controladores;
- ii) Dos lucros retidos para investimentos no próprio negócio, e
- iii) Dos seus credores – titulares de dívidas e obrigacionistas – que acreditam na organização alocando a ela seus recursos.

Assaf Neto completa com a afirmação de que “admite-se que os recursos do passivo circulante visem primeiro suprir as necessidades financeiras sazonais das empresas, e não financiem a demanda por recursos de natureza permanente.” (ASSAF NETO, 2007 p. 460).

Importante destacar, conforme literatura existente – aqui citamos Ross, Westerfield e Jaffe (1995), Stark Ferreira (2005), Assaf Neto (2007) e Brealey, Myers e Marcus (2003) – que a estrutura de capital está intimamente ligada com o custo de capital total da empresa. “O conceito de *estrutura ótima de capital*¹ vincula-se, por seu lado, à proporção de recursos próprios e de terceiros a ser mantido por uma empresa que leva à maximização da riqueza de seus acionistas.” (ASSAF NETO, 2007 p.460).

Uma das razões dessa suposta proporção de fontes de financiamento é reduzir o custo médio ponderado de capital (CMPC)² da empresa ao seu menor valor. Tendo presente a riqueza dos proprietários da empresa, esta se valoriza na

¹ “Certa composição de fontes de financiamento que promove a redução de seu custo total (WACC) ao seu valor mínimo. A identificação dessa estrutura de custo mínimo promove a maximização do valor da empresa, beneficiando a riqueza de seus proprietários.” (ASSAF NETO, 2007 p. 460)

² A sigla em inglês é WACC (Weighted Average Cost of Capital), como também é encontrada na literatura pertinente.

proporção direta da diminuição do CMPC. Sobre o assunto, Perobelli e Fama (2002) assim se manifestaram:

Se o financiamento gera custos, o retorno ajustado ao risco dos projetos nos quais tal financiamento for empregado deve ser tal que (1) pague aos credores os juros e principal devidos; (2) pague aos acionistas o custo do capital próprio e (3) gere um excedente responsável pelo incremento da riqueza desses acionistas. (PEROBELLI; FAMÁ, 2002 p.2)

Nesse sentido, parece claro que nenhuma decisão de investimento deve ser feita sem levar em consideração seus custos – que refletem as decisões de participação no financiamento dos capitais próprios e de terceiros. Sobre esse assunto, Perobelli e Famá (2003) já há algum tempo afirmavam:

Sendo os custos de financiamento tão relevantes, é natural que surgissem teóricos preocupados em encontrar uma combinação ótima de endividamento e capital próprio que minimizasse os custos de financiamento da empresa, maximizando, assim, seu valor. (PEROBELLI; FAMÁ, 2003 p.3).

A discussão sobre a estrutura ótima de capital é antiga. Duran (1952, 1959) já defendia que o capital de terceiros é mais barato que o capital próprio. Tal assertiva nos remete a pensar em ter empresas somente alavancadas, isto é, somente financiadas com capital de terceiros. Porém, à medida que o endividamento aumenta, a empresa fica mais vulnerável pois parte da sua rentabilidade que antes era direcionada integralmente para os acionistas, precisa ser utilizada no pagamento das dívidas assumidas. Nesse contexto, os acionistas perdem a prioridade no recebimento dos lucros da empresa, agregando risco ao seu “negócio”.

Pelo raciocínio, quanto maior o endividamento, maior o risco dos acionistas – e também dos credores, pois, a empresa pode não gerar fluxos de caixa suficientes para pagar suas dívidas – o que os faz (acionistas e credores) exigirem mais retorno sobre seus investimentos. Deve, então, existir uma proporção ótima de capital próprio e de endividamento (capital de terceiros). Acima dessa proporção, o aumento do endividamento passa a ser desvantajoso tendo em vista o adicional cobrado pelos investidores para alocarem seus recursos, anulando o ganho que a empresa teria com uma fonte de financiamento de menor custo.

A existência de uma estrutura ótima de capital onde o endividamento da empresa pode ir até o ponto em que seu CMPC seja o menor e, por conseqüência, seu valor seja maximizado, era a base dos estudos iniciais sobre estrutura de capital e resultou na “teoria tradicional da estrutura de capital”.

Como qualquer teoria, esta também sofreu críticas, principalmente em relação a dois pontos: o primeiro diz respeito a dificuldade de se determinar a partir de qual endividamento os agentes irão solicitar remuneração maior; a segunda, diz respeito ao ponto em que o custo médio ponderado de capital se eleva, ao invés de ser minimizado, em função das demandas de recursos.

Mesmo com essas restrições, a abordagem tradicional tem o mérito de ter dado início ao estudo do tema “estrutura de capital”. Porém, o grande marco do início desses estudos se deu com Franco Modigliani e Merton Miller, com a publicação do artigo clássico intitulado *The Cost Of Capital, Corporate Finance And The Theory Of Investment*, em 1958.

2.1.1 Os Estudos de Modigliani e Miller

Em seus estudos, Modigliani e Miller (1958) desenvolveram um modelo que tinha as seguintes premissas básicas:

- i. Ausência de tributação;
 - ii. Mercados financeiros eficientes;
 - iii. Todos com acesso a mesma taxa de juros para os empréstimos, livre de riscos;
 - iv. Informações disponíveis indiscriminadamente a custo zero.
- Faziam, ainda, parte dos estudos duas outras premissas:
- v. A quebra das empresas não incorria em custos;
 - vi. Empresas divididas em diferentes classes de risco.

Sobre este artigo, Weston e Brigham (2000) escrevem que “Franco Modigliani e Merton Miller publicaram o que tem sido chamado de o artigo financeiro mais influente já escrito.” (WESTON; BRIGHAM, 2000, p.684).

2.1.1.1 A proposição I de Modigliani e Miller

A Proposição I de MM³ - “O valor da empresa sem capital de terceiros é igual ao da empresa com capital de terceiros.” (ROSS; WESTERFIEL; JAFFE, 1995, p.303) – chama de irrelevante para fins de valor da empresa a forma como ela compõe sua estrutura de capital. Ou seja, para efeito de valor da empresa, não importa se ela é financiada somente com capitais próprios ou com qualquer proporção de capitais próprios e de terceiros. O que produz valor a uma empresa são seus retornos futuros, trazidos a valor presente utilizando-se uma taxa de desconto que leva em conta a categoria de risco da empresa. Segundo Grinblatt e Titman (2005), a empresa vale o que gera de fluxos de caixa, independentemente da composição da sua estrutura de capital.

Assim sendo, somente o que afeta o fluxo de caixa da empresa – como suas decisões de investimentos – são relevantes para alterar o valor da empresa. O modelo de MM mostra que todo fluxo de caixa da empresa vai para os acionistas e os credores – não existe governo neste modelo, pois uma das premissas é a ausência de impostos. Desse modo como a participação de capitais próprios e de terceiros serve apenas para definir a divisão do fluxo de caixa, não alterando seu total. Não há, também, alteração no valor da empresa.

Vale ressaltar ainda que, como o modelo prevê mercados eficientes, ganhos com arbitragem⁴ não são possíveis, isto é, empresas idênticas terão sempre o mesmo valor, independente de sua estrutura de capital. Da mesma forma, mesmo que a empresa modifique a composição de sua estrutura de capital, seu valor permanecerá o mesmo.

³ Forma como são conhecidos os autores Franco Modigliani e Merton Miller e seu artigo.

⁴ Negócio em um mercado e uma transação compensatória em outro mercado, ao mesmo tempo, em condições mais favoráveis. (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 1995 p.63).

2.1.1.2 A proposição II de Modigliani e Miller

A proposição II de MM – “A taxa de retorno mínima sobre o patrimônio aumenta como o aumento do índice da dívida sobre patrimônio da empresa.” (BREALEY; MYERS; MARCUS, 2003, p.433) – estabelece que os acionistas da empresa, quando esta tem dívidas, entendem que seu capital sofre maior risco e, por conseguinte, exigem maior retorno. Ou seja, o custo de capital próprio da empresa é diretamente proporcional ao seu endividamento. Podemos mostrar este retorno exigido pelos acionistas como uma função linear:

$$K_{CP} = K_A + (K_A - K_D) \times \frac{D}{CP}$$

Onde K_{CP} é o custo do capital próprio; K_A é o custo de capital da empresa sem dívidas; K_D é o custo das dívidas; D e CP representam, respectivamente, os valores da dívida e do capital próprio da empresa.

Fica claro pela equação que o custo do capital próprio da empresa é definido pela remuneração exigida pelos acionistas, acrescida de um prêmio de risco exigido em função do endividamento. Como o risco da empresa aumenta à medida que ela se endivida e esse risco é assumido pelos acionistas – em caso de dificuldades, o pagamento das dívidas tem preferência sobre a remuneração dos acionistas – estes passam a exigir maiores retornos em função do endividamento da empresa.

Esta é exatamente a Proposição II de Modigliani e Miller, ou seja, a assunção de maiores riscos financeiros determina ao acionista o aumento do seu custo de capital. Essa premissa, na visão dos autores, deixa o CMPC da empresa constante pois o endividamento como um custo mais barato do que o capital próprio promoveria a elevação desse custo de forma proporcional, mantendo o custo médio ponderado de capital constante⁵. A figura 1 adiante ilustra essa situação.

⁵ $CMPC = \left[K_{CP} \times \frac{CP}{(D+CP)} \right] + \left[K_D \times \frac{D}{(D+CP)} \right]$. O Anexo 4 mostra tabela com a constância do CMPC. Quanto mais endividamento a empresa toma, mais os acionistas pedem retorno sobre o seu capital. A base é Assaf Neto, 2007 p. 467-469.

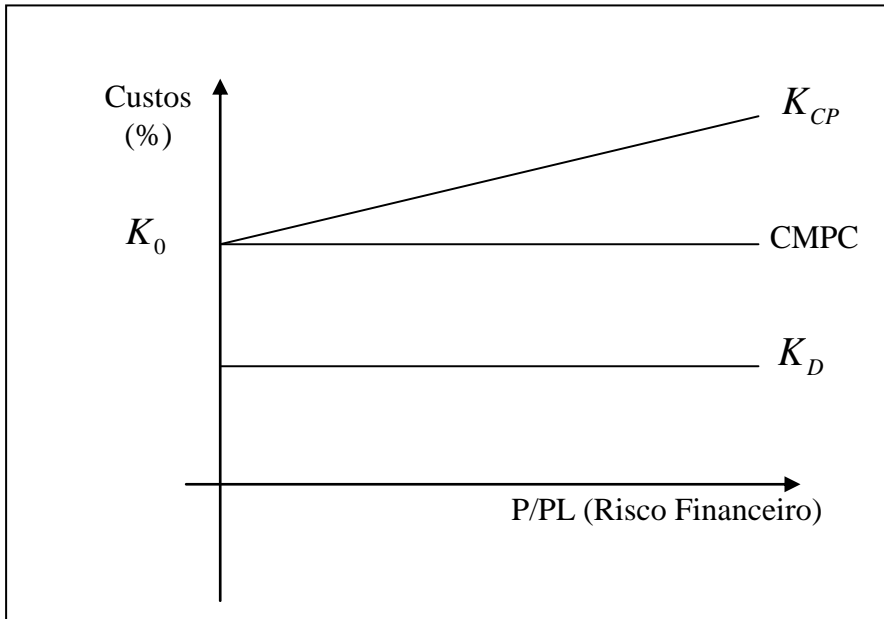


Figura 1- A estrutura de capital segundo a teoria de MM
 Fonte: Assaf Neto, 2007 p. 465.

Onde K_0 é o custo de capital próprio se a empresa fosse financiada somente por capital próprio; K_{CP} é o custo do capital próprio; K_D é o custo do endividamento, $CMPC$ é o custo médio ponderado de capital, P são os recursos de terceiros permanentes (passivos onerosos) e PL são os recursos próprios permanentes (patrimônio líquido).

A figura pretende demonstrar a permanência do $CMPC$ constante quando existem dívidas. O eixo das abscissas traz o risco a que os donos do capital estão sujeitos, pois com dívidas, os ganhos da empresa passam a ser divididos também com os credores. Estes, inclusive, têm preferência caso os fluxos de capital não sejam suficientes para pagar o financiamento e os acionistas. Assim, os controladores exigem maiores retornos na medida em que a empresa aumenta o seu endividamento. Esta situação é mostrada na figura pela linha K_{CP} . Na medida em que aumenta a quantidade de dívida (linha K_D) aumenta a exigência de retorno por parte dos acionistas (linha K_{CP}) de tal forma que o custo médio ponderado de capital fica constante (linha $CMPC$).

2.1.1.3 A proposição III de Modigliani e Miller

A proposição III de MM é somente uma derivação das duas primeiras e fornece uma regra simples e clara para as empresas realizarem os seus investimentos: a de que qualquer investimento somente deve ser realizado se o seu retorno previsto for maior do que a taxa de desconto utilizada pela empresa. Nas palavras dos próprios autores: “*the cut-off point for investment in the firm will in all cases be ρ_k and will be completely unaffected by the type of security used to finance the investment.*”⁶ (MODIGLIANI; MILLER, 1958, p. 288).

2.1.1.4 Comentários Sobre as Proposições de Modigliani e Miller

O modelo de Modigliani⁷ e Miller⁸ baseia-se na premissa de que não se pode mudar o valor de uma empresa alterando sua estrutura de financiamento. Porém, Ross, Westerfield e Jaffe (1995) já comentavam que no mundo real cada setor da economia possui indicativos diferentes de níveis de dívida, aos quais as empresas do setor aderem. As empresas, entretanto, não parecem selecionar o nível de dívida de forma aleatória. Ross, Westerfield e Jaffe acrescentam:

Mas, quando buscamos hipóteses pouco realistas dessa teoria em outros lugares, encontramos duas: 1) os impostos foram ignorados, e 2) custos de falência e outros custos de *agency* não foram considerados. (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 1995 p.313).

Os próprios autores reconheciam as limitações do modelo, o que pode ser percebido pelos escritos no artigo original: “*Needless to say, however, much remains to be done before the cost of capital can be put away on the shelf among the solved problems.*”⁹ (MODIGLIANI e MILLER, 1958 p. 296). Também reconhecendo as

⁶ “O ponto de corte para investimento da empresa será em todos os casos a taxa de desconto utilizada na categoria de risco na qual a empresa se enquadra e será completamente independente do tipo de títulos utilizados para financiar o investimento.” (tradução livre)

⁷ Franco Modigliani recebeu o Prêmio Nobel em economia em 1985.

⁸ Merton H. Miller recebeu o Prêmio Nobel em economia em 1990.

⁹ “É necessário dizer, contudo, que muito continua por ser feito antes do custo de capital poder ser colocado na prateleira dos problemas resolvidos.” (tradução livre)

simplificações do modelo, utilizadas como premissas, os autores encerraram o artigo com os seguintes dizeres:

These and other drastic simplifications have been necessary in order to come to grips with the problem at all. Having served their purpose they can now be relaxed in the direction of greater realism and relevance, a task in which we hope others interested in this area will wish to share.¹⁰ (MODIGLIANI; MILLER, 1958 p. 296).

2.1.1.5 Modigliani e Miller em Um Mundo com Impostos

De fato, em 1963, Modigliani e Miller publicaram novo estudo intitulado *“Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction”*¹¹ que pretendeu aperfeiçoar o modelo de 1958 em direção à realidade. O novo estudo inclui a existência de impostos corporativos e os benefícios por eles gerados, o que não faz parte dos estudos originais em 1958.

Os autores iniciam o novo artigo alertando para uma correção necessária ao primeiro artigo. Esta correção refere-se a não consideração, no modelo original, dos impostos corporativos e dos benefícios fiscais que são gerados pelos impostos. A incorporação dos impostos corporativos ao modelo alterou drasticamente seu resultado. Isto é, existe relevância ao valor da empresa e a forma como ela se financia. Assim, os administradores das empresas podem sim alterar o valor da empresa alterando sua estrutura de capital.

O conceito que suporta essa afirmação é o benefício fiscal concedido com a cobrança do Imposto de Renda. Dessa forma, existe a dedutibilidade fiscal dos juros – despesas financeiras – o que diminui o custo de capital da empresa. Em outras palavras, o endividamento faz com que o custo de capital da empresa diminua em função do benefício fiscal presente na dedutibilidade dos juros para o cálculo do Imposto de Renda.

¹⁰ “Estas e outras drásticas simplificações foram necessárias para arcar com o problema como um todo. Tendo servido a sua finalidade, as simplificações podem agora ser relaxadas na direção da realidade e relevância, tarefa que esperamos encontre interessados em realizar estes estudos e compartilhar os resultados.” (tradução livre)

¹¹ “Impostos Corporativos e o Custo de Capital: uma correção.” (tradução livre)

A compreensão desse novo cenário fica melhor quando entendemos que, com a presença dos impostos, o governo passa a ser mais um agente com direito à parte do fluxo de caixa da empresa – no modelo de MM original, 1958, apenas os investidores, acionistas e credores tinham direito a este fluxo de caixa. Assim, sempre que os investidores conseguem diminuir a participação do Governo no fluxo de caixa da empresa – reduzir o imposto devido – este mesmo fluxo fica em maior quantia disponível para os outros intervenientes, o que aumenta o valor da empresa.

Baseado nestas percepções, Modigliani e Miller (1963) afirmam que a característica de dedução fiscal dos juros, proveniente dos empréstimos com terceiros, aumenta o fluxo de caixa das empresas, o que lhes aumenta o valor. Dessa forma, o novo valor da empresa é composto pela adição ao seu valor sem dívidas do valor do benefício fiscal. Algebricamente temos:

$$V_L = \underbrace{\frac{\text{Fluxos de Caixa Operacionais}}{R_A}}_{\text{Parte 1}} + \underbrace{T \cdot D}_{\text{Parte 2}}$$

Na equação acima, V_L significa o Valor da Empresa alavancada; R_A significa o custo de capital próprio da empresa, isto é, o custo de capital da empresa não alavancada; T representa a alíquota do imposto de renda e D as dívidas da empresa.

A primeira parte da fórmula (Parte 1) equivale ao valor de uma empresa financiada totalmente com capital próprio. Já a outra parte (parte 2) identifica o valor presente do benefício fiscal.

Em relação ao custo de capital próprio, este mantém a mesma relação de proporcionalidade direta com o endividamento da empresa. Ou seja, mantém-se a idéia de que os acionistas querem maior retorno pelos seus recursos quanto maior for o risco financeiro que correm com o aumento do endividamento da empresa. Porém, com a inclusão dos impostos no modelo, a fórmula para calcular o custo do capital próprio, R_{CP} , assume a seguinte expressão:

$$R_{CP} = K_A + (K_A - K_D) \times \frac{D}{CP} \times (1 - T)$$

Na equação, K_{CP} é o custo de capital próprio da empresa. Quanto às demais variáveis, já foram definidas anteriormente.

Em síntese, as correções feitas por MM (1963) apontam que as empresas têm duas formas de remunerar seus investidores: por meio de dividendos aos acionistas e por meio de juros aos credores. Contudo, os juros são dedutíveis do imposto de renda, ao passo que os dividendos não o são – pelo contrário, pagam imposto de renda –, e assim o endividamento reduz o pagamento dos impostos. O custo de capital próprio varia proporcionalmente ao endividamento devido ao aumento (ou diminuição) do risco financeiro. Contudo, devido ao benefício fiscal, o custo total de capital da empresa diminui.

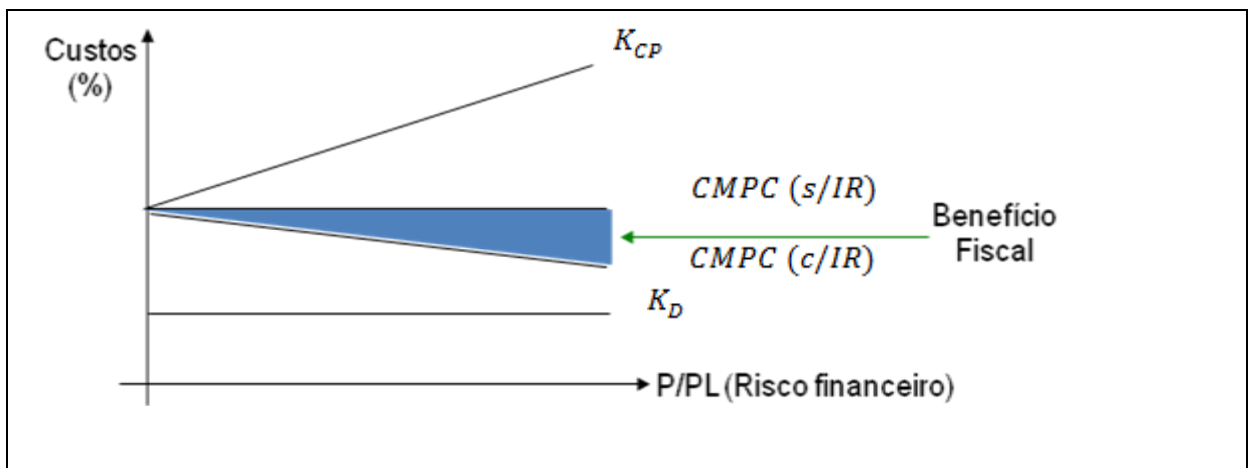


Figura 2 - Estrutura de capital com impostos
Fonte: Assaf Neto, 2007 P. 471.

A Figura 2 acima mostra o benefício fiscal da tributação no cálculo do CMPC. Isto é, o aumento da participação do capital de terceiros na estrutura de financiamento da empresa, melhora o seu CMPC.

2.1.1.6 Comentários sobre as Correções de Modigliani e Miller

Ross, Westerfield e Jaffe (1995, p. 317) já comentavam que “As importantes forças que atuam no sentido de maximizar o valor da empresa parecem empurrá-la para uma estrutura de capital integralmente composta por capital de terceiros”. As

correções feitas por MM (1963) também indicam este caminho, ou seja, quanto maior o endividamento, maior o valor da empresa.

Quando Modigliani e Miller (1963) não ofereceram nenhum impedimento a utilização de dívidas pelas empresas e, ao mesmo tempo, indicaram que, devido ao benefício fiscal, o capital de terceiros é menos oneroso que o capital próprio, apontaram na direção de uma estrutura de capital composta somente com capital de terceiros como a que produz a maior valorização da empresa.

Entretanto, o próprio trabalho de MM (1963) já alertava para o cuidado necessário com essa conclusão, quando afirmou:

*It may be useful to remind readers once again that the existence of a tax advantage for debt financing – even the larger advantage of the corrected version – does not necessarily mean that corporations should at all times seek to use the maximum possible amount of debt in their capital structures.*¹² (MODIGLIANI E MILLER, 1963, p. 442)

Ainda em relação à afirmação de que tudo indicava para uma estrutura de capital somente com recursos de terceiros, os autores comentam sobre os lucros retidos, que podem ter um custo menor do que os recursos de terceiros; comentam também sobre as limitações impostas pelos credores, o que pode controlar o endividamento bem como que, no mundo real, existem outros custos associados, que não estão totalmente incorporados na teoria e, por conseguinte, não estão incorporados aos modelos.

2.1.2 Teoria das trocas (*Static Tradeoff Theory*)

Esta teoria é sustentada na idéia de que, se existe o benefício fiscal para as empresas proveniente do endividamento, também existem os custos relacionados à falência da empresa – custos de dificuldades financeiras. Estes custos englobam bem mais do que os custos de falência propriamente dito. Como exemplo, podemos citar os custos de reorganização. São divididos em três grupos: custos diretos, custos indiretos e custos de agência do endividamento. Este último grupo será

¹² “Pode ser útil lembrar aos leitores, mais uma vez, que a existência da vantagem fiscal para o financiamento por meio de dívida – mesmo a maior vantagem da versão corrigida – não significa necessariamente que as corporações devem a todo o momento buscar o uso da máxima quantidade possível de dívida em sua estrutura de capital.”

abordado no próximo tópico. Os custos diretos decorrem dos gastos efetivamente realizados quando a empresa está em processo de falência ou concordata. Os indiretos são provenientes do enfraquecimento operacional da empresa que entra em processo falimentar. Assim, esta abordagem apóia-se na existência de um grau ótimo de endividamento, o que determina a quantidade de dívida buscada pela empresa.

Brigham e Houston (1999) explicam:

A política de estrutura de capital envolve uma troca (*trade-off*) entre risco e retorno: a utilização de mais capital de terceiros aumenta o grau de risco do fluxo de lucros da empresa. No entanto, um grau de endividamento mais alto geralmente leva a uma taxa de retorno mais alta. O risco mais alto tende a diminuir o preço da ação, mas uma taxa de retorno esperada mais alta o faz aumentar. Assim, a estrutura ótima de capital é o equilíbrio entre risco e retorno que maximiza o preço das ações da empresa. (BRIGHAM E HOUSTON, 1999, p. 449)

Uma vez aceita a existência dos custos de dificuldades financeiras e dos benefícios do capital de terceiros, fica claro que a atuação conjunta de ambos é em prol da diminuição do valor da empresa, se considerarmos sua valoração com a utilização o endividamento. Dessa forma, a teoria das trocas propõe a existência de uma estrutura de capital ótima, que maximiza o valor da empresa. Esta estrutura de capital ótima é conquistada com o equilíbrio entre os benefícios e os custos do endividamento. Propõe, ainda, a teoria que a empresa avance na direção desta estrutura de capital que maximize o seu valor.

2.1.3 Teoria da Agência

Refere-se aos conflitos que acontecem nas organizações, motivados pelos interesses e atitudes divergentes existentes entre os diferentes atores que participam das corporações. Assim, a escolha do capital estará inserida no meio da necessidade de negociar com interesses pessoais que detêm os gerentes, confrontada com os interesses dos acionistas e/ou credores. Alguns autores, como Jensen e Meckling (1976) acreditam que os controladores do capital limitam o distanciamento dos seus interesses, estabelecendo incentivos para os gerentes. Estes incentivos produzem custos de monitoramento, os quais incluem mais do que

simplesmente medir ou observar os procedimentos dos gerentes. Criam-se “controles” do comportamento dos gerentes, tais como regras operacionais, restrições orçamentárias, dentre outros. Ambos, incentivos e monitoramento, são construídos para limitar as atividades dos gerentes em relação aos interesses dos controladores.

Existe a possibilidade de os custos de agência¹³ influenciarem diretamente na estrutura de capital. Os acionistas podem relutar em buscar novos capitais, próprios ou de terceiros, em função destes custos. Harris e Raviv (1991) apontam três benefícios do endividamento no sentido de diminuir os custos de agência do patrimônio líquido externo.

- Ao buscar financiar a empresa por meio de dívidas ao invés de capital próprio, os donos-gerentes terão maior participação na mesma, minimizando os conflitos provenientes de abusos de incentivos não pecuniários e incentivos a trabalhar menos;
- As dívidas dão maior poder de liquidação da empresa aos credores, em comparação com os acionistas. Assim, o aporte de recursos como crédito e não como participação dará aos alocadores esse poder em caso de fluxos de caixa insuficientes;
- As dívidas diminuem as sobras de recursos para os sócios-gerentes utilizarem pois geram obrigações financeiras – pagamento de juros e principal. Dessa forma, existe a pressão pelo bom desempenho e a diminuição das margens para gastos com grandes investimentos e benefícios não pecuniários. O cuidado deve ser com a triagem dos bons projetos. Estes podem ser preteridos em função da falta de crédito (dívida já alta) ou do custo maior deste crédito, pois já há um endividamento significativo.

A variação do valor da empresa quando se substitui capital próprio por capital de terceiros, conforme expõem Ross, Westerfield e Jaffe (1995, p. 335 e 336), antes das considerações da teoria da agência costumavam ser a diferença entre o benefício fiscal da dívida e o aumento dos custos de dificuldades financeiras. Agora, com as considerações da teoria da agência, a variação do valor da empresa é dada

¹³ Contrato sob o qual uma ou mais pessoas (principal ou principais) contrata outra pessoa (o agente) para executar algum serviço de seu interesse, o qual envolve delegação de autoridade ao agente para tomadas de decisões. Jensen e Meckling (1976)

por benefício fiscal da dívida, mais a redução dos custos de agência do capital próprio, menos aumento dos custos de dificuldades financeiras, menos os custos de agência da dívida.

2.1.4 Teoria da Ordem Hierárquica (*Pecking Order Theory*)¹⁴

Esta teoria baseia-se na chamada assimetria de informações e busca aproveitar as oportunidades de investimento que apareçam. Preocupa-se com a imagem que a empresa passa ao mercado, principalmente aos investidores externos e trabalha para somente passar as informações necessárias ao mercado.

2.1.4.1 Assimetria de Informações

Este modelo assume que os gestores das companhias detêm mais informações sobre a empresa do que os investidores externos. Isto é, os gestores têm melhores informações sobre, por exemplo, o grau de risco a que está exposta a empresa e quais são seus retornos previstos, além das oportunidades de investimento e das operações da empresa. Myers e Majluf (1984) defendem que a empresa não divulgará informações que sejam consideradas estratégicas, pois poderiam ser acessadas pelos concorrentes.

Assim, mesmo sendo possível a divulgação explícita de todas as informações ao mercado, somente os gestores da empresa terão acesso às informações que não serão divulgadas. Harris e Raviv (1991) apontam como conseqüências a existência da assimetria nas informações, a divisão em dois grupos de pensamentos para determinar a estrutura de capital das empresas. O primeiro destes grupos defende a sinalização das informações detidas pelos gestores aos investidores externos. Esta

¹⁴ Teoria que indica que as empresas preferem captar recursos, primeiramente, por meio de lucros retidos, em seguida por meio de dívidas e, por fim, por meio de novo capital próprio (lançamento de ações) Myers e Majluf (1984)

sinalização pode acontecer de dois modos: via modelos baseados na aversão ao risco dos gerentes e via modelos de proporção do endividamento.

A aversão ao risco dos sócios-gerentes mostra ao mercado o quanto eles estão dispostos a investir de capital próprio nos novos projetos de investimentos que buscam aportes de recursos de investidores externos. A sinalização de que os donos também acreditam no projeto reduz a resistência dos investidores externos. Harris e Raviv (1991) complementam que os projetos de alta qualidade permitem uma melhor sinalização dos sócios-gerentes aos investidores externos, através de uma proporção maior de dívida na estrutura de capital, o que lhes proporciona uma proporção maior de participação.

Já os modelos baseados na proporção do endividamento partem do pressuposto que os investidores externos interpretam as atitudes dos gerentes como sinais emitidos pela empresa. A partir destes sinais, os investidores externos podem concluir como está a situação da empresa ou, mais especificamente, quais são suas expectativas futuras. A confiança dos gerentes na organização e a segurança dos resultados dos novos investimentos também são observadas pelos investidores externos.

Para o segundo grupo de pensamento que tem por base a informação assimétrica, a estrutura de capital tem a função de mitigar ineficiências causadas pela assimetria de informações nas decisões de investimentos da empresa. Harris e Raviv (1991) classificam este grupo de abordagens de “Interações entre Investimento e Estrutura de Capital”. Este modelo trata do equilíbrio da decisão de emitir-investir das empresas, isto é, em que condição ou condições a empresa decide emitir novas ações para fazer novos investimentos. Os estudos de Myers e Majluf (1984) trouxeram um modelo sobre o assunto, que mostra a dificuldade desta decisão quando, por exemplo, os gerentes decidem recusar boas oportunidades de investimento (investimentos que apresentam VPL positivo). Tal decisão dos gerentes visa proteger os atuais acionistas, pois se o lançamento de ações para obtenção de recursos for mal interpretado pelos investidores externos, estes irão diminuir o valor das ações transferindo riqueza dos acionistas antigos para os novos.

Os autores deixam como mensagem principal a necessidade da empresa ter folga financeira para poder aproveitar todas as oportunidades de investimento sem a necessidade dos riscos advindos da assimetria das informações.

2.1.4.2 Teoria

Associada à assimetria das informações, esta teoria não busca uma meta ótima de endividamento. Busca aproveitar as oportunidades de investimento que apareçam. Para aproveitá-las, utiliza uma hierarquia na busca de recursos. Para Brealey, Myers e Marcus (2003), esta teoria explica porque empresas rentáveis tomam menos emprestado. Os autores sustentam que os gerentes sabem mais do que os investidores externos sobre rentabilidade e as perspectivas da empresa. Assim, os investidores podem não ser capazes de avaliar uma nova emissão de títulos da empresa. No lançamento de novas ações, os investidores podem entendê-las superprecificadas, o que dificultaria sua colocação no mercado, ou diminuiria seu preço. Ainda segundo os autores, problemas dessa natureza podem ser evitados se a empresa puder financiar-se com recursos internos, ou seja, com os lucros retidos e reinvestidos. Caso não seja possível, o caminho externo de menor resistência é a dívida:

Essas observações sugerem uma **teoria de ordem hierárquica** da estrutura de capital. É assim: 1. As empresas preferem o financiamento interno, já que esses fundos são levantados sem mandar qualquer sinal adverso que possa baixar o preço das ações; 2. Se for preciso financiamento externo, primeiro as empresas emitem dívida (elas emitem patrimônio apenas em último caso). Essa ordem hierárquica surge porque é menos provável que uma emissão de dívida seja interpretada como um mau presságio pelos investidores do que uma emissão de patrimônio. (BREALEY, MYERS, MARCUS, 2003 p. 447-448, grifo do autor).

Esta teoria aborda a desconfiança da empresa com relação ao que o mercado possa pensar quando esta abre seus objetivos para este mercado. Assim, sempre que possível, a empresa procurará financiar-se com recursos internos, pois estes recursos não carecem de explicação ao mercado. Não sendo possível a utilização somente de recursos internos, seja porque estes são insuficientes, seja porque financeiramente não se recomenda este caminho, a empresa procurará as formas de financiamento externas.

A teoria também aponta que, nesta situação, a procura iniciará pela dívida, isto é, por um contrato com um financiador externo (banco, geralmente). Este caminho é escolhido uma vez que ainda protege as informações da empresa do mercado tendo em vista que somente o financiador terá acesso a elas.

Finalmente, a última alternativa usada pela empresa é o lançamento de ações ao mercado. Neste caso, todas as informações sobre a empresa devem ser divulgadas ao mercado, o que poderá causar dissabores à empresa caso o mercado avalie de forma diferente os comentários e informações fornecidos pela empresa.

Em resumo, a despeito do debate sobre a estrutura de capital, o objetivo deve ser sempre utilizá-la para maximizar o valor da empresa, através da valorização de suas ações/cotas e da minimização do seu custo médio ponderado de capital – CMPC.

2.2 Literatura sobre Determinantes da Composição da Estrutura de Capital

Muito se tem produzido sobre o assunto. Depois dos trabalhos de MM (1958 e 1963), os estudos sobre a existência de uma estrutura de capital ótima acentuaram o relacionamento da estrutura de capital com o crescimento da empresa, com o seu custo de capital, com as suas decisões e, também, com os seus determinantes, dentre outros fatores.

2.2.1. Debate sobre os Determinantes

Os determinantes das escolhas da estrutura de capital têm sido estudados no decorrer do tempo, como modelos baseados nas trocas entre as características da empresa e da sua estrutura de capital. Estas trocas podem ter diferentes influências, conforme explicam Harris e Raviv (1991).

Essas teorias sugerem que as empresas escolham suas estruturas de capital sob a influência do binômio custo/benefício, que está presente nos vários atributos que estão associados ao financiamento. Assim, por estas teorias, podemos admitir que estes atributos sejam relevantes em alguns casos e para algumas empresas e exercem impactos nos custos/benefícios associados à emissão de dívida ou do

capital próprio. Dessa forma, em função das empresas apresentarem atributos diferentes, a estrutura de capital apropriada para cada empresa seria diferente.

Harris e Raviv (1991) mostram que a abordagem acima citada busca identificar características dos produtos, do mercado e da própria empresa que interagem significativamente com o nível do endividamento. Continuam apontando que os modelos da teoria têm como meta o efeito na estrutura de capital da disponibilidade futura dos produtos, peças e serviços, na qualidade dos produtos e no conflito na negociação entre gerentes, fornecedores e empregados.

Utilizando esta linha de estudo, sobressai o trabalho de Titman e Wessels (1988), um dos estudos pioneiros e de reconhecida importância no meio acadêmico sobre a influência desses atributos na estrutura de financiamento das empresas. Os autores selecionaram oito características e tentaram relacionar os atributos com a estrutura de endividamento das empresas.

Como forma de melhorar a compreensão, foram analisados separadamente os diversos tipos de dívida: dívida de curto prazo, de longo prazo e conversível. Como os atributos estudados são relacionados a diferentes tipos de instrumentos de financiamento, os autores consideraram necessária a separação.

Estrutura de ativos, vantagens fiscais não resultantes do endividamento, crescimento da empresa, produto único ou especializado, classificação da indústria, tamanho da empresa, volatilidade dos lucros e lucratividade foram as oito características ou atributos estudados por Titman e Wessels (1988).

Os autores utilizaram para suas análises a modelagem estrutural linear, uma vez que, segundo eles, havia muita dificuldade de expressar os atributos por meio de conceitos abstratos – não observáveis diretamente – o que impossibilitava a utilização do método tradicional – estimar regressões com *proxies* dos atributos teóricos – pois ao não os observarmos diretamente, não podemos incluí-los como variáveis independentes. Segundo Perobelli e Famá (2002):

A Modelagem Estrutural Linear, utilizada pelos autores, é um método derivado da Análise Fatorial que assume que, ainda que o pesquisador não possa observar os atributos relevantes, podem ser observadas variáveis indicativas que são combinações lineares de um ou mais atributos e um termo de erro e podem, portanto, substituir os atributos não observáveis. (PEROBELLI e FAMÁ, 2002, p. 4)

2.2.2. Detalhamento dos determinantes

Titman e Wessels (1988) estudaram os oito atributos empiricamente. O significado dos atributos, bem como a teoria que trata de cada um deles é mostrado abaixo.

- 1) *Estrutura de ativos* – tem como idéia a de que empresas que apresentem o maior volume de ativos tangíveis, que podem ser utilizados como garantias e que reduzam o custo do endividamento, podem endividar-se mais.¹⁵ O mercado, avaliando bem os ativos tangíveis, permite uma relação de trocas melhor o que provocará uma relação positiva entre o volume de ativos tangíveis em poder da empresa e seu nível de endividamento.
 - 2) *Outros benefícios fiscais que não os gerados pelo endividamento* – outros tributos, como a depreciação, que concorrem na diminuição do lucro das empresas juntamente com os juros do endividamento. Assim, empresas que tenham como objetivo único o benefício fiscal do endividamento e que tenham consideráveis vantagens fiscais não resultantes do endividamento no seu fluxo de caixa, deveriam apresentar menor endividamento em suas estruturas de capitais.¹⁶
 - 3) *Crescimento da empresa* – refere-se ao potencial ou expectativa de crescimento da empresa. Titman e Wessels (1988) apontam dois fatores para que empresas com potencial de crescimento acima da média tenham relacionamento negativo com o seu endividamento. O primeiro deles é que este potencial de crescimento não pode ser dado em garantia aos credores. Em segundo, os custos de agência entre os credores e os acionistas associados a este tipo de empresa são maiores. Isto ocorre pois estas empresas têm mais chances por terem mais projetos disponíveis, de promover a expropriação de riqueza do credor em prol dos acionistas. Como quem paga o maior custo de agência nestes casos é o acionista principal, estas empresas deveriam ser desestimuladas ao investimento.
- Outro argumento vem de Perobelli e Famá (2003). Segundo os autores, Black e Scholes (1973) sugeriram que o controle das ações de uma empresa

¹⁵ Sobre o assunto, ver Thies e Klock, 1992; Rajan e Zingales, 1995.

¹⁶ Para maiores informações ver o trabalho de Jorge e Armada (1999) para o mercado Português.

alavancada poderia ser visto como opção de compra detida pelos acionistas. Nessa empresa, os acionistas sempre teriam maior incentivo a investir em projetos que oferecessem taxas de retorno mais elevadas, ainda que com pouca probabilidade de sucesso. Assim, caso o projeto se viabilizasse, o acionista embolsaria os altos retornos por ele gerados, pagando aos credores apenas os juros e o principal devidos. Caso o projeto fracassasse, o acionista teria responsabilidade limitada ao pequeno capital investido na empresa, ficando para os credores o prejuízo gerado. Essa tendência é ainda maior em empresas com potencial de crescimento, que têm maior flexibilidade em suas escolhas de investimento. Nessas empresas, o custo do endividamento deveria ser maior, desestimulando o endividamento. (PEROBELLI; FAMÁ, 2003).

- 4) *Produto único ou especializado ou singular* – refere-se àquelas empresas que produzem produtos muito singulares, e que podem perder muito numa eventual quebra via desvalorização acentuada do seu produto, uma vez que não se trata de uma *commodity*. Sugere-se que tais empresas sejam bastante conservadoras evitando-se assim o seu endividamento. Além disso, o custo deste endividamento tende a ser maior, o que o desestimularia.
- 5) *Classificação da indústria* – refere-se ao ramo de atividade da empresa. Diferenciam-se os ramos da atividade industrial que oferecem produtos que requerem disponibilidade de serviços especializados e/ou peças sobressalentes, dos que não requerem. O ramo automobilístico é um bom exemplo. Muito embora na compra do produto exista a escolha, após a compra somente aquela indústria pode atender com peças de reposição, em teoria. Embora sejam indústrias diferentes das de produtos singulares, também apresentam altos custos de falência. Devem, portanto, recorrer ao conservadorismo com relação ao seu endividamento. Diz a teoria que estas empresas devem ser menos alavancadas.
- 6) *Tamanho* – no seu trabalho, Titman e Wessels (1988) comparam o endividamento de empresas de menor porte com o de empresas maiores. Vários autores¹⁷ atestam que existe relação positiva entre tamanho e grau de endividamento. Empresas maiores, mais diversificadas, portanto, têm menos

¹⁷ P. ex.: Scott e Martin (1975); Ferri e Jones (1979) e Rajan e Zingales (1995).

propensão à falência. Por conseguinte, têm menores dificuldades financeiras, inclusive com relação aos custos de endividamento e ao acesso aos recursos disponíveis. Em contraponto, Titman e Wessels (1988) apontam que o custo para se obter capital próprio adicional e dívida de longo prazo está relacionado ao tamanho das empresas. Neste caso, o custo para empresas menores obterem estes tipos de financiamento é bem maior que o das grandes empresas. Aparece aí a sugestão de que as empresas menores são mais alavancadas por preferirem endividamento de curto prazo (empréstimos bancários) devido ao menor custo desta alternativa de financiamento para as empresas menores, comparado com os custos de endividamento de longo prazo.

- 7) *Volatilidade dos lucros* – refere-se a constância dos resultados, isto é, a estabilidade da empresa na geração dos seus ganhos. Os autores apontam que vários estudos sugerem que a proporção ótima de dívida da empresa é uma função decrescente em relação à volatilidade dos lucros. Ou seja, empresas com resultados financeiros mais voláteis deveriam ser menos alavancadas. Dois motivos teóricos explicam essa expectativa: o primeiro vem de dentro da empresa e leva em consideração a atitude dos gerentes. Como eles não tem certeza se os seus fluxos de caixa serão suficientes para saldar os empréstimos, preferem a alavancagem via capital próprio que deve somente dividendo e este proporcional ao lucro. O segundo vem do mercado que considera não volatilidade da empresa como uma virtude para um menor custo de capital. Assim, estas empresas deveriam ser mais alavancadas.
- 8) *Lucratividade da empresa* – aqui usa-se os conceitos da *pecking order theory*. Em teoria, empresas com alta lucratividade teriam mais recursos próprios – lucros retidos – acumulados para serem utilizados anteriormente as outras formas de financiamento. Assim, espera-se que a lucratividade das empresas seja negativamente relacionada ao seu nível de endividamento.

2.2.3 Resultados empíricos

Os resultados apresentados na seqüência, encontrados por Titman e Wessels (1988) para o mercado americano, Jorge e Armada (1999) para o mercado português, Perobelli e Famá (2002) para o mercado brasileiro e Perobelli e Famá (2003) para os mercados mexicano, argentino e chileno servem como colaboração sobre a comprovação dos atributos indutores da estrutura de capital das empresas.

No primeiro atributo, *estrutura de ativos*, o mercado chileno mostrou resultados quem indicam que quanto maior for o volume de ativos que são boas garantias pertencentes a uma empresa, maior é a tendência da empresa ao endividamento. Já para os demais mercados, a teoria não se comprovou, isto é, não foram encontradas evidências significativas de seu relacionamento com a estrutura de capital das empresas nesses países.

Para *Vantagens fiscais não resultantes do endividamento*, o segundo atributo apontado, os estudos mostraram que, no mercado mexicano, para o endividamento de curto prazo, a relação foi negativa. Isto é, naquele mercado, as vantagens fiscais não resultantes de endividamento, têm menos incentivo à dívida de curto prazo. O mercado brasileiro não foi considerado para o estudo deste atributo e para os demais mercados, não foram encontradas evidências significativas que relacionem a estrutura de capital das empresas com o atributo.

Já para o *crescimento*, o terceiro atributo, houve resultados que comprovaram e outros que não comprovaram o relacionamento do atributo com a estrutura de capital das empresas dos países estudados. Para os mercados americano, argentino e chileno, não foram comprovados relacionamentos com o nível de qualquer tipo de dívida. Entretanto, para Brasil, México e Portugal, este atributo mostrou-se relacionado ao endividamento das empresas. No Brasil, houve relacionamento negativo apenas em relação ao endividamento de curto prazo. No México, o relacionamento negativo foi com dívidas de curto e de longo prazos. Contrariando a teoria, em Portugal o atributo apresentou relação positiva com as medidas de endividamento.

Perobelli e Famá (2003) não estudaram, para os mercados do Chile e do México, o quarto atributo, *produto singular*. Já para o Brasil e para a Argentina, não

foram encontrados resultados que comprovassem a relação deste atributo com a estrutura de capital das empresas. No mercado de Portugal este atributo não foi estudado e para o mercado americano, a teoria se comprovou. Isto é, as empresas do mercado americano que possuem produtos únicos ou específicos têm, relativamente, baixo nível de endividamento.

A *classificação da indústria* não foi estudada nos mercados brasileiro, mexicano, argentino e chileno. O quinto atributo não se comprovou determinante da estrutura de capital das empresas do mercado português. A exemplo do atributo produto singular, para o mercado americano o quinto atributo confirmou as proposições da teoria e indicou correlação negativa com o nível de endividamento.

O *tamanho*, o sexto atributo, apresentou seus resultados confirmando a teoria, isto é, as menores empresas são mais propensas ao endividamento de curto prazo. As maiores, por sua vez, são mais endividadas no longo prazo. A comprovação da relação do endividamento de curto prazo com as menores empresas foi encontrada nos resultados dos Estados Unidos, Brasil e Chile. Já a comprovação da relação do endividamento de longo prazo para as maiores empresas, foi encontrada nos resultados do México e Chile.

Ainda sobre o atributo tamanho, Titman e Wessels (1988) afirmam que os resultados encontrados podem sugerir que os custos de transação são importantes determinantes na escolha da estrutura de capital das empresas.¹⁸

Quanto à *volatilidade dos lucros*, sétimo atributo, apenas para o mercado mexicano os resultados apresentaram relação positiva tanto para o endividamento de curto prazo como para o de longo prazo. Para os demais países não se verificaram resultados relacionados significativamente.

Entretanto, o resultado encontrado no México afronta a teoria proposta – empresas mais voláteis são menos alavancadas. Os autores do estudo, Perobelli e Famá (2003) explicam a relação entre a volatilidade e alavancagem das empresas mexicanas:

Tal relação poderia ser explicada pela ausência de outros mecanismos de financiamento neste mercado no período analisado, em especial para empresas com dificuldades operacionais, o que teria obrigado essas empresas a recorrer ao endividamento, mesmo a taxas abusivas. (PEROBELLI; FAMÁ, 2003, p.29)

¹⁸ “A proporção de dívida de curto prazo mostrou ser negativamente relacionada com o tamanho da empresa, possivelmente refletindo os relativos altos custos de transação em que pequenas empresas se deparam quando buscam instrumentos de financiamento de longo prazo.” (p. 17, original em inglês)

Para o Brasil, para a Argentina, os EUA e o México, a *lucratividade*, o oitavo atributo, indica correlação negativa com o endividamento total. Para a Argentina, apenas o endividamento de curto prazo possui correlação negativa com a volatilidade. Já para o Chile, a correlação negativa aparece para o endividamento de longo prazo.

Importante ressaltar a necessidade de atentar para as diferenças apresentadas pelos resultados nos diferentes países. Podemos destacar, como justificativa, os aspectos das pesquisas tais como os dados disponíveis, as *proxies* utilizadas e a metodologia utilizada em cada estudo.

3 O PADRÃO DE FINANCIAMENTO NO BRASIL

Este capítulo, em sua primeira parte, tem por objetivo apresentar o funcionamento de um sistema financeiro e em especial o sistema financeiro brasileiro. Procura discutir os dois padrões de busca do desenvolvimento: o sistema financeiro calcado em bancos, que tem como exemplos a Alemanha e o Japão e o sistema financeiro apoiado no mercado de capitais, cujo exemplo é o mundo anglo-saxão (americanos e ingleses) ¹⁹.

Na segunda parte, traz para a discussão alguns estudos empíricos aplicados no Brasil sobre o assunto, mostrando artigos e estudos produzidos para o ENANPAD, em sua maioria, a partir de 2002.

Ao final, pretende-se discutir a crescente utilização, no Brasil, do mercado de capitais para alavancar o desenvolvimento empresarial.

3.1 O Ambiente do Financiamento das Empresas no Brasil

Nesta primeira parte da seção, trataremos à discussão as principais fontes de financiamento existentes: bancos e mercado de capitais. Para tanto, o posicionamento sobre o Sistema Financeiro, notadamente o nacional, se faz necessário.

Segundo Juliano Lima Pinheiro, Sistema Financeiro é “um conjunto de instituições, instrumentos e mercados agrupados de forma harmônica, com a finalidade de canalizar a poupança das unidades superavitárias até o investimento demandado pelas deficitárias.” (PINHEIRO, 2007 p. 28).

Já para Fortuna (2000):

Sistema financeiro poderia ser um conjunto de instituições que se dedicam, de alguma forma, ao trabalho de propiciar condições satisfatórias para a manutenção de um fluxo de recursos entre poupadores e investidores. O mercado financeiro – onde se processam essas transações – permite que um agente econômico qualquer (um indivíduo ou empresa), sem perspectivas de aplicação, em algum empreendimento próprio, da poupança

¹⁹ Ver um sumário destas posições em Demirgüç-Kunt e Levine (2001, p.4-13) e em Beck, Demirgüç-Kunt, Levine e Maksimovic (2001, p. 189-194).

que é capaz de gerar, seja colocado em contato com outro, cujas perspectivas de investimento superam as respectivas disponibilidades de poupança. (FORTUNA, 2000, p. 17)

Estas definições mostram que um sistema financeiro tem como finalidade aproximar aqueles agentes que detêm os recursos e não precisam deles para o desenvolvimento com aqueles agentes que procuram os recursos necessários para seus processos de desenvolvimento.

Segundo Pinheiro (2007):

Podemos entender, também, o sistema financeiro como a soma das unidades operacionais que o compõem e dos responsáveis pelas políticas monetárias, creditícia, cambial e fiscal, que regulam seu funcionamento, bem como os fluxos monetários entre os que dispõem de recursos financeiros e os que deles careçam, para suas atividades de produção ou de consumo.

Partindo desta última visão, nada mais é, portanto, do que um conjunto, pois os agentes financeiros, sem as limitações doutrinárias ou normativas emanadas das autoridades competentes, resultariam em entidades mal definidas e indisciplinadas. Por outro lado, não teria sentido pensar-se em política econômico-financeira se não existissem as instituições financeiras. Dessa forma, sabe-se muito bem que um sistema que apresente parcela importante das operações de seus agentes independentemente das autoridades monetárias revela um perigoso grau de instabilidade. (PINHEIRO, 2007, p. 29).

O autor continua:

Caso isso ocorra, mais cedo ou mais tarde a situação tornar-se-á insustentável e danosa para o próprio sistema. Assim, a satisfação dos diretores de instituições financeiras, pelo alto índice de liberdade operacional que lhes seja concedido, acaba por tornar-se muito onerosa para a coletividade, que sofrerá diretamente as conseqüências de tal estado de coisas. Conclui-se, então, que a criação de um banco central, para não falar nas demais autoridades que caracterizam o colegiado que congrega, nas economias modernas, os responsáveis pelas já mencionadas políticas econômico-financeiras, decorre não da imposição do Estado, mas da própria economia, que exige a sua implantação e bom funcionamento. (PINHEIRO, 2007, p. 29).

Por este raciocínio, podemos entender o porque de cada país não ter o seu sistema financeiro de forma coerente ao seu grau de desenvolvimento e de sua força econômica.

Outra visão do assunto mostra que o processo de desenvolvimento econômico é mutável, requerendo e motivando transformações, inclusive as de ordem estrutural. Caso o sistema financeiro não acompanhe as exigências das modificações acusadas pela economia, ou esteja funcionando em sentido oposto a elas, graves problemas podem aparecer e constituir-se em obstáculos perigosos às atividades produtivas. Isto é, caso o sistema financeiro não funcione de forma a

atender aos processos de desenvolvimento econômico e/ou não acompanhe as exigências das modificações acusadas pela economia, pode gerar perturbações nos fluxos monetários, como a luta desenfreada pelos recursos financeiros, o que os encarece e a transferência de atividades econômicas próprias da iniciativa privada para o setor público. Tais distorções, quando ocorrem, são de demorada correção.

Simplificadamente, o sistema financeiro pode assumir três funções básicas na economia, segundo Pinheiro (2007):

- Facilitar a designação temporal (e espacial) de recursos, permitindo que os agentes transladem suas decisões de investimento e consumo entre distintos momentos de tempo e áreas geográficas, aumentando suas possibilidades de eleição;
- Contribuir para a canalização da poupança ao investimento, permitindo que a poupança encontre seu uso alternativo mais produtivo e proporcionar ferramentas para a redistribuição, e
- Diversificação dos riscos, permitindo sua gestão por parte dos agentes.

Outra função muito importante do Sistema Financeiro é a mitigação dos riscos do sistema. No Brasil, podemos utilizar como exemplo, a criação do Sistema Brasileiro de Pagamentos que reduziu o risco sistêmico quando obrigou a entrega dos recursos pelas Instituições Financeiras, em uma transferência de recursos de valores acima de R\$ 5.000,00 (cinco mil reais), praticamente no mesmo momento. Antes do SPB, esta troca de recursos somente era executada no fechamento do mercado, ficando o risco da falta de liquidez de alguma Instituição Financeira por conta do Banco Central.

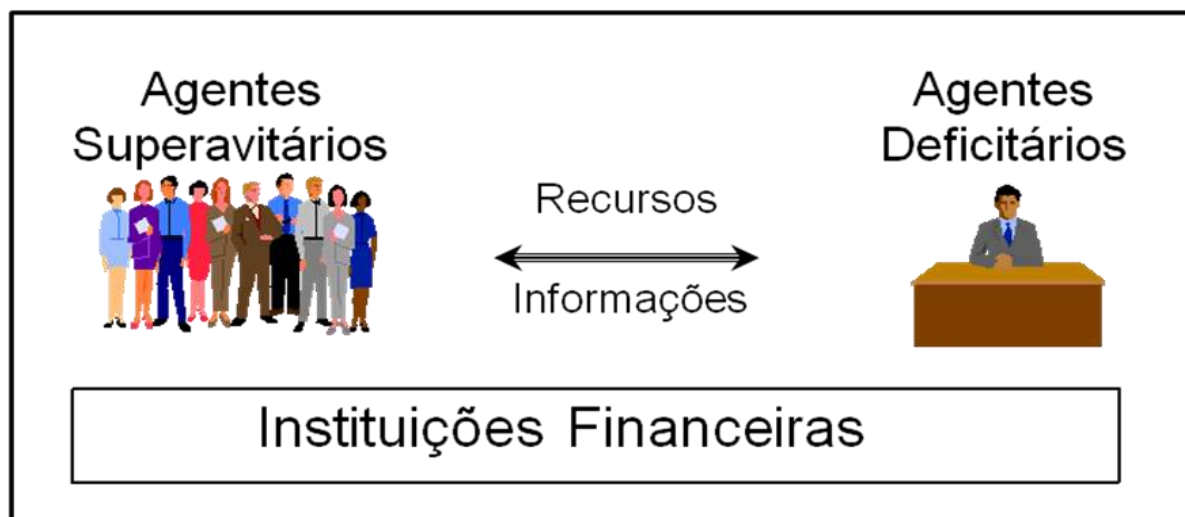


Figura 3 - Principal função do sistema financeiro

Fonte: elaborado pelo autor

A justificativa para o desenvolvimento do sistema financeiro é que em determinado momento algumas unidades econômicas gastam menos do que o que ingressa, diferem temporalmente seu consumo (poupam), e outras, pelo contrário, gastam acima de seus ingressos, antecipam seus consumos e devem solicitar recursos emprestados ao mercado. (PINHEIRO, 2007 p. 30)

As primeiras são unidades superavitárias de liquidez e as segundas unidades deficitárias. Para colocá-los em contato, isto é, as unidades superavitárias poderem suprir as unidades deficitárias, necessário se faz um mercado organizado onde por meio dos intermediários financeiros se consiga este encontro.

A Figura 3 acima traduz a principal função do Sistema Financeiro e quais são seus principais integrantes.

3.1.1 Sistema Financeiro Nacional²⁰

A origem formal do nosso sistema financeiro data do ano de 1808 quando D. João VI, Príncipe Regente, por alvará, criou o primeiro banco do país, denominado Banco do Brasil. Tinha como função acumular as funções de banco de depósitos, descontos e emissão, gozando ainda do privilégio da venda dos produtos comercializados pela coroa.

²⁰ Baseado em Assaf Neto (2000 e 2007), Fortuna (2000), Pinheiro (2007) e site <http://www.bcb.gov.br>, acessado em 14.03.2009.

No final dos anos 20 do século XX, nasceu a Inspeção Geral de Bancos. Esta Superintendência era responsável pela regulação e fiscalização das entidades bancárias.

O período seguinte foi marcado pela expansão da rede bancária. A Segunda Guerra Mundial criou muitos estímulos ao processo industrial brasileiro. Trouxe, ainda, a nítida consciência da necessidade de um organismo como um Banco Central. Assim, em 1945, as Inspeção Geral de Bancos e a Carteira de Redescontos do Banco do Brasil foram a base para a criação, da Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc)²¹, que funcionava inserida na estrutura administrativa do Banco do Brasil e era subordinada diretamente ao Ministro da Fazenda.

No período de 1959 a 1961, proliferaram os bancos comerciais e o controle das operações tornava-se cada vez mais deficitário. O Sistema Financeiro Nacional carecia de uma estruturação racional adequada às necessidades e carências da sociedade como um todo. A partir de então, foi editada uma série de leis que possibilitou esse reordenamento.

Historicamente, a inflação brasileira superava os 12% ao ano e, com base no Direito Canônico, a Lei da Usura limitava os juros a 12% ao ano. As empresas e os indivíduos preferiam aplicar seus recursos disponíveis em outras alternativas, adiando, inclusive, o pagamento de suas obrigações tributárias. A mesma limitava a capacidade do Poder Público de financiar-se mediante a emissão de títulos próprios, impondo a emissão primária de moeda para satisfazer as necessidades financeiras. Além disso, os valores históricos de demonstrativos financeiros deixavam de espelhar adequadamente a realidade econômica, novamente com conseqüências tanto para o Tesouro, tendo em vista a redução da carga tributária, quanto para os potenciais investidores.

A Lei da Correção Monetária – 4.357/64 – instituiu normas para indexação de débitos fiscais, criou títulos públicos federais com cláusula de correção monetária (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional – ORTN) destinados a antecipar receitas, cobrir déficit público e promover investimentos.

A recessão econômica dos anos 60 aumentava a massa de trabalhadores com pouca qualificação, e o Estado não tinha condições de criar ou fomentar

²¹ Criada através do Decreto 7.293, de 02.02.1945.

diretamente postos de trabalho para essa mão-de-obra. Uma alternativa seria a criação de empregos na construção civil.

A Lei do Plano Nacional de Habitação – 4.380/64 – criou o Banco Nacional da Habitação (BNH), órgão gestor do também criado Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), destinado a fomentar a construção de casas populares e obras de saneamento e infra-estrutura urbana, com moeda própria (Unidade Padrão de Capital – UPC) e seus próprios instrumentos de captação de recursos – Letras Hipotecárias, Letras Imobiliárias e Cadernetas de Poupança. Posteriormente, a esses recursos foram adicionados os do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço – FGTS.

Os órgãos do aconselhamento e gestão da política monetária, de crédito e finanças públicas, concentravam-se no Ministério da Fazenda, na Superintendência da Moeda e do Crédito – Sumoc – e no Banco do Brasil, e essa estrutura não correspondia aos crescentes encargos e responsabilidades na condução da política econômica.

A evolução do SFN pode ser dividida em duas grandes fases: antes e depois da Lei nº 4.595, de 31.12.1964, dispondo sobre a política monetária e as instituições financeiras, que após 20 anos de debates parlamentares, introduziu as diretrizes para a reestruturação, o disciplinamento e o posterior desenvolvimento do Sistema Financeiro Nacional, prevalecendo a tese de especialização das instituições por atuação, tanto na captação como na aplicação de recursos; isso possibilitou ganhos de escala e redução dos custos operacionais para que se criasse oferta de empréstimos a custos menores.

A Lei 4.595/64 criou o Conselho Monetário Nacional – CMN – e o Banco Central do Brasil, bem como estabeleceu as normas operacionais, rotinas de funcionamento e procedimentos de qualificação aos quais as entidades do sistema financeiro deveriam se subordinar.

O problema da popularização do investimento estava contido em função da nítida preferência dos investidores por imóveis para aluguel e reserva de valor. Ao governo interessava a evolução dos níveis de poupança internos e o seu direcionamento para investimentos produtivos.

A Lei do Mercado de Capitais – 4.728/65 – estabeleceu normas e regulamentos básicos para a estruturação de um sistema de investimentos

destinado a apoiar o desenvolvimento nacional e atender à crescente demanda por crédito.

Faltava uma entidade que absorvesse a regulação e fiscalização do mercado de capitais, especialmente no que se referia às sociedades de capital aberto. A Lei da CVM – 6.385/76 – criou a Comissão de Valores Mobiliários – CVM – transferindo do Banco Central a responsabilidade pela regulamentação e fiscalização das atividades relacionadas ao mercado de valores mobiliários (ações, debêntures, dentre outras).

Era necessário atualizar a legislação sobre as sociedades anônimas brasileiras, especialmente quanto aos aspectos relativos à composição acionária, negociação de valores mobiliários e modernização do fluxo de informação.

A Lei das S. A. – 6.404/76²² – estabeleceu regras claras quanto às características, forma de constituição, composição acionária, estrutura de demonstrações financeiras, obrigações societárias, direitos e obrigações de acionistas e órgãos estatutários e legais.

As décadas de 70 e 80 são marcadas pela reserva de mercado, com a proibição de cartas-patentes²³ (1970). A partir do início dos anos 80, os bancos privados inseriram-se como financiadores do setor público (União, Estados, Municípios e empresas estatais), como alternativa a queda da procura de empréstimos pelos demais agentes econômicos. Este direcionamento persiste até hoje.

Em dezembro de 1987, através da resolução 1.524, o Conselho Monetário Nacional permitiu que os intermediários financeiros se transformassem em bancos múltiplos, englobando atividades que até então eram feitas segmentadamente por instituições financeiras²⁴. Este fato provocou uma radical mudança no organograma das agências bancárias que eram baseados na especialização.

²² A Lei 6.404/76 foi modernizada pela Lei 11.638, de 28.12.2007. Uma de suas principais alterações foi a substituição da obrigatoriedade da apresentação da DOAR – Demonstração da Origem e Aplicação dos Recursos pela obrigatoriedade de aplicação do DFC – Demonstrativo do Fluxo de Caixa pelas empresas Sociedades Anônimas.

²³ Autorização governamental para funcionamento das instituições financeiras. Para maiores informações, ver Zavascki, (1989).

²⁴ Consideram-se Instituições Financeiras as Pessoas Jurídicas públicas e privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, a intermediação ou a aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valores de propriedade de terceiros. (Lei da Reforma Bancária – 4.595/64, art. 17)

No início dos anos 90, havia um elevado número de instituições financeiras atuando no Brasil. A atratividade do ganho fácil através do *floating*²⁵ em função do nosso processo de hiperinflação instalado naquele momento histórico, incentivava as instituições financeiras a operar no país. Uma das mais nefastas conseqüências desse momento era a chamada “ciranda financeira”.

Os bancos contavam com grande número de agências para captação de recursos, já que, quanto maior era a inflação do mês, mais os correntistas depositavam o seu dinheiro em fundos de investimentos para que a desvalorização diária não corroesse seu dinheiro. Os bancos lucravam com a aplicação desse dinheiro em forma de empréstimos, já que os juros recebidos eram maiores que aqueles pagos aos correntistas e seus investimentos. (PINHEIRO, 2007 p.45)

Com o processo de estabilização da economia provocada pelo chamado “Plano Real”, em 1994, houve uma brutal redução nos ganhos fáceis dos bancos em função do fim da “ciranda financeira” e, em conseqüência, os pressupostos válidos no passado – a abrangência, a quantidade de agências, dentre outros – foram rapidamente substituídos pela qualidade dos serviços e pela automação como forma de redução drástica dos custos do sistema. A parte visível do problema foi um brutal enxugamento no número de funcionários²⁶ e no número de agências dos bancos.

Outra conseqüência deste momento foi descortinar algumas instituições financeiras que estavam encobrendo suas dificuldades através da alta inflação existente. O problema foi de tal monta que as autoridades monetárias instituíram o Proer – Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional²⁷, e mais algumas medidas tomadas à época para reestruturar e fortalecer o Sistema Financeiro:

- Estabelecimento de incentivos fiscais para a incorporação de instituições financeiras;
- Aprovação do estatuto e regulamento do Fundo Garantidor de Créditos;
- Criação de dificuldades à constituição de novas instituições financeiras e incentivo para os processos de fusão, incorporação e transferência de controle acionário;

²⁵ Tempo de Permanência dos recursos a disposição dos Bancos.

²⁶ Como exemplo, em 1995 o Banco do Brasil possuía 125.000 funcionários. Em 2000 este número estava reduzido para 70.000 funcionários.

²⁷ Muito criticado à época, mas reconhecido hoje como o marco que proporcionou ao país as condições necessárias para um sistema financeiro forte e regulado, o que mantém nossas Instituições Financeiras sólidas no atual momento de crise do sistema financeiro internacional.

- Aumento do poder de intervenção do Bacen nas instituições financeiras e instituição da responsabilidade penal dos controladores, mesmo que esses não participassem diretamente da administração;
- Instituição da responsabilidade das empresas de auditoria contábil ou dos auditores contábeis independentes em casos de irregularidades nas instituições financeiras;
- Alteração da legislação que trata da abertura de dependências dos bancos no exterior e consolidação das demonstrações financeiras dos bancos do Brasil com suas participações no exterior.

Na metade da década de 90, o então Ministro da Fazenda, Pedro Malan, apresentou ao Presidente da República estudo sobre a participação de capital estrangeiro nos bancos brasileiros, limitada até então pela Constituição Federal de 1988²⁸. Defendia a necessidade de capitalização, atualização tecnológica e aumento de competitividade no sistema financeiro nacional. O controle destas entradas ficou a cargo do Banco Central do Brasil.

Uma das conseqüências dessas transformações foi a concentração bancária. Grandes conglomerados nacionais e estrangeiros induziram outros bancos a escolher seu caminho: ou investiam para seguir o mercado ou procuravam parcerias.

O Sistema Financeiro Nacional vem evoluindo, principalmente a partir de 1964, e tem como finalidade a regulação dos diversos intervenientes para a busca da alocação dos recursos do sistema à produção e desenvolvimento. O professor Assaf Neto assim se manifesta:

O desenvolvimento econômico do mundo moderno exige a formação de uma poupança (definida como a parcela da renda que não foi consumida) voltada a financiar os investimentos necessários em setores produtivos da economia. É diante desse processo de intermediação e distribuição de recursos no mercado que se destaca a importância social e econômica do Sistema Financeiro Nacional (SFH). (ASSAF NETO, 2007, p. 76)

A Figura 4 mostra o que o ambiente em que o SFN atua, isto é, quais são as inter-relações existentes entre os agentes econômicos e entre estes e o resto do mundo. Assim, o arcabouço de normas e regras deve dirigir-se a normatizar e

²⁸ A entrada ou aumento de participação estrangeira no Brasil no setor bancário só era possível em três casos: se fossem consideradas de interesse nacional, por reciprocidade a outro país ou em função de acordos internacionais.

permitir o funcionamento o mais perfeito possível das interações existentes entre os agentes econômicos e representadas na Figura 4.

A figura traz a equação padrão da conceituação econômica do PIB que, em suma, é o objetivo dos países. Isto é, um PIB robusto significa crescimento do país. Este crescimento pode traduzir desenvolvimento econômico e social de alto nível.

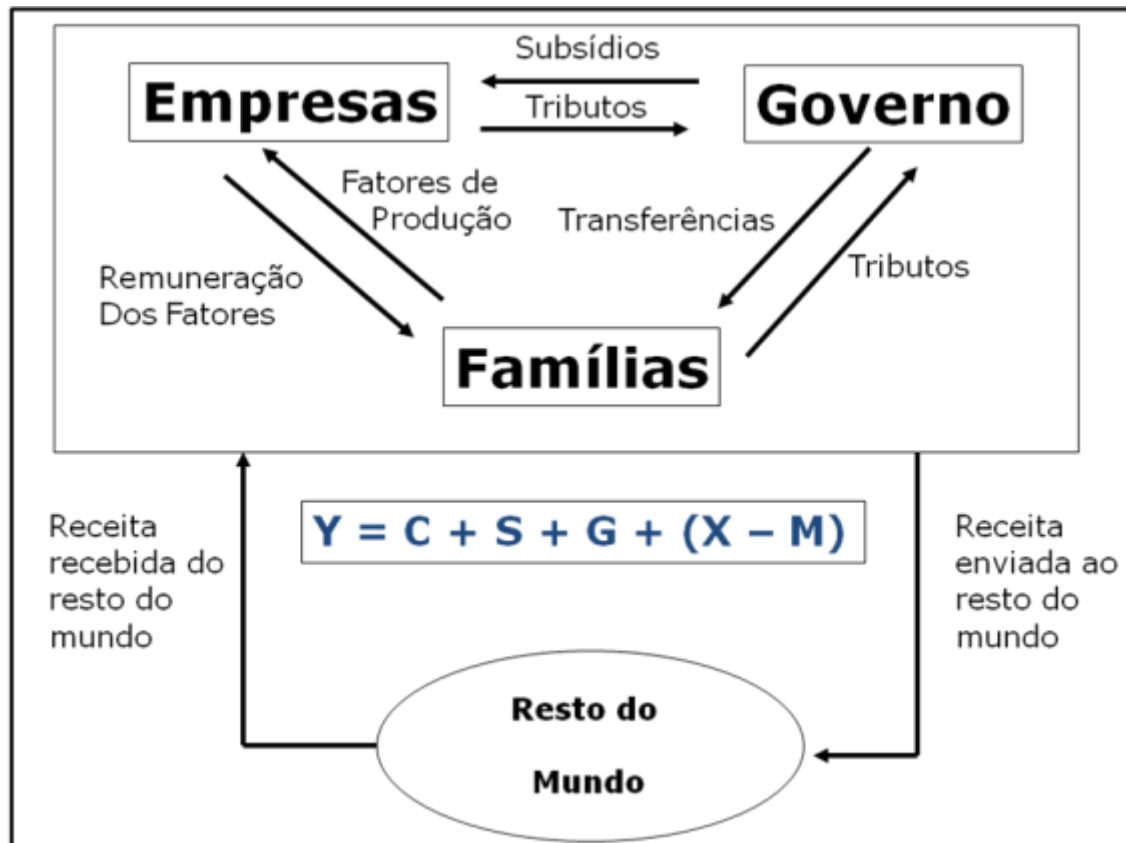


Figura 4 - Escopo de atuação do sistema financeiro
Fonte: Elaborada pelo autor

Abaixo, o significado das expressões existentes na equação:

- Y → Produto Interno Bruto – PIB;
- C → Consumo dos agentes econômicos;
- S → Poupança dos agentes econômicos, isto é, a parcela que não vai para o consumo;
- G → Gastos do governo;
- $(X - M)$ → Balança comercial, onde X representa as exportações e M as importações.

O quadro abaixo mostra a atual composição do nosso Sistema Financeiro. Seus órgãos normativos, entidades supervisoras e os operadores. Destaque para o Conselho Monetário Nacional, órgão responsável por expedir diretrizes gerais para o bom funcionamento do SFN. É atualmente composto pelo Ministro da Fazenda, Pelo Ministro do Planejamento e pelo Presidente do Banco Central do Brasil.

ORGÃOS NORMATIVOS	ENTIDADES SUPERVISORAS	OPERADORES			
Conselho Monetário Nacional - CMN	Banco Central do Brasil - Bacen	Instituições financeiras captadoras de depósitos à vista	Demais instituições financeiras / Bancos de Câmbio	Outros intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros	
Conselho Nacional de Seguros Privados - CNSP	Comissão de Valores Mobiliários - CVM	Bolsas de mercadorias e futuros	Bolsas de valores		
Conselho Nacional de Seguros Privados - CNSP	Superintendência de Seguros Privados - Susep	IRB-Brasil Resseguros	Sociedades seguradoras	Sociedades de capitalização	Entidades abertas de previdência complementar
Conselho de Gestão da Previdência Complementar - CGPC	Secretaria de Previdência Complementar - SPC	Entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)			

Figura 5 - COMPOSIÇÃO ATUAL DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Fonte: Site do Banco Central do Brasil, Disponível em: <http://:bcb.gov.br> Acessado em: 15 mar. 2009

A descrição pormenorizada e atualizada das funções dos integrantes do Sistema Financeiro Nacional pode ser encontrada em <http://www.bcb.gov.br>.

Um Sistema Financeiro forte, regulado e atuante é condição fundamental para uma intermediação financeira sadia e que busque a alocação dos recursos visando o desenvolvimento e o crescimento econômico dos agentes.

Na seção seguinte, serão abordadas algumas discussões sobre os padrões de financiamento ao desenvolvimento que incluem os bancos e o mercado de capitais. Esta controvérsia não diminui a importância da regulação para que o

sistema como um todo possa aportar recursos de forma sadia visando o desenvolvimento econômico de seus agentes.

3.1.2. Mercado de Capitais

Empresas em fase de crescimento necessitam de assistência creditícia para financiar seus projetos de expansão. Independente do retorno positivo do projeto, seu risco recomenda um balanceamento entre o financiamento do projeto com recursos externos e com recursos próprios. As fontes de financiamento das empresas são basicamente duas: os recursos próprios dos proprietários e os recursos de terceiros. Estes podem ser obtidos basicamente de duas formas: via instituições financeiras ou via mercado de capitais.

Enquanto a empresa não utiliza recursos de terceiros, ela tem dois “sócios”: os proprietários e o governo. Quando existe a utilização de recursos externos, a empresa passa a contar com mais um “sócio”: os credores.

Esta seção tenta discutir os dois caminhos para o financiamento às empresas: bancos e mercado de capitais e quais as dificuldades para uma atuação mais forte do nosso mercado de capitais no financiamento das nossas empresas.

3.1.2.1 Bancos *versus* Mercado de Capitais no Financiamento às Empresas

A influência do sistema financeiro sobre o desenvolvimento econômico vem sendo discutida desde o final do século XIX. Mesmo assim, essa relação permanece controversa. De um lado, Robinson (1952) assinala que o mercado de capitais acompanha o desenvolvimento econômico. Na mesma linha, Lucas (1988) aponta que os economistas superestimam o papel de fatores financeiros no crescimento econômico. Por outro lado, Hicks (1969) aponta que o sistema bancário tem papel fundamental por facilitar a mobilização do capital na geração de crescimento,

enquanto Arestis e Demetiades (1998) sugerem que o crescimento econômico incentiva o desenvolvimento financeiro.

Segundo Levine (1997), a relação do desenvolvimento do mercado de capitais com o crescimento econômico pode ser abordada de acordo com as seguintes normas:

- (i) Facilitar as operações de *“trading”* e de *“hedging”*, melhorando a diversificação de risco – no contexto do artigo seminal de Diamond e Dybvig (1983), pode-se extrapolar e argumentar que, ao facilitar a negociação e a alocação do risco, os mercados de capitais reduzem o risco de liquidez, havendo maior investimento em projetos de longo prazo mais rentáveis. Com isso, o crescimento econômico tende a ser maior;
- (ii) Alocar os recursos escassos de forma mais eficiente – Greenwood e Jovanovic (1990) desenvolvem um modelo em que a especialização na obtenção e interpretação de informações levam a uma melhor alocação de capitais, com implicações importantes para o crescimento econômico;
- (iii) Monitorar os administradores de empresas – um mercado de capitais desenvolvido permite que sejam desenhados instrumentos financeiros sofisticados, que induzam os dirigentes a otimizar a função objetivo dos acionistas. Isso tende a promover um maior crescimento econômico;
- (iv) Mobilizar a poupança – sem acesso a muitos investidores, alguns projetos assumem escala inferior ao ótimo, com resultados menos eficientes. Neste sentido, um mercado de capitais mais amplo tende a permitir a estruturação de operações capazes de captar um volume maior de recursos; e
- (v) Facilitar as trocas de bens e serviços – ao reduzir o custo de transação na mobilização dos insumos da produção e das tecnologias de produção disponíveis, o mercado de capitais promove maior especialização, maior inovação tecnológica e crescimento econômico.

Para o Brasil, segundo Teixeira:

O mercado de capitais brasileiro pode ser classificado tanto como desenvolvido, como subdesenvolvido, dependendo da forma de análise escolhida. Por um lado, o mercado brasileiro é extremamente sofisticado quando se coteja a questão de curto prazo e a sua operacionalização propriamente dita. Por exemplo, os depositantes são capazes de alocar seus recursos de maneira bastante rápida e segura, com um grau de liquidez superior à maioria dos outros países. Do mesmo modo, a capacidade operacional do sistema é bastante avançada, mesmo quando comparada com a de países classificados com grau de investimento. Por exemplo, os sistemas de acesso à informação por telefone ou computador permitem transações seguras e rápidas. Por outro lado, o mercado de capitais brasileiro é subdesenvolvido caso se avalie sua capacidade de transferir poupança para investimentos de longo prazo. É este aspecto que precisa avançar. (TEIXEIRA, 2004, p. 7)

“A experiência mostra uma forte correlação entre o crescimento econômico e o desenvolvimento do mercado de capitais”. (NOVAES, 2004, p. 3)

Assim, o desafio é como estimular o desenvolvimento de um sistema financeiro que favoreça o aparecimento de novas empresas, apóie o crescimento das empresas já existentes e promova o crescimento econômico como um todo.

A discussão sobre as vantagens e desvantagens em um sistema financeiro alicerçado em bancos e um sistema financeiro calcado em mercado de capitais, foi recorrente. O grande expoente do primeiro time é o Japão, da mesma forma que os EUA o são do segundo time.

Os defensores da idéia de mercado financeiro calcado em bancos enfatizam o papel dos bancos na captação de recursos junto ao público em geral, identificação de bons projetos, administração dos riscos e monitoramento dos gestores das empresas. Estes pontos seriam particularmente importantes em países não desenvolvidos com sistemas jurídicos e contabilidades deficientes. Ainda os defensores desta abordagem argumentam que mercados de capitais muito líquidos favorecem a retirada dos capitais no curto prazo, a custos baixos, o que dificulta o controle dos gestores das empresas e a formação de capital de longo prazo para os investimentos produtivos ao desenvolvimento.

Os defensores da visão de alicerce do sistema financeiro via mercado de capitais, contrapõem argumentando que os bancos extraem renda das empresas quando se apropriam de importantes informações estratégicas sobre elas. Este fato pode desestimular as empresas a realizar projetos rentáveis, pois uma parte desta renda iria para os bancos. Além disso, como credores, os bancos tendem a financiar projetos de baixo risco, o que desestimula a inovação e, por conseguinte, o crescimento. Além disso, existe a possibilidade dos banqueiros e a empresa unirem-

se para evitar a entrada de novos competidores no mercado da empresa, o que diminui a competitividade e, na mesma linha, o estímulo ao desenvolvimento.

Em uma terceira linha de estudos, mais recente, os chamados institucionalistas têm focado os aspectos legais. Defendem ser o marco legal fundamental para a eficiência do mercado financeiro e para que este promova o crescimento econômico. Para eles, a discussão entre a visão bancária e a de mercado de capitais é irrelevante. O fundamental é proteger os investidores externos (acionistas minoritários e credores) para que o mercado financeiro possa desenvolver-se, não importando a estrutura do sistema financeiro em si.²⁹ Outra abordagem, complementar a esta linha de pensamento enfatiza a capacidade do sistema financeiro de prover serviços, independentemente da separação entre bancos e instituições não bancárias.

Porém, estudos recentes mostram a irrelevância da divisão entre bancos e mercados de capitais nos sistemas financeiros. As maiores taxas de crescimento econômico estão associadas a marco legal adequado e nível de serviços financeiros que permitam acesso a financiamentos de longo prazo.³⁰

3.1.2.2 Barreiras ao Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro

Historicamente o mercado de capitais teve dificuldades para se desenvolver no Brasil. Recentemente, no entanto, algumas das barreiras começaram a ser removidas. Algumas destas vitórias deram-se no ambiente macroeconômico: o fim da alta inflação, a continuidade do ajuste fiscal nas contas públicas, a introdução de regimes de câmbio flutuante e metas de inflação. As privatizações e o aumento da integração à economia mundial também foram passos importantes.

Houve bastante progresso também na modernização da infra-estrutura institucional e operacional do mercado de capitais. Assim, em contraste com outros países em desenvolvimento que ainda engatinham na criação de mecanismos de custódia e liquidação, por exemplo, no Brasil toda a infra-estrutura operacional de suporte ao mercado de capitais é bem desenvolvida e razoavelmente consolidada, já

²⁹ Ver La Porta *et al.* (1998, 2003)

³⁰ Beck, Demirgüç-Kunt, Levine e Maksimovic (2001)

apontava Teixeira (2004). A Selic já está em operação há vários anos, a Cetip há quase tanto tempo, o SBP – Sistema Brasileiro de Pagamentos – já está implantado, existem instrumentos modernos de registro de devedores, dentre outros. Toda infraestrutura física já está implantada, em uso e com margem para uma significativa expansão dos negócios sem necessidade de novos e vultosos investimentos.

Outro grande avanço foi na reforma do aparato regulatório do mercado de capitais. Sobressaem nesta área as melhorias introduzidas pela nova Lei das S.A. – Lei 11.638, de 28.12.2007 –, o fortalecimento da CVM e o aprimoramento da autorregulação do setor, com destaque para as comandadas pela Bovespa e pela ANBID.³¹

O Novo Mercado criado pela Bovespa – regras para melhorar a governança corporativa nas empresas participantes³² – e os códigos de autorregulação da ANBID para as Instituições Participantes e para os profissionais que atuam no mercado financeiro e de capitais³³ são exemplos do que a autorregulação pode fazer pelo desenvolvimento do mercado. A supervisão bancária também evoluiu, o que vêm colaborando para a boa saúde das instituições financeiras, a qual, junto com o elevado capital humano do setor, é outra pré-condição importante para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Tabela 1 - IPOs de empresas nacionais no período de 2004 à 2007

Ano	Número Empresas	Valor R\$ milhões	Número Investidores (*)
2004	7	4,502.00	38,733
2005	9	4,777.19	45,490
2006	26	13,068.31	212,396
2007	64	28,992.69	1,150,139

(*) Número de investidores participantes do varejo (pessoas físicas + clubes de investimento)
 Fonte: Disponível em : <http://WWW.bovespa.com.br>, Acessado em: 15 mar. 2009.

³¹ Teixeira (2004) discute as reformas mais importantes relativas ao mercado de capitais realizadas nos últimos anos.

³² Para outras informações, acessar

<http://www.bovespa.com.br/Empresas/NovoMercadoNiveis/NovoMercado.asp>, Acessado em 15.03.2009.

³³ Para outras informações, acessar <http://www.anbid.com.br>. Acessado em 15.03.2009.

A Tabela 1 mostra a evolução do mercado de lançamento de ações – IPO³⁴ – nos últimos anos no Brasil e como esta modalidade de captação de recursos cresceu entre nós.

Abaixo, citamos algumas barreiras que ainda precisam ser vencidas. A abordagem vem de dois seminários realizados sobre o tema, provenientes de convênio realizado entre a ANBID e o IEPE/CdG que previa fomentar análises sobre medidas que possam melhorar o desempenho do mercado de capitais brasileiro e alavancar o desenvolvimento do país:

- A necessidade de avançar com o ajuste macroeconômico. A diminuição das incertezas em relação aos nossos marcos regulatórios, a expansão dos investimentos institucionais, a reforma da previdência, como exemplo são ações no campo da macroeconomia que podem melhorar o fluxo de recursos para o mercado de capitais;
- Tributação. A melhoria da qualidade da carga tributária e sua adequação a percentual do PIB mais consentâneo com a vinda de recursos para o mercado de capitais;
- Governança Corporativa. Muito embora o Novo Mercado da Bovespa seja um avanço nesse sentido, a melhoria constante da Governança das empresas com ações na Bolsa mostra-se necessária para a evolução deste mercado no Brasil;
- Investidores Institucionais. A criação de mecanismos que incentivem os investidores institucionais a direcionarem parte de suas reservas ao mercado de capitais como forma de auxiliar no desenvolvimento do país é um dos assuntos mais importantes para o crescimento deste mercado;
- Poupança Compulsória. Mecanismos de poupança compulsória existentes hoje, criados no passado como forma de proteção contra os desvios da macroeconomia, são considerados concorrentes diretos do mercado de capitais no sentido em que, através dos bancos públicos que captam os clientes para estas poupanças, clientes estes também potenciais aplicadores no mercado de capitais. A busca da desregulamentação política sobre estas poupanças compulsórias é o caminho para direcionar parte destes recursos ao mercado de renda variável de longo prazo;

³⁴ *Initial public offering* na sigla em inglês, que no Brasil significa Oferta Pública Inicial de ações.

- Horizonte de Previsibilidade. O longo prazo no Brasil não é previsível. Por outro lado, não se pode falar de desenvolvimento, principalmente no mercado de capitais, sem ser atrelado ao longo prazo. Assim, uma radical mudança no “conceito” de aplicação do nosso investidor, seja ele institucional ou não, para entender que o imediatismo não significa mais resultado ou mais desenvolvimento, faz-se necessária para consolidar nosso mercado de capitais, e
- Operacionalização. Como operacionalizar as reformas necessárias para se fortalecer o mercado de capitais? Que instrumentos utilizar, como introduzi-los, em que seqüência, em que ritmo?

3.1.2.3 Conclusões

A Anbid firmou convênio com o IEPE/CdG – Instituto de Estudos de Política Econômica, em 2004³⁵. Deste convênio surgiu a parceria ANBID / IEPE. Esta parceria, que teve como objetivo “(...) a realização de estudos e elaboração de propostas sobre reformas de mercado de capitais que permitam torná-lo um aliado no esforço de acelerar o crescimento auto-sustentado da economia brasileira”. O primeiro módulo desta parceria, em 2004/05, compreendeu a elaboração de dois textos: (i) Análise comparativa de países que fizeram reformas bem sucedidas no mercado de capitais; e (ii) Organização e consolidação dos debates sobre o mercado de capitais ocorridos recentemente no Brasil. Foram contratados, para elaboração dos textos, respectivamente, Ana Dolores Novaes e Nilson Teixeira, sob a coordenação de Armando Castelar Pinheiro. Tais textos, cujas minutas foram discutidas em workshop realizado em outubro de 2004, foram apresentados no Seminário sobre o Mercado de Capitais, dia 7 de dezembro de 2004. Os seminários citados apresentaram diversas indagações sobre o assunto, com o objetivo de nortear os trabalhos para a evolução do nosso mercado de capitais, abaixo apresentadas, compiladas por Armando Castelar Pinheiro (2004):

³⁵ Em <http://www.iepecdg.com>. Acessado em 15 mar. 2009.

- 1) É necessário definir quais os objetivos específicos a serem buscados e em que ordem. O importante é aumentar o volume de negócios ou melhorar a eficiência? Queremos alongar os prazos ou privilegiar o aumento da liquidez? Esperamos que esses desenvolvimentos se dêem com o fortalecimento dos investidores institucionais ou através de uma maior participação de investidores individuais? Qual deve ser a prioridade, o mercado de renda fixa ou variável?
- 2) As mudanças no mercado de capitais não devem ser pensadas fora do contexto mais amplo das reformas nas áreas macroeconômica e institucional. Neste sentido, é importante pensar nas interações conceituais, institucionais e políticas entre elas e avaliar qual o seqüenciamento ideal.
- 3) Dificilmente a reforma do mercado de capitais será feita de uma única tacada. Ela quase certamente será um processo gradual, multifacetado e que terá de enfrentar interesses contrariados, ou pelo menos uma forte inércia institucional. O caso da reforma tributária é paradigmático. Em que pese sua importância para o desenvolvimento do mercado de capitais, dificilmente poder-se-á esperar rapidez, completude ou mesmo ausência de reveses pontuais nessa área. Nesse sentido deve-se abandonar a idéia de que há “uma” ou “a” reforma, e em lugar disso se trabalhar com a perspectiva de que serão necessárias mudanças constantes e periódicas da legislação e das instituições tomando-se cuidado para que estas sejam sempre preanunciadas e respeitem os contratos preexistentes.
- 4) Dada a importância atribuída à desoneração tributária para o desenvolvimento do mercado, é preciso indicar que tributos devem ser prioritariamente cortados/alterados, e se isso será viabilizado reduzindo a carga tributária total ou redistribuindo para outras fontes a carga atual. Se houver corte de impostos, que gastos deveriam ser reduzidos? Se houver uma redistribuição de carga, para que setores essa deve ser redirecionada?
- 5) Há a necessidade de se repensarem os instrumentos financeiros utilizados pelo Banco Central, e o mercado em geral, muitos ainda sobreviventes do período de alta inflação.
- 6) É recomendável que haja uma agenda indicando o que se quer em cada uma das áreas discutidas acima: quais as metas, os prazos, as prioridades? Deve

ser uma agenda das grandes e das pequenas reformas, de que o setor financeiro também necessita. Esse “plano estratégico” ajudará os agentes do mercado a posicionar-se em relação a cada uma dessas muitas medidas, ao mesmo tempo em que lhe ajudará a concentrar esforços nas de maior impacto.

Estas indagações foram elaboradas em 2004. De lá até meados de 2008, muitas ações citadas foram tomadas e o incremento do mercado de capitais brasileiro foi bastante satisfatório. A Bovespa passou de 8.000 pontos em 2001 para perto de 70.000 pontos em meados de 2008. O volume financeiro diário superou os R\$ 6 bilhões. Houve acréscimo significativo de pequenos investidores ao mercado de renda variável.

Muitas empresas recorreram a este mercado para captação de recursos visando a elaboração de seus projetos de investimento e desenvolvimento. Os recursos existentes no mercado internacional estavam ficando mais tempo conosco. Muito embora nossas barreiras à saída destes fluxos de capitais sejam pequenas na visão de autores como João Sicsú, Fernando Ferrari Filho, Fernando Cardim de Carvalho e José Luíz Oreiro³⁶, permitido a entrada e saída de recursos externos sem pedágios, o país mostrou crescimento nos marcos regulatórios, o que promovia a permanência destes recursos. Tal fato foi devido a confiança que o país estava adquirindo, o que também ficou demonstrado com o alcance do chamado “grau de investimento” conferido pela Agência de Classificação de Riscos Standard & Poor’s em 30.04.2008.

Encerramos, porém, com os dizeres de Teixeira que já em 2004 profetizava:

O mercado de capitais brasileiro dificilmente apresentará um perfil de alocação de recursos no longo prazo enquanto a preferência da sociedade pela alocação de recursos no curto prazo permanecer muito forte. Por essa razão, entre outras, as medidas que garantem maior previsibilidade na economia brasileira tendem a dominar com folga todas as outras medidas. Por exemplo, a própria consolidação de políticas monetária e fiscal austeras, a adoção do regime de metas de inflação e a política de câmbio livre resultarão a menos de uma mudança brutal do cenário internacional, no aprimoramento das condições necessárias para o maior crescimento econômico sustentável.

Nesse sentido, entendemos que a formação de uma base sólida para alcançar um padrão sustentável de crescimento econômico mais elevado deve ser o principal objetivo daqueles que pretendem construir um mercado de capitais mais desenvolvido. (TEIXEIRA, 2004, p. 8-9)

³⁶ Ver Sicsú *et al* (2006).

3.2 Determinantes da Estrutura de Capital: Estudos Aplicados ao Brasil

Trazemos, nesta seção, trabalhos apresentados sobre estrutura de capital e trabalhos publicados no ENANPAD, a maioria a partir de 2002, sobre o tema.

3.2.1 Confronto da Teoria

Santana e Turolla (2002) confrontaram hipóteses sobre a composição da estrutura de capital do setor petroquímico a partir das abordagens de *tradeoff theory* e da *packing order theory*. O período abrangido foi de 1991 até 2000. Concluíram, prioritariamente, que não é possível aceitar a superioridade da estratégia de *pecking order* em relação à estratégia de *static tradeoff theory* no período analisado.

Medeiros e Daher (2004) estudaram exclusivamente a *pecking order theory* e testaram empiricamente se esta teoria forneceria explicações para estruturas de capital de empresas brasileiras. Assumiram como hipótese de que para a POT, pelo menos em sua forma forte, emissões de ações nunca ocorreriam. A conclusão, para o ano de 2001, foi de que a teoria testada era aplicável às empresas brasileiras em sua forma fraca, não o sendo na sua forma forte.

Moraes e Rhoden (2005) estudaram os determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras listadas na BOVESPA em 1999, 2000, 2001 e 2002. Foram estudados determinantes que envolveram variáveis relativas às teorias de custo de agência, *pecking order* e relação entre mercados competidores.

Os resultados mostraram que a concentração de mercado onde a empresa atua exerce influência positiva no seu endividamento, desde que utilizado o endividamento contábil. Apontou, ainda, para a consistência da teoria de *pecking order* com relação à variável lucratividade.

Nakamura, Martin e Kayo (2004) desenvolveram um modelo baseado nos fundamentos teóricos de avaliação de ativos e risco e retorno. Visavam determinar a estrutura de capital que maximizaria o valor da empresa. A idéia básica do estudo foi

determinar um nível de endividamento que não ultrapasse o valor dos ativos da empresa³⁷, para um dado nível de confiança.

“A Escolha da Estrutura de Capital sob Fraca Garantia Legal: o caso do Brasil” foi o tema do estudo de Brito e Lima em 2004. Buscaram verificar o impacto simultâneo do controle acionário, tangibilidade, crescimento, rentabilidade e risco para o período entre 1995 e 2001. Concluíram que as empresas privadas nacionais se endividam mais que as empresas públicas nacionais e que as empresas estrangeiras. Isto ocorre lastreado por dívidas de curto prazo.

Através de uma análise estatística, Famá e Melher (1999) procuraram verificar se a dimensão da participação de capitais de terceiros com relação ao patrimônio líquido teria influência sobre os resultados e sobre o valor das empresas estudadas. O estudo concluiu pela existência de forte relação entre a estrutura de capital e a rentabilidade das empresas. Outra conclusão do estudo mostra que as 50 maiores empresas com prejuízos na América Latina tiveram, em média aritmética simples, um quociente de endividamento 2,6 vezes aquele das 50 maiores empresas com lucro.

Zonenschain (2002) realizou estudos sobre os padrões de financiamentos das empresas instaladas no Brasil. Utilizou metodologia proposta pela International Finance Corporation de Sigh (1995) e Sigh e Hamid (1992) no período de 1989 a 1996. O autor encontrou algumas dificuldades no estudo, que relacionou como sendo a metodologia adotada, a forte sonegação do período, o impacto da inflação sobre os dados e a composição da amostra. Mesmo assim, os resultados permitiram concluir uma participação elevada do autofinanciamento como fonte de recurso para as empresas brasileiras e uma participação elevada do recurso a emissões como fonte de financiamento na média do período.

Finalizando, Rocha e Amaral (2007) analisaram a determinação da estrutura de capital através de modelo dinâmico de *Static Tradeoff Theory* com ajuste parcial proposto por Flanery e Rangan (2006). Avaliaram amostra de 72 empresas brasileiras de capital aberto entre os anos de 2000 e 2005. Concluem que embora existam inúmeras teorias para explicar a escolha da estrutura de capital das empresas, elas podem ser condensadas em quatro grandes abordagens: os

³⁷ Dado, segundo os autores, pelo valor presente dos fluxos de caixa operacionais.

modelos de *Static Tradeoff Theory*, a *Pecking Order Theory*, o momento de mercado e a inércia gerencial.

As conclusões também confirmam a existência de pontos consolidados como a lucratividade em favor da *Pecking Order Theory* e as oportunidades de investimentos em favor do modelo de *Static Tradeoff Theory*. Muito embora existam, na visão dos autores, evidências de que os modelos de *Static Tradeoff Theory* são os mais estruturados, teórica e empiricamente, dentre as quatro abordagens, na presente pesquisa esta superioridade não foi evidente.

Ainda como conclusão, e sempre amparados na pesquisa, as evidências do estudo não confirmaram a existência de uma estrutura ótima de capital, principalmente no longo prazo.

3.2.2 Determinantes da Estrutura de Capital: estudos aplicados ao caso brasileiro

O trabalho de Titman e Wessels (1988) sobre determinantes da estrutura de capital exerceu muita influência sobre os trabalhos empíricos realizados no Brasil. Iniciamos nossos destaques com o trabalho de Terra (2002), que tinha como objetivo levantar determinantes de estrutura de capital na América Latina e Estados Unidos. O estudo foi feito com os dados em painel e mostrou baixos níveis de significação estatística na similaridade entre determinantes e a *pecking order theory*.

Machado, Temoche e Machado (2004) investigaram os efeitos de diversos fatores sobre a estrutura de capital de médias e pequenas empresas da cidade de João Pessoa (PB), no ramo industrial. O principal resultado alcançado mostrou que os atributos tamanho, risco, composição dos ativos e liquidez apresentavam, conjuntamente, um importante indicativo da estrutura de capital das pequenas e médias empresas da amostra. Entretanto, as variáveis composição dos ativos e tamanho apresentaram sinais contrários aos previstos. As outras variáveis – crescimento e rentabilidade – puderam ser vistas como determinantes da estrutura de capital. A variável liquidez foi a mais importante no modelo de regressão estimado, apresentando o maior grau de predição da estrutura de capital das empresas analisadas.

Tendo como pano de fundo a intuição de que podem haver momentos favoráveis na conjuntura econômica para a tomada de decisões com relação a captação de recursos externos, Matsuo e Eid Júnior (2004) analisaram a influência de fatores macroeconômicos nas emissões primárias de ações e debêntures. Concluíram haver evidências de que tais decisões podem ser influenciadas por fatores conjunturais da macroeconomia e que a escassez de recursos no mercado doméstico mais o ambiente de incertezas políticas e econômicas parecem motivar os gestores a um comportamento oportunista do tipo *market timing*.³⁸

Procianoy e Antunes (2001) e Lucchesi e Famá (2005) analisaram a questão do impacto de anúncios de investimentos no valor de empresas. Empregaram a metodologia de estudo de eventos. No primeiro trabalho, os resultados indicaram haver relação entre a variação do ativo permanente e o valor da ação da empresa no mercado. O segundo trabalho concluiu que o mercado reage de maneira adequada com o que sugere o modelo tradicional de avaliação. Isto é, empresas que anunciaram aumento no seu nível de investimento, obtiveram reação positiva do mercado. Já as empresas que anunciaram redução no seu nível de investimento, tiveram reações negativas sobre suas ações.

Perobelli, Silveira, Barros e Rocha (2005) foram na mesma direção do estudo acima. Buscaram verificar, para empresas de capital brasileiro, quais seriam os fatores indutores do grau de endividamento. Deram destaque à qualidade da governança corporativa da empresa emissora de títulos como fator determinante da sua estrutura de capital. Concluíram que o grau de endividamento das empresas brasileiras em 2002 mostrou-se positivamente relacionado com a governança corporativa implementada por estas mesmas empresas. Como produto adicional da pesquisa, verificaram um relacionamento negativo destas empresas aos atributos singularidade, volatilidade, crescimento e rentabilidade.

Ainda em 2005, Junqueira, Bertucci e Bressan estudaram as relações existentes entre endividamento e volume de investimento. Além disso, estudaram o impacto de variáveis como rentabilidade, tamanho e risco operacional nas decisões de investimento. Nas empresas analisadas, concluíram existir relação positiva entre endividamento e volume de recursos disponibilizados para investimentos. Para as

³⁸ Com base em um procedimento desenvolvido por Treynor e Mazuy (1966), pode-se avaliar a qualidade do gestor quanto à sua capacidade de acertar os movimentos de curto prazo do mercado. Essa análise é conhecida como *market timing* (MT).

variáveis tamanho e risco operacional, não foram encontrados indícios estatisticamente significantes que explicassem o comportamento da variável investimento. Entretanto, a variável rentabilidade mostrou resultados que deram suporte à hipótese de que quanto maior a lucratividade da empresa, maior sua capacidade de investimento. Finalizaram concluindo que as empresas mais rentáveis e as que já utilizam recursos de terceiros tendem a realizar investimentos de forma mais intensa.

A inclusão da governança corporativa no estudo dos financiamentos de empresas brasileiras foi estudada por Cicogna, Vale e Toneto Júnior (2005). Buscavam verificar se uma maior transparência no relacionamento com o mercado, além da ampliação da divulgação das informações e dos compromissos com os agentes financeiros, contribuía para uma maior alavancagem de recursos para o alongamento de prazos do passivo oneroso.

Os resultados mostraram que empresas aderentes a níveis superiores de governança conseguem ampliar o acesso a recursos perante o sistema financeiro. Têm também reduzidas suas restrições ao crédito e obtém alongamento de prazos dos passivos. A verificação deu-se juntamente com o controle do tamanho das empresas e somente para recursos de longo prazo. Aos recursos com forte relacionamento ao nível de produção da empresa não foram encontradas relações com os níveis de governança corporativa estudados.

4 AS INFLUÊNCIAS NA MUDANÇA DO PADRÃO DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

Nesta seção, procuraremos trazer ao debate as idéias que norteiam este trabalho, buscando identificar se existem relações estatisticamente válidas que possam explicar as alterações nos padrões da busca de financiamentos feitos pelas empresas, no âmbito da macroeconomia.

Como já vimos muito se escreve sobre o assunto desde que Modigliani e Miller (1958 e 1963) publicaram seus estudos, considerados ainda hoje como um marco em finanças corporativas.

A busca da estrutura de capital ótima continua atraindo diversos pesquisadores que estudam o assunto, por diversos ângulos, visando obter modelos matemáticos aplicáveis aos grupos de empresas estudados e que as direcionem para o objetivo de otimizar sua estrutura de capital. Tais estudos, conforme já vimos neste trabalho, relacionam a estrutura de capital com diversos fatores internos da empresa como seu tamanho, sua rentabilidade, seus ativos, dentre outros.³⁹

Os vários estudos feitos mostram diversos resultados, dependendo da fonte de dados, aderentes à teoria ou contrários à mesma teoria, sempre com ressalvas que suportam os resultados alcançados. Porém, a quase totalidade dos trabalhos verificados e comentados neste estudo aborda variáveis internas da empresa, aí entendidas aquelas nas quais a empresa tem ingerência⁴⁰.

Para nosso estudo, utilizamos base de dados própria, de fonte única, não retirada de sites da internet nem de empresas que analisam dados públicos das Companhias Abertas, como a Economática, cujas análises são muito utilizadas em vários estudos. Nossa base contém empresas de capital fechado e aberto, todas nacionais, de médio e grande porte.

Nossa proposta visa testar um novo foco de análise. O ambiente externo às empresas, isto é, verificar se variáveis macroeconômicas influenciam o nível de capital de terceiros existente na empresa em um determinado momento. Ou seja, pretendemos verificar se existe significância estatística entre variáveis não

³⁹ Como exemplo, vide Titman e Wessels (1988)

⁴⁰ O trabalho de Matsuo e Eid Júnior (2004) difere da maioria pois aborda aspectos macroeconômicos que não são gerenciáveis pelas empresas.

dominadas pela empresa e sua estratégia de endividamento. Para tanto, utilizaremos o trabalho de Moreira e Puga (2000) que realizaram um amplo estudo sobre o assunto, utilizando empresas industriais. A idéia é verificar como se comportava a relação entre os três tipos de financiamento das empresas identificados por Moreira e Puga (2000) – autofinanciamento, dívida e ações – no ano de 2006.

Para o mesmo ano de 2006, ano da base dos dados da amostra, utilizaremos o estudo de Perobelli e Famá (2002) para analisarmos a influência dos determinantes sugeridos pelos autores na estrutura de capital das empresas da amostra.

Finalizaremos com a introdução de variável macroeconômica, isto é, variável que foge da ingerência das empresas procurando evidências estatísticas sobre a importância dessa variável nas decisões sobre a estrutura de capital das empresas, principalmente na agregação de valor para as mesmas.

4.1 Debate sobre o Financiamento da Indústria no Brasil

Maurício Mesquita Moreira e Fernando Pimentel Puga publicaram em Outubro de 2000 o artigo intitulado “Como a Indústria Financia o seu Crescimento: uma Análise do Brasil pós-Plano Real”. Baseado nos pressupostos de Modigliani e Miller sobre a irrelevância da estrutura de capital das empresas, em uma situação ideal de mercado, para o seu crescimento.

Apontam a experiência de diversos países e suas diferenças em termos de estrutura de financiamento das firmas desses países, normalmente associadas a desempenhos macroeconômicos igualmente divergentes. Quando comparados com os pressupostos de MM (1958), fica clara a impossibilidade de obtenção das condições nas quais os pressupostos destes foram feitos, notadamente nos países em desenvolvimento.

Mostram duas formas de financiamento no mundo, utilizando os EUA e o Japão como referência⁴¹, o primeiro com pouca importância dos bancos na estrutura

⁴¹ Assunto já abordado neste trabalho na seção 3.1.

de financiamento de suas empresas e o segundo tendo os bancos como o principal alavancador desta mesma estrutura de financiamentos.

Associam esta diferença, inclusive, ao desempenho econômico do país, com predominância do padrão japonês nas décadas de 70 e 80 e americano na década de 90, principalmente na sua segunda metade. Destacam a diferença entre os países latino-americanos que seguiram o padrão americano dos asiáticos que seguiram o padrão japonês, dando clara vantagem aos últimos em termos de crescimento nas três décadas citadas.

Trazem os estudos de vários analistas, como Krugman (1998), que atribuem à crise asiática ocorrida naquela época o padrão de financiamento dos países daquela parte do mundo. Outros, como Beck e Levine (2000) sugerem um balanceamento maior diminuindo a importância bancária ou de mercado de capitais na estrutura de capital das empresas e os substituindo por um sistema financeiro desenvolvido. O grau de desenvolvimento dos serviços financeiros de um país, segundo os autores, é que propiciaria as firmas o seu crescimento econômico.

Concluem, nesta etapa do seu trabalho, afirmando que a maioria dos trabalhos publicados sobre o assunto ainda “se concentra nos determinantes do padrão de financiamento, sendo poucos os que procuram relacionar essa questão ao desempenho macroeconômico dos países”. (MOREIRA; PUGA, 2000, p. 2)

Tem como objetivo do trabalho trazer a discussão para a indústria brasileira, estudando o financiamento das empresas constantes da amostra e relacionando-o às suas congêneres internacionais e as perspectivas de crescimento e desenvolvimento do país.

Trazem como amostra 4.312 firmas industriais extraídas da base de dados do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, tendo como anos base os de 1995, 1996 e 1997.

Montam a tabela, adiante reproduzida, que servirá de base para nossos estudos sobre o assunto.

Tabela 2 - Características das empresas brasileiras – 1995/97

Empresas	Número de Empresas	Intensidade do Capital (Ativo/Receita Líquida)	Indicadores de Performance (% a.a.)				Indicadores de Endividamento			Padrão de Financiamento (%)		
			Lucro/Ativo	Lucro/Patrimônio Líquido	Crescimento		Dívida/Patrimônio Líquido	Dívida de Longo Prazo/Patrimônio Líquido	Dívida de Longo Prazo/Dívida	Interno	Dívida	Ações
Nacionais												
Micro e Pequenas	1.888	0,75	5,81	8,60	10,67	21,58	1,38	0,29	0,16	63	20	17
Médias	1.376	0,85	4,82	6,65	7,47	18,36	1,38	0,39	0,23	48	29	23
Grandes	671	1,17	5,28	8,17	7,06	16,38	1,16	0,38	0,28	44	30	26
Total	3.935	0,85	5,38	7,80	8,94	19,57	1,35	0,34	0,21	54	25	21
Estrangeiras												
Micro e Pequenas	54	0,85	8,02	11,36	16,68	18,94	1,15	0,41	0,20	75	20	5
Médias	124	1,01	5,90	8,63	13,00	16,11	1,17	0,32	0,20	63	20	17
Grandes	199	1,02	7,22	10,59	9,82	17,12	1,00	0,30	0,25	60	23	17
Total	377	0,99	6,90	10,06	11,88	17,05	1,08	0,32	0,23	63	21	15
Todas												
Micro e Pequenas	1.942	0,75	5,88	8,76	10,84	21,51	1,38	0,29	0,16	63	20	17
Médias	1.500	0,86	4,91	6,81	7,94	18,17	1,37	0,38	0,23	50	28	23
Grandes	870	1,13	5,72	8,73	7,71	16,55	1,13	0,36	0,28	48	29	24
Total	4.312	0,87	5,51	8,08	9,20	19,35	1,32	0,34	0,21	55	25	20

Fonte: Moreira e Puga (2000, p. 19)

A Tabela 2, acima extraída do trabalho de Moreira e Puga (2000), apresenta a decomposição do padrão de financiamento das empresas, dividida nas três grandes fontes de capital: fonte interna, dívida e ações. Os autores utilizaram a metodologia de Sigh e Hamid (1992), na qual “o crescimento das firmas é medido pela variação do capital de longo prazo, obtido pela diferença entre o total do ativo e o passivo de curto prazo”. (MOREIRA; PUGA, 2000, p. 16). Decompõe-se esse crescimento em três partes: a primeira representa a parcela que é financiada com recursos da própria empresa, tendo como fonte os lucros retidos; as outras duas, correspondem às fontes de financiamento externas às empresas: emissão de dívida de longo prazo e ações. Trabalha-se com médias para o conjunto de empresas analisadas. Formalmente:

- Financiamento Interno =

$$\frac{\sum_{1995}^{1997} (\text{lucro líquido} - \text{dividendos pagos})}{\sum_{1995}^{1997} \Delta(\text{ativo total} - \text{passivo circulante})}$$

- Financiamento Externo através da Emissão de Dívida⁴² =

$$\frac{\sum_{1995}^{1997} \Delta(\textit{exigível a longo prazo})}{\sum_{1995}^{1997} \Delta(\textit{ativo total} - \textit{passivo circulante})}$$

- Financiamento Externo através de Emissão de Ações = 1 – (financiamento interno) – (financiamento via endividamento).

Os dados do estudo de Moreira e Puga e as definições acima⁴³ produziram a Tabela 1 daquele estudo. Nesta tabela – a tabela 2 deste estudo –, verificamos que, na época do estudo de Moreira e Puga (2000), as médias empresas industriais nacionais financiavam-se 48% com recursos próprios, 29% com emissão de dívidas e 23% com ações e as grandes empresas industriais nacionais tinham, proporcionalmente, 44%, 30% e 26% para seus financiamentos.

4.2 Padrões de Financiamento das Empresas Brasileiras

4.2.1. A amostra

Nossa amostra é composta por 817 empresas brasileiras de todos os segmentos. Foi extraída da base de dados do Banco do Brasil e tem como base o ano de 2006. O Banco do Brasil divide a análise de crédito de suas empresas em três grandes áreas:

- i. A agência, responsável pela análise das empresas de micro e pequeno porte e algumas poucas de médio porte;
- ii. Centrais regionais, responsáveis pela análise das empresas de médio porte e algumas poucas de grande porte, e

⁴² Para o estudo atual, foi utilizado o Endividamento Bancário de longo prazo diretamente. Este dado está disponível na base de dados utilizada.

⁴³ Os autores consideraram que o crescimento não foi financiado por recursos internos. Porém, no estudo existem empresas que podem ter alocação de recursos dos donos, o que causa resíduos.

- iii. Uma central nacional, responsável pela análise das empresas de grande porte e umas poucas de médio porte.

Como a amostra conseguida foi produzida fora das agências, as empresas constantes da amostra são de médio e grande porte⁴⁴. Foram, também, identificadas 221 empresas do segmento industrial, incluídas na base estudada sendo 65 de médio porte e 156 de grande porte. Alguns ajustes foram realizados na base para deixá-la o mais próximo possível da estudada por Moreira e Puga (2000) como forma de manter similaridade nos estudos. Assim, empresas que apresentaram um percentual de financiamento interno ou externo (dívidas e ações) fora do intervalo de -100% e 200% foram excluídas da análise. Com os ajustes, a base estudada contém 781 empresas.

A vantagem desta base é a semelhança com a base utilizada por Moreira e Puga (2000) em seus estudos, também proveniente de um banco fomentador do desenvolvimento.

4.2.2. Padrão de Financiamento das Empresas Brasileiras: Perspectiva comparada

Utilizando os dados obtidos na amostra, com foco para os dados das indústrias, reproduzimos na Tabela 3 adiante os cálculos feitos por Moreira e Puga (2000) para determinar os padrões de financiamento existentes na nossa amostra.

Tabela 3 – Características das empresas brasileiras - 2006

Empresas	Número de Empresas	Intensidade do capital Ativo/ Receita Líquida	Indicadores de Performance (% a.a.)		Indicadores de Endividamento			Padrão de Financiamento (%)		
			Lucro/ Ativo	Lucro/ Patrimônio Líquido	Dívida/ Patrimônio Líquido	Dívida de Longo Prazo/ Patrimônio Líquido	Dívida de Longo Prazo/ Dívida	Interno	Externo	Ações
Nacionais										
Médias	64	0.61	8.11	10.8	1.52	0.32	0.18	16	20	65
Grandes	156	0.70	8.36	24.23	3.27	0.68	0.19	17	21	62
Totais	220	0.67	8.29	20.32	2.76	0.58	0.19	17	21	63

Fonte: elaborada pelo autor

⁴⁴ O porte da empresa está baseado na classificação de porte utilizada pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, que foi a utilizada no estudo de Moreira e Puga (2000). Para nosso estudo, médias empresas são aquelas que tem Receita Operacional Bruta anual ou anualizada de até R\$ 60 milhões e grandes empresas são aquelas que tem Receita Operacional Bruta anual ou anualizada acima de R\$ 60 milhões. Para maiores informações, acesse <http://www.bndes.gov.br/clientes/porte/porte.asp>. (acesso em 28.02.2009).

Podemos observar, nas tabelas 2 e 3, a diferença existente entre os padrões de financiamento. Se na tabela 2, a predominância era por financiamentos internos, a tabela 3 apresenta a predominância para o financiamento através de ações. Este resultado enseja discussões sobre o que ocorreu para tamanha mudança.

Utilizamos os dados das Tabelas 2 e 3 para calcular a variação no padrão de financiamento das empresas do triênio 1995/1997 até 2006, sempre em consonância com a metodologia utilizada por Moreira e Puga (2000).

O resultado é apresentado nos Anexos 1 e 2.

É importante que se tenha em mente que o trabalho de Moreira e Puga (2000) foi construído tendo em vista a **variação** das variáveis que produziram os resultados dos tipos de financiamento: financiamento interno, financiamento externo através de emissão de dívida e financiamento externo através de emissão de ações. Ou seja, os autores trabalharam com variáveis de fluxo, utilizando somente a diferença existente de um ano para outro entre 1995 e 1997.

No nosso caso, não possuímos uma base de dados que nos permitisse trabalhar com essas variáveis de fluxo – temos dados somente do ano de 2006. Assim, nossas análises levaram em conta não as variações ocorridas nas variáveis, mas seu valor integral existente em 2006, isto é, trabalhamos com o valor absoluto da variável, o que resulta em um histórico de tudo que foi feito pela variável e não somente as mudanças de um período para outro. Esta diferença na utilização das variáveis será observada quando da análise dos resultados, o que ocorre na próxima seção.

Também cabe reavivar o fato de que, para os financiamentos por ações, Moreira e Puga (2000) utilizaram o conceito de sobra, isto é, se não é autofinanciamento nem financiamento externo então é financiamento por ações. Esta simplificação pode provocar distorções nas interpretações e merece ser observada com muito cuidado.

4.2.3. Resultados

Tabela 4 - Padrão de Financiamento de empresas nacionais (%)

ESTUDOS	Médias			Grandes		
	Interno	Externo	Ações	Interno	Externo	Ações
Estudo de Moreira e Puga (2000)	48	29	23	44	30	26
Nosso Estudo	16	20	65	17	21	62
Evolução/ Involução	-67%	-31%	183%	-61%	-30%	138%

Fonte: Dados coletados pelo autor.

Conforme já comentado anteriormente e demonstrado na Tabela 4, existe uma variação⁴⁵ no padrão de financiamento das empresas industriais analisadas por Moreira e Puga (2000) no triênio 1995/1997 e as empresas industriais analisadas neste estudo (2006). As médias empresas nacionais, em 2006, utilizam apenas 16% de financiamento interno contra 48% utilizado no triênio 1995/1997. Uma diminuição média de 67% neste padrão de financiamento. Já para o financiamento via dívida, ou externo, os percentuais são 20% em 2006 contra 29% no triênio 1995/1997. Uma diminuição média de 31%. Com relação ao financiamento por ações, enquanto no triênio 1995/1997 as médias empresas nacionais tinham apenas 23% do seu financiamento total feito através desse mecanismo, em 2006 este percentual elevou-se para 65%. Um aumento médio de 183%.

Nas grandes empresas nacionais também ocorreu uma migração para financiamento por ações. Em 2006 este mecanismo representou 62% do total de financiamento obtido por este grupo de empresas nacionais. Já no triênio 1995/1997, esta modalidade de financiamento representou 26% do financiamento total. Um crescimento médio de 138%. Para a parcela composta por dívidas, ou financiamento externo, em 2006 as grandes empresas obtiveram 21% dos seus financiamentos com este mecanismo contra 30% no triênio 1995/1997. Uma diminuição média de 30%. Finalizando para os financiamentos internos, as grandes empresas nacionais obtiveram em 2006 17% do total nesta modalidade contra 44% no triênio 1995/1997. Uma diminuição média de 61%.

⁴⁵ Lembrar das ressalvas discutidas no item anterior.

A conclusão deste tópico é a existência de uma mudança no padrão de financiamento das empresas brasileiras industriais de porte médio e grande. Enquanto no triênio 1995/1997 nossas empresas priorizavam o autofinanciamento, em 2006 a preferência foi por financiamentos através de ações.

4.3 Padrão de Financiamento das Empresas Brasileiras: Abordagem Econométrica

Esta seção que tem como objetivo investigar as causas da alteração do padrão de financiamento das empresas brasileiras, com foco para as empresas industriais, será apresentada em três partes.

A primeira mostrará a pesquisa feita, o método utilizado e o resultado econométrico encontrado.

A segunda procurará investigar se causas internas produziram influência estatisticamente válida que possam explicar a mudança do padrão de financiamento acontecido. Para isso, serão utilizados os estudos feitos por Titman e Wessels (1988) e por Perobelli e Famá (2002) sobre os Determinantes da Estrutura de Capital para a determinação de variáveis internas as empresas.

A terceira procurará identificar variáveis externas, macroeconômicas, que sejam estatisticamente relevantes e que independam da vontade das empresas para se manifestarem. Tal verificação tem a pretensão de identificar se variáveis macroeconômicas são importantes nas decisões de investimento das empresas.

4.3.1. Caracterização da pesquisa

Diante de todo o contexto aqui apresentado, faz-se necessário investigar se, de fato, existe influência de variáveis internas e externas no padrão de financiamentos das empresas brasileiras, em especial as industriais. Tal abordagem torna-se relevante para mostrar, ou não, que estas variáveis realmente influenciaram

a mudança no padrão de comportamento dos tipos de financiamento estudados por Moreira e Puga (2000) e pelo nosso estudo.

Já vimos neste trabalho que os estudos sobre a forma como as empresas se financiam tomaram outros rumos após a publicação dos trabalhos de Modigliani e Miller (1958 e 1963). A mística da existência de uma estrutura de capital ótima produz, a cada ano, variados estudos sobre quais seriam os fatores determinantes, que levariam a empresa a maximizar seu valor de mercado, através de um bem sucedido estudo de sua estrutura de capital.

Conforme Brealey, Myers e Marcus (2003):

O artigo de Modigliani e Miller sobre a estrutura de capital enfatizava que o valor de uma empresa depende de variáveis reais – os bens que ela produz, os preços que ela cobra e os custos em que ela incorre. As decisões de financiamento pouco afetam a maneira como os fluxos de caixa são empacotados para distribuição aos investidores. O que vai no pacote é mais importante do que o pacote em si. Realmente não importa quanto sua empresa toma emprestado? Vimos várias razões por que isso *pode* importar. Impostos é uma possibilidade. A dívida fornece uma despesa corporativa dedutível de impostos, e essa despesa mais do que compensa qualquer imposto pessoal extra que o investidor tenha de pagar sobre os juros da dívida. Talvez os gerentes estejam preocupados com os custos potenciais de falência. Talvez as diferenças na estrutura de capital reflitam as diferenças na importância relativa das oportunidades de crescimento. Até agora, nenhuma dessas possibilidades tem provado ser relevante ou merecedora de exclusão. O resultado final desse assunto é que ainda não temos uma teoria aceitável e coerente da estrutura de capital. E não é por falta de argumento sobre o assunto. (BREALEY; MYERS; MARCUS, 2003, p. 755).

Ou seja, muito embora muito já se tenha estudado sobre o assunto, ainda não se têm uma teoria consistente sobre a importância da estrutura de capital na valoração da empresa.

Já vimos que os estudos dos ambientes microeconômicos, notadamente após o trabalho de Titman e Wessels (1988) sobre os determinantes das escolhas da estrutura de capital das empresas encontram ora relações positivas, ora relações negativas, ora significância estatística para o atributo, ora não, ora significância estatística em um determinado país e em outro não, ou seja, deve existir “algo mais” que influi nas escolhas de financiamentos feitos pelas empresas⁴⁶.

Nossa pesquisa visa exatamente determinar, dentro dos limites adiante descritos, se este “algo mais” que deve existir e que influencia na escolha do endividamento das empresas está relacionado com as variáveis estudadas. Isto é,

⁴⁶ Para mais informações, ver Titman e Wessels (1988), Jorge e Armada (1999), Perobelli e Famá (2002) e Perobelli e Famá (2003).

se as mudanças nos ambientes interno e externo, principalmente aquelas para as quais a empresa não tem qualquer influência, interferem nas decisões sobre os financiamentos das empresas.

Nossa pesquisa é considerada empírica. Gil (1996) caracteriza esta metodologia a partir do momento que se buscam instrumentos capazes de identificar e analisar quais fatores são determinantes do endividamento das empresas. Acrescemos, ainda, que a nossa pesquisa também é documental e bibliográfica, pois suportada por publicações – livros, artigos, teses, dissertações, dentre outros – que servem de base para as respostas encontradas.

Nesse sentido, pretende-se alcançar o objetivo principal do trabalho que é verificar a existência, ou a não existência, de influência estatisticamente significativa de variáveis internas e externas à empresa, na mudança no padrão de financiamento das empresas brasileiras, atentando para as ressalvas mencionadas. Outros apontamentos da pesquisa; como p.ex. a metodologia e a adoção de modelos; serão tratadas em seguida, os quais, dado sua importância estarão em subseções exclusivas.

4.3.1.1 O Método

Conforme Almeida (2009), a utilização de formas específicas para as investigações nos trabalhos científicos exige a adoção de métodos de pesquisa. Por outro lado, estas formas de investigação influenciam os objetivos levando em conta as aptidões do investigador. O método principal, base da pesquisa, não exclui a utilização de outros auxiliares que o ajudam na determinação dos resultados.

Nosso estudo inicia com a descrição do assunto que abordamos, utilizando como suporte o que se escreve sobre o tema. Os dois primeiros capítulos visam contextualizar o trabalho trazendo o como e em que níveis estão sendo tratados os debates em torno do assunto. Podemos atribuir a esta fase a caracterização de método sintético. Neste caso, o investigador procura contextualizar um conjunto de informações com base em um determinado fenômeno utilizando os trabalhos e pesquisas preexistentes.

No terceiro capítulo, introduzimos o estudo das variáveis, ou seja, o método passa a ser analítico. Em resumo, este procedimento de investigação busca estudar os fenômenos através da análise de seus componentes, objetivando identificar as causas primárias do fenômeno. Ou seja, através da observação de pontos específicos do objeto do estudo, procura-se compreender as principais causas e efeitos do fenômeno. Dessa forma buscou-se identificar se existem determinantes que tenham influência na estrutura de capital das empresas estudadas e, principalmente, na forma como elas se financiam.

Nesta fase da investigação, o procedimento matemático sobressai-se através da utilização de modelos. Os modelos econômico-matemáticos e estatísticos são geralmente constituídos por um conjunto de equações que visam descrever a estrutura do modelo. Estas equações servem para auxiliar-nos a encontrar uma relação entre as variáveis. Os economistas utilizam este método como um excelente instrumento de auxílio na investigação de fenômenos econômicos.

Nosso estudo utilizou o *software* estatístico *Eviews* para conseguir um conjunto de conclusões a respeito da importância dos determinantes na estrutura de capital das empresas, com enfoque para os tipos de financiamento estudados: financiamento interno, dívida e ações.

Chiang (1982) define que, a utilização de uma equação para tentar determinar como uma variável se comporta em relação a outras, chama-se equação de comportamento. É esse tipo de equação que nosso trabalho utiliza para elaboração de seus modelos e inferir conclusões sobre o tema em questão.

4.3.1.2. Modelo Econométrico

Os modelos propostos nesta pesquisa procuram examinar o comportamento das formas de financiamento utilizadas como parâmetros – financiamento interno, dívida, ações – e aderentes ao estudo de Moreira e Puga (2000) com relação aos determinantes da estrutura de capital estudados por Titman e Wessels (1988) e por Perobelli e Famá (2002). Foram consideradas como variáveis dependentes as variáveis **INTERNO**, **DIVIDA** e **ACOES** que são as formas de financiamento da

estrutura de capital das empresas estudadas por Moreira e Puga (2000) e utilizadas neste estudo. Estas formas de financiamento foram confrontadas com as variáveis independentes que são os determinantes da estrutura de capital conforme estudo de Perobelli e Famá (2002). Nem todos os determinantes utilizados nos estudos de Titman e Wessels (1988) e Perobelli e Famá (2002) puderam ser utilizados em função da base de dados da pesquisa.

A busca da estrutura de capital ótima para a maximização do valor das empresas ganhou novos impulsos com os trabalhos de Duran (1952) e Modigliani e Miller (1958 e 1963). Após estes trabalhos, os estudos sobre o assunto evoluíram rapidamente e a busca pela tal estrutura ótima de capital se intensificou. Da irrelevância nas formas de financiamento para o valor da empresa atestada por MM em 1958, passando por Miller (1977) com o reconhecimento de que inclusive os tributos pessoais afetam o valor da empresa até hoje, muitos estudos foram realizados sobre o assunto.

As correções ao modelo original de Modigliani e Miller (1958 e 1963) feitas posteriormente motivaram várias teorias que especulavam sobre os possíveis fatores indutores da estrutura de capital das empresas. A estrutura de capital das empresas seria igual na busca do aumento do seu valor ou cada empresa procuraria sua própria estrutura de capital de acordo com determinados atributos?

O trabalho de Titman e Wessels (1988) intitulado *The Determinants of Capital Structure Choice* teve como objetivos levantar possíveis respostas a essa questão. Foi um trabalho de certa forma pioneiro na identificação de teorias que sugerem a existência de atributos próprios que as empresas utilizariam para selecionar sua própria estrutura de capital, ou grau de endividamento, atributos estes diretamente associados aos custos/benefícios das decisões de financiamento.

A dificuldade para a comprovação de tais teorias, no entanto, seria maximizada pelo fato de serem tais atributos expressos em termos de conceitos abstratos e não diretamente observáveis, segundo Perobelli e Famá (2002).

É importante esclarecer que vários outros trabalhos abordaram essa mesma questão de forma semelhante ou adicionando outras proposições àquelas desenvolvidas por Titman e Wessels (1988). Como exemplo citamos Perobelli e Famá (2002), Perobelli e Famá (2003) e Jorge e Armada (1999).

As variáveis que utilizamos baseiam-se no estudo de Perobelli e Famá (2002), intitulado Fatores Determinantes da Estrutura de Capital: aplicação a empresas de capital aberto no Brasil, que se fundamentou nos estudos feitos por Titman e Wessels (1988) para identificar atributos/fatores determinantes da estrutura de capital de uma empresa. Segundo Perobelli e Famá (2002):

(...) De maneira geral, o método convencional utilizado no teste de tais teorias consistia em estimar regressões, tendo como variável dependente o nível de endividamento e como variáveis independentes os vários atributos teóricos, utilizando *proxies* para os atributos teóricos não-observáveis. (PEROBELLI; FAMA, 2002 p. 4)

Assim, foram selecionados como fatores/atributos determinantes:

- 1) A estrutura dos ativos da empresa (colaterais⁴⁷);
- 2) O usufruto de outros benefícios fiscais que não os gerados pelo endividamento;
- 3) A expectativa de crescimento da empresa;
- 4) A singularidade da empresa;
- 5) A classificação da empresa na indústria;
- 6) O tamanho da empresa;
- 7) A volatilidade de seus resultados operacionais e,
- 8) Sua lucratividade.

A Tabela 5 apresenta as *proxies* utilizadas no estudo de Perobelli e Famá (2002), baseadas no estudo de Titman e Wessels (1988), com as variáveis a serem utilizadas para a construção dos atributos.

⁴⁷ Colaterais são garantias que podem ser apresentadas em financiamentos.

Tabela 5 - Determinantes Wessel e Titman e Perobelli e Fama

Atributo	Variável Testada (proxy) Modelo de Titman e Wessels	Atributo	Variável testada (Proxy) Modelo para o Brasil - Perobelli e Famá (2002) e Perobelli e Famá (2003)
1. Estrutura dos Ativos (colaterais)	1. Ativos Intangíveis/ativo total (INT/TA) 2. (estoques + equipamentos)/ativo total (IGP/TA)	1. Estrutura dos Ativos (colaterais)	1. (estoque + imobilizado)/ ativo total (IGP/TA)
2. Outros benefícios fiscais que não os gerados pelo endividamento	1. subsídios/ativo total (ITC/TA) 2. depreciação/ativo total (D/TA) 3. deduções advindas de compra de equipamentos/ativo total (NDT/TA)		2. depreciação/ativo total (D/TA)
3. Expectativa de crescimento	1. gastos de capital/ativo total (CE/TA) 2. crescimento do ativo total (GTA) 3. P&D/vendas (RD/S)	2. Crescimento dos ativos	1. (aumento do investimento permanente + compra de ativo fixo)/ativo total (CE/TA) 2. variação média do ativo total (GTA)
4. Singularidade	1. P&D/vendas (RD/S) 2. despesas de propaganda/vendas (SE/S) Dummy igual a 1 para empresas de bens de capital e igual a zero para as demais (IDUM)	3. Singularidade	1. despesas de venda/receita líquida (SE/S)
5. Classificação na indústria		Classificação na indústria	Não testado
6. Tamanho	1. logaritmo das vendas (LnS) 2. turnover (QR)	4. Tamanho	1. logaritmo da receita líquida média (LnS) 2. logaritmo do patrimônio líquido médio (LnBVE) 3. logaritmo do ativo total médio (LnTA)
7. Volatilidade	Desvio padrão das variações do resultado operacional (SIGOI)	5. Volatilidade	Desvio-padrão das variações do resultado operacional próprio (DIGOI)
8. Lucratividade	1. resultado operacional/vendas (OI/S) 2. resultado operacional/ativo total (OI/TA)	6. Margem	1. resultado operacional próprio/receita líquida (OI/S)
		7. Lucratividade	1. resultado operacional próprio/ativo total (OI/TA)

Fonte: Perobelli e Famá (2002)

As variáveis dependentes utilizadas nesse estudo foram a estrutura de Ativos (colateral) denominada – **COL**; outros benefícios fiscais que não os gerados pelo endividamento – **FIS**; o tamanho da empresa – **TAM**; a margem de ganho sobre a receita operacional líquida – **MAR** e a lucratividade – **REN**.

A Tabela 6 mostra quais as *proxies* que utilizamos, tendo em vista a amostra existente, todas retiradas das demonstrações financeiras das empresas da amostra. Destaque para a *Proxy* utilizada para o atributo Tamanho (**TAM**) que visa aproximar a grandeza da variável as grandezas das demais variáveis, procurando evitar distorções maiores quando do cálculo dos Betas.

As *proxies* para Margem e Lucratividade estão aderentes a literatura sobre o assunto existente no Brasil.⁴⁸

Tabela 6 - Determinantes – *proxies* do estudo

Atributo	Variável testada (Proxy) nosso modelo
1. Estrutura de ativos (colaterais)	(estoque + imobilizado)/ativo total (E+IM)/AT
2. Outros benefícios fiscais que não os gerados pelo endividamento	depreciação/ativo total D/AT
Expectativa de crescimento	Não utilizada no nosso estudo pois nossos dados são de um único ano
Singularidade	Não utilizada no nosso estudo
Classificação na indústria	Não utilizada no nosso estudo pois não é possível identificar as empresas nos dados utilizados
3. Tamanho	Utilizada a classificação do BNDES ⁴⁹ LnROB
4. Margem	lucro líquido/receita operacional líquida LL/ROL
5. Lucratividade	lucro líquido/patrimônio líquido LL/PL

Fonte: elaborada pelo autor

Em nosso estudo não pudemos utilizar todas as *proxies* utilizadas nos estudos de Perobelli e Famá (2002). O atributo Expectativa de Crescimento não foi utilizado pois não conseguimos identificar variação nos nossos dados (são dados de um único ano), o que desestimula a obtenção de *proxy* confiável para este atributo. Já para Singularidade e Classificação na Indústria, o motivo foi a inexistência de abertura

⁴⁸ Sobre o assunto, ver Hoji, Masakazu (2004).

⁴⁹ **Médias Empresas:** receita operacional bruta anual ou anualizada superior a R\$ 10.500 mil (dez milhões e quinhentos mil reais) e inferior ou igual a R\$ 60 milhões (sessenta milhões de reais). **Grandes Empresas:** receita operacional bruta anual ou anualizada superior a R\$ 60 milhões (sessenta milhões de reais).

dos nossos dados para estes itens, ou seja, não conseguimos identificar que tipo de empresas temos nos dados.

Algumas teorias, que passamos a comentar, indicam qual deve ser o comportamento destas variáveis em relação ao endividamento das empresas:

- O atributo **COL** indica propensão ao endividamento, pois um maior conjunto de ativos tangíveis (maior capacidade de garantias ou colaterais) tende a diminuir os encargos dos financiamentos. Com menores taxas, deve haver uma atratividade ao financiamento. Da mesma forma, se os ativos tangíveis forem pequenos ou os intangíveis grandes, deve haver uma menor propensão aos financiamentos. Isto é, sem condições plenas de oferta de colaterais, as taxas de juros sobem.
- Já o atributo **FIS** indica menos propensão ao endividamento, ou financiamento. Benefícios fiscais advindos da depreciação ou outros podem indicar menos espaço para benefícios fiscais com o pagamento dos juros. Dessa forma, se o espaço para os benefícios fiscais com o pagamento dos juros é pequeno, a busca por recursos externos tende a ser pequena. Neste caso, o financiamento tende a ser interno.
- A literatura associa o fator **TAM** ao endividamento de curto prazo, não investigado no nosso estudo. Porém, o tamanho da empresa é quesito importante na facilitação de linhas de financiamento de longo prazo, seja pelo endividamento, seja pela emissão de ações. Logo, empresas grandes tendem a se endividarem mais.
- A margem ou **MAR** tem relação direta com o endividamento. Quanto maior, menores as taxas de juros e maior sua probabilidade de endividamento. Assim, quando estudado, este fator indica facilidade de financiamentos diretamente proporcional ao seu crescimento.
- Por último, o atributo **REN** indica financiamento na ordem: lucros retidos; endividamento; emissões. Logo, a alta rentabilidade das empresas deve indicar baixa necessidade de financiamentos externos.

4.3.1.2.1. Primeiro Estudo

Nosso primeiro estudo foi feito com todas as variáveis e todas as empresas. As equações (1) (2) e (3) abaixo mostram este estudo para os três tipos de financiamento estudados:

$$INTERNO = \beta_0 + \beta_1 COL + \beta_2 FIS + \beta_3 TAM + \beta_4 MAR + \beta_5 REN + \mu \quad (1)$$

$$DIVIDA = \beta_0 + \beta_1 COL + \beta_2 FIS + \beta_3 TAM + \beta_4 MAR + \beta_5 REN + \mu \quad (2)$$

$$ACOES = \beta_0 + \beta_1 COL + \beta_2 FIS + \beta_3 TAM + \beta_4 MAR + \beta_5 REN + \mu \quad (3)$$

Ainda utilizando todos os determinantes, acrescentamos uma variável *dummy* relativa ao setor da economia estudado: indústria e demais setores. Para as empresas industriais, atribuímos o número **1** e para as empresas dos demais setores, **0**. Tal variável teve a pretensão de aproximar o estudo daquele feito por Moreira e Puga (2000) que trabalharam somente com empresas industriais e verificar se a influência dos atributos estudados acontece da mesma maneira no setor industrial e nos demais setores da economia.

4.3.1.2.2 Segundo Estudo

Continuando com o estudo, que está sendo feito com dados em corte – *cross-section* – selecionamos somente as empresas industriais da amostra para os próximos estudos, mantendo ainda mais a aderência ao trabalho de Moreira e Puga (2000). Após os ajustes já comentados, trabalhamos com 211 empresas. Os modelos resultantes são os mesmos do estudo inicial com todas as empresas, conforme abaixo demonstrado:

$$INTERNO_{IND} = \beta_0 + \beta_1 COL + \beta_2 FIS + \beta_3 TAM + \beta_4 MAR + \beta_5 REN + \mu \quad (4)$$

$$DIVIDA_{IND} = \beta_0 + \beta_1 COL + \beta_2 FIS + \beta_3 TAM + \beta_4 MAR + \beta_5 REN + \mu \quad (5)$$

$$ACOES_{IND} = \beta_0 + \beta_1 COL + \beta_2 FIS + \beta_3 TAM + \beta_4 MAR + \beta_5 REN + \mu \quad (6)$$

Dando continuidade ao estudo, incluímos uma variável *dummy* de porte – grandes e médias empresas industriais – que tem por finalidade analisar a importância do porte da empresa na obtenção dos seus financiamentos, dentro do escopo do nosso estudo. Para as grandes empresas industriais foi atribuído o número **1** e para as médias empresas industriais, o número **0**.

4.3.1.2.3. Terceiro Estudo

O terceiro estudo tenta verificar a influência de variáveis externas às empresas na sua estrutura de capital, isto é, se atributos que não são controláveis pela empresa podem influenciar, estatisticamente, nas decisões de estrutura de capital das empresas.

De fato, este trabalho teve como objetivo inicial esta verificação. Entretanto, como a base de dados disponível dificultava a pesquisa, pois não pudemos trabalhar com variação, e sim com variáveis “cheias”, foi necessário agregar ao estudo a busca pelo comportamento da amostra na estratégia da estruturação do seu capital, ou seja, se as empresas da amostra seguiam os padrões existentes e já estudados para as decisões de sua estrutura de capital.

A inclusão de uma variável externa e fora do comando da empresa foi possível em função de algumas características existentes no nosso mercado de financiamentos para investimentos, ou seja, empréstimos de longo prazo para as empresas.

No Brasil, duas fontes de recursos são prioritárias e praticamente únicas neste contexto: os recursos alocados ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, destinados ao financiamento das empresas brasileiras que buscam o seu crescimento e, por conseguinte, a melhoria no seu valor, e os Fundos Constitucionais.

As linhas do BNDES são disponibilizadas diretamente ou via agentes parceiros, a exemplo dos Bancos Comerciais brasileiros, que repassam os valores dos diversos tipos de financiamento às empresas interessadas.⁵⁰

⁵⁰ Outras informações em <http://www.bndes.gov.br>

Os fundos constitucionais, que são três: o Fundo Constitucional de Financiamento do Nordeste – FNE, o Fundo Constitucional de Financiamento do Norte – FNO e o Fundo Constitucional de Financiamento do Centro-Oeste – FCO, executam praticamente a mesma estratégia de alavancagem no crescimento das empresas que é utilizada pelo BNDES, com a diferença de focarem empresas das regiões a que se destinam os fundos. São recursos previstos na Constituição Federal e que são gerenciados pelo Banco do Nordeste do Brasil S/A – FNE, Banco da Amazônia S/A – FNO e Banco do Brasil S/A – FCO.⁵¹

Existem algumas características nas concessões dos financiamentos destes mecanismos que os diferem em relação aos financiamentos normais existentes nas casas creditícias, principalmente com relação aos encargos financeiros.

O BNDES trabalha com três tipos de taxas de juros⁵⁰:

- A taxa de juros de longo prazo – TJLP, presente em todos os financiamentos do Banco, que em 2006, ano da base de dados estava em 6,85% a.a.;
- O *Del Credere* do Banco que geralmente fica em torno de 1% a.a. e é acrescido, para as grandes empresas de percentual de 0,5% a.a. a título de *Taxa de Intermediação Financeira*;
- O ganho dos agentes parceiros que são repassadores dos seus recursos, geralmente entre 1% a.a. e 6% a.a.

Já os Fundos Constitucionais também oferecem vantagens em termos de taxa de juros para seus financiamentos. Usamos como exemplo financiamentos do FNE que são viabilizados pelo Banco do Nordeste do Brasil S/A. Os recursos financeiros têm diferentes taxas de juros que variam em função do tipo de empresa e do seu porte.⁵²

Com base nestas características e aproveitando que a amostra trás separadamente os dados para empresas situadas no Norte/Nordeste do Brasil, construímos uma variável *dummy* que seguiu a definição apresentada na Tabela 7 adiante.

⁵¹ Outras informações em <http://www.integracao.gov.br>

⁵² Outras informações em <http://www.bnb.gov.br>

Tabela 7 - Matriz para Definição da Variável DUMMACROALT

TIPO	Taxa de Juros		Magnitude dos Juros		Total	Variável Macro
	Variável	Fixa	Médias	Grandes		
MENN	-	10	1	-	11	1
GENN	-	10	-	2	12	2
MEBR	20	-	1	-	21	3
GEBR	20	-	-	2	22	4

Fonte: Dados coletados pelo autor

Onde:

1. MENN – Médias Empresas situadas no Norte/Nordeste do Brasil;
2. GENN – Grandes Empresas situadas no Norte/Nordeste do Brasil;
3. MEBR – Médias Empresas situadas no restante do Brasil;
4. GEBR – Grandes Empresas situadas no restante do Brasil.

Os conceitos por trás desta matriz foram:

- Quando se desenvolve um projeto de investimentos, as incertezas futuras são sempre um dos maiores problemas. Ou seja, será que este pensamento hoje refletido em números que representam um fluxo de caixa futuro realmente se realizará daqui a quatro, cinco, dez anos?⁵³
- A eliminação de variáveis de risco para estes projetos traz segurança na sua análise futura de retorno e geração de valor para as empresas.
- As taxas de juros, (também conhecidas como custo de capital, taxa de retorno, dentre outras denominações), estão inseridas em todos os projetos futuros e, invariavelmente, são um dos principais atores destes projetos.
- Eliminar o risco de variação destas taxas, portanto, se reveste de condição primeira a ser buscada pelos elaboradores dos projetos de investimento.
- Assim, as taxas fixas de juros, presentes nos financiamentos dos Fundos Constitucionais, ocupam o primeiro lugar como diferencial para uma empresa financiar seus projetos de investimento.

⁵³ Todos os principais autores que tratam da geração de valor para as empresas abordam o assunto e trazem alternativas como a Análise de Sensibilidade dos projetos. Gitman (1997) assim se manifesta: "Análise de Sensibilidade – uma abordagem comportamental para avaliar o risco, a qual usa inúmeras estimativas de retorno possíveis para se obter uma percepção da variabilidade entre os resultados." (GITMAN, 1997, p.205)

- Na nossa matriz, utilizamos dois critérios para a alocação das notas aos grupos de empresas:
 - O primeiro critério foi a obtenção de juros fixos por parte das empresas. Assim, as empresas que conseguem este benefício, ou seja, àquelas que têm acesso às taxas de juros dos Fundos Constitucionais obtiveram uma pontuação menor representada na matriz por **10**. Já as empresas que não conseguem financiar seus investimentos com juros fixos, ou seja, àquelas que não têm acesso aos Fundos Constitucionais, foram representadas na matriz por **20**;
 - A próxima estratificação ficou por conta da magnitude das taxas de juros. As empresas que conseguem juros menores foram representadas na matriz pelo número **1** e as demais pelo número **2**. No caso da nossa amostra, como os encargos cobrados pelo BNDES incluem parcela chamada de *Taxa de Intermediação Financeira*, para as grandes empresas, isenta para as micro, pequenas e médias empresas, estas terão sempre juros menores nos financiamentos de investimento promovidos pelo BNDES. Portanto, as grandes empresas têm um custo maior do que as médias empresas. Esta diferença foi representada na matriz com o número **1** para as médias empresas e com o número **2** para as grandes empresas que tem acesso a estes recursos.
- Fez parte também da montagem da variável macro o direcionamento das empresas que ficam situadas no Norte/Nordeste do Brasil para recursos dos Fundos Constitucionais, muito embora estas empresas também possam utilizar recursos do BNDES. Ao contrário, as empresas que não estão situadas no Norte/Nordeste do Brasil não podem utilizar recursos do FNE e FNO.

Vale ressaltar, no entanto, que as empresas que não tem acesso aos recursos dos Fundos Constitucionais podem através de operações chamadas estruturadas – *swap* de taxas de juros⁵⁴, por exemplo – conseguir juros fixos para suas operações de investimento, saindo do risco dos juros variáveis como a TJLP dos financiamentos do BNDES. Mesmo assim, por não terem acesso as linhas de crédito

⁵⁴ Para outras informações consultar Fortuna, Eduardo (2000, p. 394-397).

dos Fundos Constitucionais, não serão beneficiadas pelos subsídios que estas taxas de juros embutem e que tem a finalidade de fomentar o desenvolvimento das regiões atendidas. Por este motivo, mesmo que aparentemente possa haver a interpretação de que as empresas tratadas com o número 3 na matriz possam, caso utilizem operações estruturadas, conquistar taxas de juros fixas menores que o grupo de empresas tratadas com o número 2, isto não acontece pelo subsídio existente nas taxas de juros dos Fundos Constitucionais que não conseguem ser alcançados mesmo com montagens estruturadas de taxas de juros em operações específicas.

Com estas premissas, a variável *dummy* DUMMACROALT que procura captar a influência de uma variável macroeconômica – neste caso a taxa de juros – ficou montada como mostra a matriz (Tabela 7).

Necessário se faz alertar que, devido as características da nossa amostra, esta foi a única variável externa possível de se utilizar no estudo. Portanto, os resultados adiante comentados devem revestir-se de toda a cautela necessária e não devem ser considerados definitivos. Carecem de outros estudos mais robustos para a confirmação de suas observações.

Os modelos utilizados foram os mesmos do primeiro estudo, e as equações estão abaixo descritas:

$$INTERNO_{MACRO} = \beta_0 + \beta_1 COL + \beta_2 FIS + \beta_3 TAM + \beta_4 MAR + \beta_5 REN + \beta_6 DUMMACROALT + \mu \quad (7)$$

$$DIVIDA_{MACRO} = \beta_0 + \beta_1 COL + \beta_2 FIS + \beta_3 TAM + \beta_4 MAR + \beta_5 REN + \beta_6 DUMMACROALT + \mu \quad (8)$$

$$ACOES_{MACRO} = \beta_0 + \beta_1 COL + \beta_2 FIS + \beta_3 TAM + \beta_4 MAR + \beta_5 REN + \beta_6 DUMMACROALT + \mu \quad (9)$$

4.3.1.3. Resultados Empíricos

O Anexo 3 mostra qual o sinal do Beta esperado, em função da literatura existente e dos estudos de Titman e Wessels (1988) feitos sobre o assunto.⁵⁵ Não estimamos o sinal quando o financiamento é por ações por ter sido tratado no estudo, a exemplo de Moreira e Puga (2000), como a diferença entre os outros dois,

⁵⁵ Para outros referenciais sobre o assunto, indicamos os estudos de Jorge e Armada (1999), Perobelli e Famá (2002) e Perobelli e Famá (2003).

isto é, se não é nem interno, nem externo então é ações. Conforme já comentado, existem alguns cuidados com relação a esta forma de trabalho que devem ser considerados nas análises.

Foram realizados quatro estudos utilizando as regressões das equações (1), (2), (3), (4), (5) e (6). Abaixo a descrição destes estudos:

- Estudo 1: regressão com todas as empresas e todas as variáveis internas, excluindo variáveis *dummy*;
- Estudo 2: regressão com todas as empresas e todas as variáveis internas, incluindo a variável *dummy* DUMIND que identifica as empresas industriais na amostra;
- Estudo 3: regressão com todas as empresas industriais e todas as variáveis internas, excluindo variáveis *dummy*;
- Estudo 4: regressão com todas as empresas industriais e todas as variáveis internas, incluindo a variável *dummy* DUMPORTE.

Passaremos a descrever os resultados ocorridos nos estudos acima, bem como o comportamento das variáveis internas estudadas.

Tabela 15 - ESTUDO 1			
Equações			
Variáveis Dependentes	INTERNO	DIVIDA	ACOES
Constante	0.145727*** (7.644808)	0.194887*** (5.459249)	0.659387*** (16.230230)
COL	-0.059317* (-1.836971)	0.048267 (0.798167)	0.011050 (0.160568)
FIS	-0.057124 (-1.172683)	-0.123486 (-1.353647)	0.18061* (1.739652)
TAM	-5.15E-13** (-2.202231)	9.14E-13** (2.086386)	-3.99E-13 (-0.799992)
MAR	0.797068*** (10.737320)	-0.341799** (-2.458648)	-0.455268*** (-2.877568)
REN	0.035458*** (7.611666)	-0.042519*** (-4.873759)	0.007060 (0.711111)
Nº Observações	781	781	781
R ² Ajustado	0.214779	0.043835	0.010861
Teste F	43.67012	8.151784	2.712899

Nota: Os números entre parênteses representam a estatística t dos parâmetros significativos a 1% é denotado por ***, 5% denotado por ** e 10% por *.

Tabela 16 - ESTUDO 2			
Equações			
Variáveis Dependentes	INTERNO	DIVIDA	ACOES
Constante	0.143415*** (7.428272)	0.172102*** (4.808507)	0.684483** (16.79297)
COL	-0.060733** (-1.87722)	0.034315 (0.572146)	0.026418 (0.386772)
FIS	-0.059421 (-1.217188)	-0.146118 (-1.614549)	0.205539* (1.994267)
TAM	-5.17E-13** (-2.209143)	8.96E-13** (2.066510)	-3.8E-13 (-0.768202)
MAR	0.797335*** (10.737910)	-0.339163** (-2.463859)	-0.458172* (-2.922657)
REN	0.035384*** (7.592014)	-0.043251*** (-5.005762)	0.007867 (0.799475)
DUMIND	0.012750 (0.763175)	0.125623*** (4.056281)	-0.138372* (-3.923291)
Nº Observações	781	781	781
R ² Ajustado	0.214355	0.062528	0.028895
Teste F	36.46923	9.670844	4.868102

Nota: Os números entre parênteses representam a estatística t dos parâmetros significativos a 1% é denotado por ***, 5% denotado por ** e 10% por *.

Acima, reproduzimos as tabelas dos Estudos 1 e 2.

Iniciamos os comentários dos resultados com a variável *estrutura de ativos* – COL. Não foram encontradas evidências significativas do seu relacionamento com as variáveis dependentes DIVIDA e ACOES nestes dois estudos, muito embora fosse de se esperar que essa variável fosse significativa para o endividamento externo, conforme preconiza a teoria. Já com relação a variável dependente INTERNO, estes estudos encontraram significância estatística do atributo COL e o sinal do Beta acompanhou o esperado. Espera-se que para os financiamentos internos, a inexistência de colaterais tenha influência positiva neste tipo de financiamento, o que se comprovou nos Estudos 1 e 2. Este resultado é aderente à teoria, pois a inexistência de colaterais (garantias) dificulta a obtenção de financiamentos externos e as empresas precisam recorrer ao autofinanciamento.

A inclusão da variável *dummy* DUMIND no Estudo 2 não alterou os resultados encontrados embora tenha aumentado a significância do atributo COL quando se usa a variável dependente INTERNO.

Titman e Wessels (1988), Jorge e Armada (1999), Perobelli e Famá (2002 e 2003) encontraram resultados semelhantes onde o atributo não teve significância para as empresas do mercado brasileiro. Somente para o mercado chileno houve indicação de tendência ao endividamento de forma proporcional ao bom nível de colaterais.

Para o atributo *vantagens fiscais não resultantes do endividamento* – FIS – o que se espera é que esta vantagem incentive mais financiamentos internos do que os outros tipos de financiamentos. Os motivos são a sobra de caixa pelo benefício fiscal e a menor possibilidade de aproveitamento das vantagens fiscais do pagamento de juros dos empréstimos externos.

Nossos estudos 1 e 2 comportaram-se de forma diferente. Nestes estudos, onde observamos todas as empresas juntas, o atributo somente apresentou significado quando o financiamento foi por ações e o Beta indicou que, quanto maior o benefício, maior o financiamento por ações. A inclusão da variável *dummy* DUMIND no estudo 2, acentuou a importância estatística do atributo FIS para o financiamento por ações.

O estudo sugere que, no Brasil, a existência de benefícios fiscais direciona as empresas para a busca de financiamentos externos (muito embora isto não tenha ficado comprovado estatisticamente nos estudos 1 e 2 com relação ao financiamento externo). Algo como se o benefício fiscal não devesse servir para autofinanciar as empresas e sim ser utilizado como sobra de caixa, por exemplo.

O atributo *tamanho* – TAM – mostrou aderência a teoria nos estudos 1 e 2. Neste caso, ocorreram significâncias estatísticas do atributo e os betas indicaram sinal negativo para o financiamento interno e positivo para o endividamento externo. O mesmo resultado ficou demonstrado quando o estudo foi feito com a variável DUMIND, isto é, com a identificação das empresas industriais na amostra. Os resultados foram ao encontro da teoria que preconiza que o tamanho das empresas é diretamente proporcional a sua capacidade de alavancar financiamentos externos.

O estudo de Perobelli e Famá (2002) não apresentou significância estatística do atributo tamanho para o endividamento de longo prazo.

O atributo *volatilidade* para o qual utilizamos a *Proxy margem* – MAR – comportou-se contrário à teoria nos estudos 1 e 2. Houve significância estatística do atributo para os três tipos de financiamento: interno, externo e por ações. Porém, os

betas sinalizaram positivamente para o financiamento interno e negativamente para os outros dois. A utilização da variável DUMIND no estudo 2 não alterou os resultados.

Aparentemente as empresas brasileiras não buscam financiamentos externos quando tem boas margens operacionais, embora a teoria aponte para uma maior facilidade para se conseguir estes financiamentos nestas circunstâncias. A teoria aponta que quanto maior a volatilidade nos lucros – no nosso caso, nas margens operacionais – maior a possibilidade de financiamentos externos. Os estudos de Perobelli e Famá (2002) não encontraram significância estatística para o atributo no endividamento das empresas brasileiras por eles estudadas.

Por fim, para o atributo *lucratividade*, no nosso estudo trabalhado pela *Proxy rentabilidade* – REN – os estudos 1 e 2 mostraram a aderência à teoria. Nestes estudos não encontramos significância estatística para o financiamento por ações. A significância estatística para as variáveis INTERNA e DIVIDA foi encontrada e os betas mostraram sinalização ao encontro da teoria, isto é, quanto maior a rentabilidade, menos necessário se faz o financiamento externo.

Os estudos de Titman Wessel (1988), Jorge e Armada (1999), Perobelli e Famá (2002 e 2003) confirmam que as empresas mais rentáveis são as menos alavancadas.

Quando estudamos a variável DUMIND – estudo 2 – esta se mostrou estatisticamente significativa para o financiamento externo e para o financiamento por ações. O estudo mostra, através dos betas, que a identificação das empresas industriais na amostra induz estas empresas a busca de financiamentos externos ao invés de financiamentos por ações.

Tal resultado pode significar que para as empresas industriais brasileiras, em comparação com todo o mercado, fica mais atrativo a obtenção de financiamento externo pelos mecanismos tradicionais – bancos – em contraponto aos novos mecanismos para este fim – mercado de capitais.

A seguir, reproduzimos as tabelas dos Estudos 3 e 4.

TABELA 17 - ESTUDO 3			
Equações			
Variáveis Dependentes	INTERNO _{IND}	EXTERNO _{IND}	ACOES _{IND}
Constante	0.129579*** (9.073066)	0.426641*** (7.687835)	0.568178*** (16.001890)
COL	0.006325 (1.287330)	-0.003895 (-0.204012)	-0.005538 (-0.453369)
FIS	-0.097803* (-1.869169)	-0.313697 (-1.542865)	0.277504** (2.133209)
TAM	-2.20E-13 (-0.594997)	-3.19E-13 (-0.222114)	8.07E-14 (0.087740)
MAR	0.986268*** (6.895568)	-0.795327 (-1.431014)	-0.805009** (-2.263833)
REN	0.028879*** (3.424279)	-0.188565*** (-5.753947)	0.185301*** (8.837497)
Nº Observações	211	211	211
R² Ajustado	0.248724	0.151239	0.269974
Teste F	14.90487	8.483918	16.53223
Nota: Os números entre parênteses representam a estatística t dos parâmetros significativos a 1% é denotado por ***, 5% denotado por ** e 10% por *.			

TABELA 18 - ESTUDO 4			
Equações			
Variáveis Dependentes	INTERNO _{IND}	EXTERNO _{IND}	ACOES _{IND}
Constante	0.10303*** (4.816284)	0.287372*** (3.476519)	0.657475*** (12.432210)
COL	0.006162 (1.259373)	-0.004747 (-0.251082)	-0.004991 (-0.412612)
FIS	-0.095031* (-1.823034)	-0.299155 (-1.485174)	0.26818** (2.081024)
TAM	-3.28E-13 (-0.875693)	-8.83E-13 (-0.61075)	4.42E-13 (0.477946)
MAR	0.991781*** (6.961924)	-0.766409 (-1.39228)	-0.823551** (-2.338437)
REN	0.026654*** (3.134379)	-0.200237*** (-6.093693)	0.192785*** (9.170209)
DUMPORTE	0.038961* (1.661307)	0.204378** (2.255317)	-0.131044** (-2.260264)
Nº Observações	211	211	211
R² Ajustado	0.255119	0.167828	0.284319
Teste F	12.98735	8.058606	14.90445
Nota: Os números entre parênteses representam a estatística t dos parâmetros significativos a 1% é denotado por ***, 5% denotado por ** e 10% por *.			

Os estudos 3 e 4 são um corte dos estudos 1 e 2, agora utilizando somente as empresas industriais da amostra.

Para o atributo *estrutura de ativos* – COL – não houve significância estatisticamente válida para nenhum dos três tipos de financiamento. Nos nossos estudos 3 e 4 a teoria que preconiza ser a boa condição de colaterais (garantias) um atrativo para os financiamentos externos, não se confirmou. A inclusão da variável *dummy* DUMPORTE para identificar as empresas médias e grandes da amostra, não alterou os resultados.

Se comparados com os estudos 1 e 2, estes resultados podem significar que, para as empresa industriais quando estudadas separadamente, independentemente do porte destas empresas, o atributo COL mostrou-se irrelevante. Porém, dentro de um grupo maior de empresas, o atributo COL apresentou significância estatística e com destaque para as empresas industriais – vide estudo 2 que melhora a significância estatística do atributo COL quando identificamos o segmento industrial através da variável *dummy* DUMIND.

Para o atributo *vantagens fiscais não resultantes do endividamento* – FIS – o corte focado somente em empresas industriais manteve os resultados obtidos nos estudos 1 e 2, isto é, a significância para o financiamento por ações. A inclusão da variável DUMPORTE no estudo 4 não alterou os resultados. Entretanto, nos estudos 3 e 4 houve significância estatisticamente válida para o financiamento interno – variável dependente $INTERNO_{IND}$ – com o beta indicando menor necessidade de financiamento interno quanto maior o benefício fiscal. Este resultado contraria a teoria sobre o atributo⁵⁶.

Os estudos 3 e 4 não apresentaram para o atributo *tamanho* – TAM – nenhuma significância estatística para todos os tipos de financiamento. Aparentemente, da mesma forma que aconteceu para o atributo COL, o corte da amostra para as empresas industriais não mostrou significância para estas empresas, independentemente do porte, com referência ao atributo TAM. Porém, quando este grupo de empresas – indústrias – é estudado juntamente com as demais empresas brasileiras – estudos 1 e 2 – o atributo passa a ser significativo.

Uma explicação para este comportamento pode estar no fato de que, dentro do universo de vários segmentos, também as empresas industriais são aderentes à teoria com relação ao seu tamanho em função da busca de recursos de financiamento externo. Quando tratamos somente do segmento industrial, este atributo não se torna estatisticamente significativo, ou seja, a obtenção de financiamentos externos não está condicionada ao tamanho da empresa, no caso de empresas industriais brasileiras.

Para o atributo *volatilidade – margem* (MAR) – no nosso estudo, os estudos 3 e 4 diferiram dos estudos 1 e 2 pois para os últimos, o atributo não foi estatisticamente significativo para os financiamentos externos. A situação se manteve com o acréscimo da variável DUMPORTE feito no estudo 4.

O resultado pode indicar que as empresas industriais brasileiras não buscam financiamento externo quando tem boas margens operacionais, independentemente do seu porte. Este resultado foge ao indicado pela teoria que aponta o financiamento externo quando as margens operacionais das empresas são consistentes.

No corte feito para os estudos 3 e 4, o atributo *lucratividade* – no nosso estudo *rentabilidade* (REN) – mostrou comportamento aderente aos estudos 1 e 2

⁵⁶ Ao final dos comentários sobre este atributo nos estudos 1 e 2 já comentamos sobre uma provável causa deste resultado para as empresas brasileiras.

para o autofinanciamento e para o financiamento externo. Já para o financiamento por ações, o estudo somente das empresas industriais mostrou significância estatística para o financiamento por ações, diferentemente do ocorrido nos estudos 1 e 2. O beta do financiamento por ações, nos estudos 3 e 4 foi positivo, o que sinaliza para este tipo de financiamento.

Quando utilizamos a variável dummy DUMPORTE – estudo 4 - no corte dos estudos somente das empresas industriais, o resultado indica que o porte das empresas industriais, quando estudadas isoladamente, não interfere nos sinais dos betas, isto é, os indicadores estatísticos continuam a indicar o financiamento externo como prioritário para as empresas industriais.

Finalizando, mostramos que nossos estudos 1, 2, 3 e 4 comprovaram, com algumas excepcionalidades, o que a teoria preconiza com relação aos determinantes e suas influências na estratégia da estrutura de capital das empresas.

4.3.1.3.1. Hipótese

O estudo analisa a relação entre o endividamento das empresas brasileiras identificadas na amostra, com o fator macroeconômico apontado, ou seja, se existe relação estatisticamente válida entre o endividamento das empresas e a variável macroeconômica estudada. Esta é a hipótese nula: H_0 . A hipótese alternativa, neste caso, é a inexistência desta relação estatística.

4.3.1.3.2. Resultados da Variável Macro

Foram realizados dois estudos utilizando as regressões das equações (7), (8), e (9). Abaixo a descrição destes estudos:

- Estudo 5: regressão com todas as empresas e todas as variáveis internas, incluindo a variável *dummy* DUMMACROALT que procura captar a existência de significância estatística da variável macroeconômica escolhida no estudo;

- Estudo 6: regressão com todas as empresas e todas as variáveis internas, incluindo as variáveis *dummy* DUMMACROALT e DUMIND;

De fato, este trabalho procurou trazer a discussão sobre a estrutura de capital das empresas até este momento. Tem como objetivo principal verificar se a macroeconomia influi diretamente nas estratégias da formação da estrutura de capital das empresas. Utilizou o trabalho de Moreira e Puga (2000) para, dentro das ressalvas já comentadas, demonstrar uma variação na forma de financiamento das empresas, considerando os três tipos de financiamentos estudados: financiamento interno, dívidas e ações.

Esta seção busca mostrar os resultados da inclusão de uma variável macroeconômica nos estudos feitos com os determinantes da estrutura de capital e já apresentados. Entende-se por variável macroeconômica uma variável externa à empresa, isto é, uma variável para a qual a empresa não tenha gestão.

Adiante, apresentamos as tabelas 19 e 20 que trazem os resultados destes estudos.

TABELA 19 - ESTUDO 5

Equações			
Variáveis Dependentes	INTERNO _{MACRO}	DIVIDAM _{MACRO}	ACOES _{MACRO}

Constante	0.111813*** (4.807121)	0.408734*** (9.810903)	0.479453*** (9.885771)
COL	-0.056087* (-1.741596)	0.027901 (0.483696)	0.028187 (0.419758)
FIS	-0.056438 (-1.162606)	-0.127810 (-1.469939)	0.184248* (-1.820261)
TAM	-3.80E-13 (-1.586595)	5.89E-14 (0.137357)	3.21E-13 (-0.642927)
MAR	0.783739*** (10.567540)	-0.257753** (-1.940357)	-0.525986*** (-3.401324)
REN	0.034594*** (7.431840)	-0.037071*** (-4.446336)	0.002477 (0.255180)
DUMMACROALT	0.013236** (2.526673)	-0.08346*** (-8.895073)	0.070224*** (6.429141)

Nº Observações	781	781	781
R ² Ajustado	0.226195	0.131393	0.059793
Teste F	37.7086	20.66498	9.267383

Nota: Os números entre parênteses representam a estatística t dos parâmetros significativos a 1% é denotado por ***, 5% denotado por ** e 10% por *.

TABELA 20 - ESTUDO 6

Equações			
Variáveis Dependentes	INTERNO _{MACRO}	DIVIDAM _{MACRO}	ACOES _{MACRO}

Constante	0.105736*** (4.438439)	0.382206*** (8.997150)	0.512058*** (10.360690)
COL	-0.058048* (-1.800501)	0.019342 (0.336447)	0.038706 (0.578682)
FIS	-0.059953 (-1.232968)	-0.143152* (-1.65096)	0.203104** (2.013363)
TAM	-3.72E-13 (-1.556431)	9.02E-14 (0.211475)	2.82E-13 (-0.568454)
MAR	0.783176*** (10.562330)	-0.260209** (-1.967982)	-0.522967*** (-3.399658)
REN	0.034416*** (7.391317)	-0.037851*** (-4.558723)	0.003435 (0.355642)
DUMMACROALT	0.014207*** (2.679544)	-0.079221*** (-8.379063)	0.065014*** (5.910494)
DUMIND	0.019788 1.174664	0.086375*** (2.875418)	-0.106163*** (-3.037721)

Nº Observações	781	781	781
R ² Ajustado	0.220579	0.139474	0.069682
Teste F	32.53464	19.06031	9.346161

Nota: Os números entre parênteses representam a estatística t dos parâmetros significativos a 1% é denotado por ***, 5% denotado por ** e 10% por *.

Os estudos mostraram que a variável macro DUMMACROALT mostrou-se estatisticamente significativa quando colocada juntamente com as outras variáveis internas na amostra com todas as empresas – Estudo 5. A significância estatística apareceu para os três tipos de financiamento: financiamento interno, financiamento externo e financiamento por ações. O beta desta variável mostra sua relação estatística positivamente para o financiamento interno e para o financiamento por ações e negativamente para o financiamento externo. A inclusão da variável DUMIND (Estudo 6) que identifica as empresas industriais da amostra não alterou os resultados.

Especificamente com relação a inclusão da variável macroeconômica o que percebemos pelo estudo é que a taxa de juros influi significativamente na obtenção de financiamentos pelas empresas como um todo. Ou seja, a preferência das empresas é pelo financiamento interno e pelo financiamento por ações, somente após estas duas alternativas é que buscam o financiamento externo. Tecnicamente este resultado é explicável pois o autofinanciamento pode diminuir o custo das

empresas principalmente no sentido do prazo para “devolução” dos recursos. Já o financiamento via ações repassa para os compradores das ações eventuais oscilações nas taxas de juros pactuadas, uma vez que feita a venda da ação, a empresa embolsa os recursos sem prazo definido e encargos pactuados para sua devolução.

Alertamos, mais uma vez, que estamos utilizando somente uma variável macroeconômica no estudo e ainda como variável *dummy*. Portanto, estas conclusões, embora bastante significativas, devem ser encaradas com as devidas reservas e testadas em novos estudos sobre o assunto.

Preliminarmente então podemos concluir que existe sim significância estatística de variáveis macroeconômicas na estratégia de estrutura de capital das empresas. Isto é, a macroeconomia pode também moldar a forma como as empresas se endividam, assim como a microeconomia o faz.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho buscou analisar como as empresas brasileiras se comportam em relação as suas estruturas de financiamento, principalmente nos três tipos de financiamento abordados no texto: financiamento interno, financiamento por dívida e financiamento por ações. Além disso, buscou reponder a questão sobre a participação de variáveis macroeconômicas na busca da estrutura de capital ótima das empresas.

Para desenvolver o estudo, iniciou-se uma pesquisa da literatura sobre estrutura de capital que apresenta trabalhos e teorias que buscam descrever e explicar comportamentos das organizações em relação à sua estrutura de financiamentos. Em especial, investiu no trabalho de Titman e Wessels (1988) acerca dos determinantes das escolhas da estrutura de capital. As formulações teóricas e comprovações empíricas destes autores sugerem que as empresas selecionam suas estruturas de capital influenciadas por atributos (ou características das empresas) que determinam os vários custos e benefícios associados ao financiamento.

Ainda na pesquisa de literatura, outro trabalho bastante estudado e que, como o de Titman e Wessels (1988), serviu como parte da base dessa dissertação, foi o trabalho de Moreira e Puga (2000) que estudou, para um grupo de empresas brasileiras, com dados de 1995 a 1997, dentre outras coisas, quais as formas de financiamento que as empresas utilizam na montagem de sua estrutura de capital.

Utilizando a base de dados disponíveis, do ano de 2006, foi possível refazer o estudo de Moreira e Puga (2000), na parte referente ao percentual de financiamento interno, de dívida e de ações que as empresas utilizam. Este estudo, com as ressalvas apresentadas no trabalho, mostrou evolução no padrão de financiamento das empresas, o que foi a base do estudo.

Em função da base de dados existente, que não permitiu o trabalho com variações pois foi de um único ano – 2006 – buscou-se verificar a aderência a algumas teorias, notadamente com relação aos determinantes da estrutura de capital que poderiam explicar esta mudança na forma de financiamento das empresas.

As análises mostraram que as empresas brasileiras tem aderência à teoria sobre determinantes, principalmente aos estudos de Titman e Wessels (1988) e Perobelli e Famá (2002). Um resultado interessante foi observado com relação ao determinante Volatilidade, para o qual utilizamos a *proxy* margem e mostrou resultados contrários à teoria. O texto aponta algumas observações sobre o assunto com indícios do que pode ter ocorrido.

Os estudos foram seccionados para apresentar os resultados somente das empresas indústrias da amostra, incluídas na amostra geral e somente elas, para que as conclusões com relação ao estudo de Moreira e Puga (2000) – que foi feito somente para empresas industriais – possam ser o mais fidedignas possível.

As conclusões mostram um comportamento, em geral, aderente à teoria das empresas como um todo e também somente do segmento industrial.

A inclusão de uma variável macroeconômica, idéia primeira desta dissertação, objetivou verificar se uma variável que não está sob domínio da empresa pode influir na determinação das estruturas de capital das empresas.

No estudo utilizamos uma variável *dummy* para simular a variável macroeconômica juros, pois foi a única variável macroeconômica identificada que pode ser utilizada em função da estrutura de dados disponível para a pesquisa.

Os resultados foram, na nossa opinião, surpreendentes, uma vez que era de se esperar que a macroeconomia não influenciasse nas determinações sobre a estrutura de capital das empresas. Se na macroeconomia até os governos ficam indecisos sobre intervir ou não, conforme comenta Dornbusch (DORNBUSCH *et al*/ 2003) o que se dirá de uma empresa. Assim, imaginava-se que a macroeconomia era dada, ou seja, não influenciava as empresas no seu posicionamento sobre sua estrutura de capital.

O estudo feito mostrou que esta premissa, pelo menos neste caso, era falsa. Houve significância estatística quando utilizamos a variável macroeconômica, com betas de sinais aderentes às ocorrências do setor financeiro.

Entendemos ser este um resultado muito bom, pois abre perspectivas para a continuidade dos estudos sobre o assunto. Lembro que a variável utilizada foi uma variável *dummy* e que foi única. Assim, novos testes e novas variáveis devem ser utilizadas para confirmar, ou não, a existência de significância entre a macroeconomia e a estrutura de capital ótima das empresas.

Por fim, esperamos que este trabalho possa colaborar com os estudos e o desenvolvimento da teoria financeira, principalmente no que trata da estrutura de capital, notadamente sobre a realidade brasileira. Entendemos que os assuntos abordados neste trabalho são bastante extensos para pesquisas, mas acreditamos que esta dissertação tenha condições de oferecer suporte e incentivar a que novos trabalhos sejam realizados.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Wilton Luiz M. **O Sistema de Microcrédito como Estratégia de Redução da Pobreza**: uma avaliação no âmbito dos municípios nordestinos. Dissertação de Mestrado. Orientador: José Ricardo de Santana. Universidade Federal de Sergipe – UFS, 2009.

ARESTIS, P.; DEMETIADES, P. *Finance and economic growth: is Schumpeter right?* **Análise Econômica**, Nº 6 (30), p. 5-21, 1998.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

_____. **Mercado Financeiro**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

BECK, T.; LEVINE, R. **External Dependence and Industry Growth. Does Financial Structure Matter?** Mimeo, World Bank, 2000.

BECK, Thorsten; DERMIGÜÇ-KUNT Ash; LEVINE, Ross; e MAKSIMOVIC, Vojislav. **Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry and Country Evidence**. Em *Financial Structure and Economic Growth: Perspectives and Lessons - A Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development*, Asli Demirgüç-Kunt e Ross Levine (eds.). Cambridge: The MIT Press, 2001.

BLACK, F.; SCHOLES, M. *The pricing of options and corporate liabilities*. **Journal of Political Economy**, v. 81: 637-659, Maio 1973.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; MARCUS, Alan J. **Fundamentos da Administração Financeira**. 3. ed. Tradução: Roberto Brian Taylor, Rio de Janeiro: McGraw-Hill Irwin, 2003.

BRIGHAM, E. F.; HOUSTON, J. F. **Fundamentos da Moderna Administração Financeira**. 4. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

BRITO, Ricardo D.; LIMA, Mônica R. A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: O caso do Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, 59(2):177–208, 2004.

Chiang, Alpha. C. **Matemática para economistas**. São Paulo: Editora McGraw-Hill 1982.

CICOGNA, Maria Paula; VALLE, Vieira Mauricio Ribeiro do; TONETO JUNIOR, Rudinei. **O impacto da adesão a padrões mais elevados de governança sobre o financiamento empresarial**. In: XXIX ENANPAD, Brasília, 2005.

DERMIGÜÇ-KUNT, Ash; LEVINE, Ross. **Financial Structure and Economic Growth: Perspectives and Lessons**. Em *Financial Structure and Economic Growth: Perspectives and Lessons - A Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development*, Asli Demirgüç-Kunt e Ross Levine (eds.). Cambridge: The MIT Press, 2001.

DIAMOND, Douglas; DYBVIK, Philip. *Bank runs, deposit insurance, and liquidity*. **Journal of Political Economics**, n. 91(3), p. 401-419, 1983.

DORNBUSCH, Rudiger; FISCHER, Stanley; STARTZ, Richard; **Macroeconomia**. 8. ed. Rio de Janeiro: McGraw Hill, 2003.

DURAND, D. **Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement**. In: Conference on Research on Business Finance, New York, 1952

_____. *The cost of capital, corporate finance and the theory of investment: comment*. **American Economic Review**, v. 49, n. 4, p. 639-655, set. 1959.

FAMÁ, Rubens; MELHER, Stefanos. Estrutura de Capital na América Latina: Existiria uma Correlação com o Lucro das Empresas. In: do IV SemeAD - Seminários em Administração. **Anais...**São Paulo: FEA-USP. out. 1999.

FERRI, M.; JONES, W. *Determinants of financial structure: a new methodological approach*. **Journal of Finance**, n. 34, p. 631-644, jun. 1979.

FLANNERY, M.J.; RANGAN, K.P. *Partial Adjustment Toward Target Capital Structures*. **Journal of Financial Economics**, v. 79, n. 3, p. 469-506, mar. 2006.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro. Produtos e Serviços**. 14. ed. Rio de Janeiro: Qualitmark, 2000.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar um projeto de pesquisa**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1996.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997.

GREENWOOD, J.; JAVANOVIC Boyan. *Financial development, growth, and the distribution of income*. **Journal of Political Economy**, Nº 98(5), p. 1076-1107, 1990.

GRINBLATT, Mark; TITMAN, Sheridan. **Mercados Financeiros e Estratégia Corporativa**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HARRIS, Milton; RAVIV, Artur. *The theory of capital structure*. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297-355, mar. 1991.

HICKS, John. **A theory of economic history**. Oxford, 1969.

HOJI, Masakazu. **Administração Financeira, uma abordagem prática**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure*. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976.

JORGE, Susana; ARMADA, Manuel José da Rocha. Determinantes do endividamento: uma análise em painel. In: XXIII ENANPAD, 1999, Foz do Iguaçu. **Anais ...** Foz do Iguaçu, 1999. Publicada na RAC, v. 5, nº 2, maio/ago. 2001.

JUNQUEIRA, Luis Renato; BERTUCCI, Janete Lara de Oliveira, BRESSAN, Aureliano Angel. **Alavancagem financeira como estratégia de financiamento do processo de crescimento de empresas brasileiras de capital aberto no período 1995-2000**. In: XXIX ENANPAD, Brasília, 2005.

KRUGMAN, P. **What Happened to East Asia?** web.mit.edu, jan. 1998.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. **What Works in Security Laws?** Harvard University (mimeo) jul. 2003.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; e VISHNY, Robert. **Law and Finance**. **Em Journal of Political Economy Chicago: University of Chicago Press**, 1998.

LEVINE, Ross. *Financial development and economic growth: views and agenda*. **Journal of Economic Literature**, nº 35, p. 688-726, 1997.

LUCAS, Robert. *On the mechanisms of economic development*. **Journal of Monetary Economics**, nº 22, p. 3-42, 1988.

LUCCHESI, Eduardo Pozzi; FAMÁ, Rubens. **O impacto das decisões de investimento das empresas no valor de mercado das ações negociadas na Bovespa no período de 1996 a 2003**. In: XXIX ENAMPAD, Brasília, 2005.

MACHADO, Márcio André Veras; TEMOCHE, César Augusto Ruiz; MACHADO, Márcia Reis. **Determinantes da estrutura de capital das pequenas e médias empresas industriais da cidade de João Pessoa/PB**. In: XXVIII ENANPAD, Curitiba, 2004.

MATSUO, Alexandre Kazuma; EID JUNIOR, William. **Influência de fatores moacroeconômicos nas emissões primárias do mercado brasileiro**. In: XXVIII ENANPAD, Curitiba, 2004.

MEDEIROS, Otávio Ribeiro de; DAHER, Cecílio Elias. Testes empíricos da Pecking Order Theory na Estrutura de Capital das Empresa Brasileiras. In: XXVIII ENANPAD, 2004, Curitiba. **Anais...**Curitiba, 2004.

MILLER, Merton. *Debt and taxes*. **The Journal of Finance**. v. 32, n. 2, p. 261-275, maio 1977.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. *Corporate Income taxes and the cost of capital: a correction*. **American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 433-443, jun. 1963.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. *The cost of capital, corporate finance and the theory of investment*. **American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, Jun. 1958.

MORAES, Eduardo Glasenapp. **Determinantes da estrutura de capital nas empresas listadas na Bovespa**. Dissertação de Mestrado. Orientador: Profª Drª Mariza Ignez dos Santos Rhoden, Porto Alegre: UFRGS, 2005.

MOREIRA, Maurício M.; PUGA, Fernando P. Como a indústria financia o seu crescimento – uma análise do Brasil pós-real. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 5, p. 35-67, 2000.

MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicholas S. *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-222, jun.2984.

NAKAMURA, Wilson Toshiro; MARTIN, Diógenes Manoel Leiva; KAYO, Eduardo Kazuo. Proposta para a determinação da estrutura de capital ótima, na prática. **Revista de Administração UNISAL**, ano 1, n. 1, jul./dez. 2004.

NOVAES, Ana. **Mercado de capitais: lições da experiência internacional**. Artigo produzido no âmbito do convênio Anbid-IEPE/CdG, 2004.

PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; FAMÁ, Rubens. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 33-46, jul./set. 2002.

_____. Fatores Determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 7, n.1, p. 9-35, jan./mar. 2003.

PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli, BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos; ROCHA, Flávio Dias. **Investigação dos fatores determinantes da estrutura de capital e da governança corporativa**: um enfoque abordando a questão da endogeneidade. In: XXIX ENANPAD, Brasília, 2005.

PINHEIRO, Armando Castelar. **Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: em direção a uma Agenda de reformas**. Em: BACHA, E.L.; OLIVEIRA FILHO (org). *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro:| São Paulo: Contra Capa, 2005.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais. Fundamentos e Técnicas**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

PROCIANOY, J; ANTUNES, M. **Os efeitos das decisões de investimento das empresas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais**. In: XXV ENANPAD, Campinas, 2001.

RAJAN, R.; ZINGALES, L. *What do we know about capital structure? Some evidence from international data.* **Journal of Finance** n.. 50, p. 1421-1460, 1995.

ROBINSON, Joan. **The Generalization of the General Theory**, in: *The Rate of Interest and Other Essays*. MacMillan: London, 1952.

ROCHA, Flávio Dias; AMARAL, Hudson Fernandes. **A Explicação da Escolha da Estrutura de Capital por Modelos de Ajuste Parcial: Uma Aplicação no Brasil.** XXXI Encontro da ANPAD. Rio de Janeiro, jan, 2007.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira. Corporate Finance.** São Paulo: Atlas, 1995.

SANTANA, José Ricardo; TUROLLA, Frederico. Escolha da estrutura de capital: aplicação ao caso do setor petroquímico brasileiro no período 1991-2000. In: XXVII ENANPAD, 2002, Salvador. **Anais...** Salvador, 2002.

SCOTT, D.; MARTIN, J. *Industry influence on financial structure.* **Financial Management**, n. 1, p. 67-73, 1975.

SICSÚ, João, *et al.* **Câmbio e Controles de Capitais. Avaliando a eficiência de Modelos Macroeconômicos.** Rio de Janeiro: Campus, 2006.

SIGH, A. **Corporate financial patterns in industrializing economies – a comparative international study.** Washington: International Finance Corporation, 1995 (technical paper 2)

SIGH, A.; HAMID, J. **Corporate financial structures in developing countries.** Washington: International Finance Corporation, 1992. (technical paper 1)

SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL – Legislação – acessar <http://www.bcb.gov.br>. Acessado em: 15 mar. 2009.

STARK FERREIRA, José Antônio. **Finanças Corporativas. Conceitos e aplicações.** São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.

TEIXEIRA, Nilson. **Avanços e desafios na reforma do Mercado de Capitais brasileiro.** Memeo. Artigo preparado no âmbito do convênio Anbid-IEPE/CdG, 2004.

TERRA, Paulo Renato Soares. ***An empirical investigation on the determinants of capital structure in Latin America***. In: XXVII ENANPAD, Atibaia, 2003.

THIES, C.; KLOCK, M. *Determinants of capital structure*. ***Review of Financial Economics*** n. 1, p. 40-52, 1992.

TITMAN, Sheridan e WESSELS, Roberto. *The determinants of capital structure choice*. ***Journal of Finance***, v. 43, p. 1-19, 1988.

TREYNOR, J. L.; MAZUY, K. K. *Can mutual funds outguess the market?* ***Harvard Business Review***, v. 44, p.131-136, 1966.

WESTON, J. Fred; BRIGHAM, Eugene F. **Fundamentos da Administração Financeira**. 10. ed. São Paulo: Makron Brooks, 2000.

ZAVASCKI, Teori Albino. A carta patente à luz da constituição. ***Ajuris***, v.16, n.47, p. 54-61, nov. 1989.

ZONENSCHAIN, Claudia Nessi. **Estrutura de Capitais das Empresas no Brasil**. 2002. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/rev1003.pdf>. Acessado em: 15 mar. 2009.

ANEXO 1

Tabela 8
Financiamento Interno

Médias Empresas		
Empresa	Moreira e Puga (2000)	2006
1	48%	51%
2	48%	29%
3	48%	39%
4	48%	5%
5	48%	7%
6	48%	5%
7	48%	16%
8	48%	0%
9	48%	3%
10	48%	184%
11	48%	6%
12	48%	26%
13	48%	16%
14	48%	1%
15	48%	30%
16	48%	19%
17	48%	12%
18	48%	19%
19	48%	16%
20	48%	13%
21	48%	20%
22	48%	0%
23	48%	0%
24	48%	11%
25	48%	12%
26	48%	5%
27	48%	5%
28	48%	7%
29	48%	6%
30	48%	37%
31	48%	1%
32	48%	12%
33	48%	10%
34	48%	6%
35	48%	14%
36	48%	0%
37	48%	2%

Tabela 9
Financiamento Dívida

Médias Empresas		
Empresa	Moreira e Puga (2000)	2006
1	29%	6%
2	29%	0%
3	29%	8%
4	29%	8%
5	29%	5%
6	29%	68%
7	29%	0%
8	29%	0%
9	29%	139%
10	29%	0%
11	29%	12%
12	29%	35%
13	29%	0%
14	29%	72%
15	29%	106%
16	29%	0%
17	29%	25%
18	29%	46%
19	29%	5%
20	29%	40%
21	29%	16%
22	29%	20%
23	29%	44%
24	29%	13%
25	29%	7%
26	29%	15%
27	29%	1%
28	29%	12%
29	29%	21%
30	29%	1%
31	29%	2%
32	29%	0%
33	29%	7%
34	29%	4%
35	29%	0%
36	29%	67%
37	29%	4%

Tabela 10
Financiamento Ações

Médias Empresas		
Empresa	Moreira e Puga (2000)	2006
1	17%	43%
2	17%	71%
3	17%	53%
4	17%	86%
5	17%	88%
6	17%	27%
7	17%	84%
8	17%	100%
9	17%	-43%
10	17%	-84%
11	17%	82%
12	17%	39%
13	17%	84%
14	17%	27%
15	17%	-36%
16	17%	81%
17	17%	63%
18	17%	35%
19	17%	79%
20	17%	47%
21	17%	64%
22	17%	80%
23	17%	56%
24	17%	76%
25	17%	81%
26	17%	80%
27	17%	94%
28	17%	81%
29	17%	73%
30	17%	62%
31	17%	97%
32	17%	88%
33	17%	83%
34	17%	90%
35	17%	86%
36	17%	33%
37	17%	94%

Tabela 8
Financiamento Interno

Médias Empresas		
Empresa	Moreira e Puga (2000)	2006
38	48%	1%
39	48%	4%
40	48%	13%
41	48%	40%
42	48%	14%
43	48%	13%
44	48%	24%
45	48%	20%
46	48%	13%
47	48%	19%
48	48%	16%
49	48%	21%
50	48%	5%
51	48%	33%
52	48%	0%
53	48%	24%
54	48%	0%
55	48%	11%
56	48%	2%
57	48%	19%
58	48%	2%
59	48%	6%
60	48%	24%
61	48%	7%
62	48%	29%
63	48%	13%
64	48%	0%
Média:		15.90%

Tabela 9
Financiamento Dívida

Médias Empresas		
Empresa	Moreira e Puga (2000)	2006
38	29%	5%
39	29%	3%
40	29%	27%
41	29%	7%
42	29%	18%
43	29%	0%
44	29%	0%
45	29%	3%
46	29%	32%
47	29%	4%
48	29%	4%
49	29%	0%
50	29%	43%
51	29%	9%
52	29%	36%
53	29%	0%
54	29%	0%
55	29%	12%
56	29%	12%
57	29%	59%
58	29%	39%
59	29%	0%
60	29%	25%
61	29%	14%
62	29%	8%
63	29%	11%
64	29%	71%
Média:		19.57%

Tabela 10
Financiamento Ações

Médias Empresas		
Empresa	Moreira e Puga (2000)	2006
38	17%	94%
39	17%	94%
40	17%	60%
41	17%	53%
42	17%	68%
43	17%	87%
44	17%	76%
45	17%	78%
46	17%	55%
47	17%	77%
48	17%	80%
49	17%	79%
50	17%	52%
51	17%	58%
52	17%	64%
53	17%	76%
54	17%	100%
55	17%	76%
56	17%	86%
57	17%	23%
58	17%	59%
59	17%	94%
60	17%	51%
61	17%	78%
62	17%	63%
63	17%	76%
64	17%	29%
Média:		64.53%

ANEXO 2

Tabela 11

Financiamento Interno Grandes Empresas		
Empresa	Moreira e Puga (2000)	2006
1	44%	19%
2	44%	97%
3	44%	12%
4	44%	6%
5	44%	30%
6	44%	0%
7	44%	10%
8	44%	24%
9	44%	9%
10	44%	11%
11	44%	60%
12	44%	21%
13	44%	4%
14	44%	34%
15	44%	13%
16	44%	20%
17	44%	25%
18	44%	27%
19	44%	36%
20	44%	10%
21	44%	0%
22	44%	11%
23	44%	0%
24	44%	21%
25	44%	33%
26	44%	-8%
27	44%	93%
28	44%	0%
29	44%	27%
30	44%	0%
31	44%	35%
32	44%	16%
33	44%	0%
34	44%	21%
35	44%	7%
36	44%	2%
37	44%	0%

Tabela 12

Financiamento Dívida Grandes Empresas		
Empresa	Moreira e Puga (2000)	2006
1	30%	0%
2	30%	74%
3	30%	4%
4	30%	15%
5	30%	1%
6	30%	123%
7	30%	9%
8	30%	0%
9	30%	0%
10	30%	92%
11	30%	30%
12	30%	0%
13	30%	29%
14	30%	0%
15	30%	44%
16	30%	50%
17	30%	3%
18	30%	10%
19	30%	0%
20	30%	9%
21	30%	93%
22	30%	34%
23	30%	11%
24	30%	26%
25	30%	7%
26	30%	14%
27	30%	38%
28	30%	67%
29	30%	12%
30	30%	69%
31	30%	15%
32	30%	30%
33	30%	62%
34	30%	1%
35	30%	28%
36	30%	0%
37	30%	57%

Tabela 13

Financiamento Ações Grandes Empresas		
Empresa	Moreira e Puga (2000)	2006
1	26%	81%
2	26%	-71%
3	26%	83%
4	26%	79%
5	26%	69%
6	26%	-23%
7	26%	81%
8	26%	76%
9	26%	91%
10	26%	-3%
11	26%	9%
12	26%	79%
13	26%	67%
14	26%	66%
15	26%	43%
16	26%	30%
17	26%	71%
18	26%	63%
19	26%	64%
20	26%	81%
21	26%	7%
22	26%	55%
23	26%	89%
24	26%	53%
25	26%	61%
26	26%	95%
27	26%	-32%
28	26%	33%
29	26%	60%
30	26%	31%
31	26%	49%
32	26%	55%
33	26%	38%
34	26%	78%
35	26%	66%
36	26%	98%
37	26%	43%

Tabela 11

Financiamento Interno		
Grandes Empresas		
Empresa	Moreira e Puga (2000)	2006
38	44%	53%
39	44%	3%
40	44%	0%
41	44%	19%
42	44%	15%
43	44%	7%
44	44%	12%
45	44%	81%
46	44%	0%
47	44%	4%
48	44%	24%
49	44%	9%
50	44%	7%
51	44%	0%
52	44%	0%
53	44%	13%
54	44%	12%
55	44%	0%
56	44%	17%
57	44%	37%
58	44%	15%
59	44%	8%
60	44%	27%
61	44%	0%
62	44%	46%
63	44%	31%
64	44%	0%
65	44%	-1%
66	44%	0%
67	44%	1%
68	44%	7%
69	44%	19%
70	44%	5%
71	44%	0%
72	44%	0%
73	44%	0%
74	44%	23%
75	44%	10%
76	44%	14%

Tabela 12

Financiamento Dívida		
Grandes Empresas		
Empresa	Moreira e Puga (2000)	2006
38	30%	0%
39	30%	16%
40	30%	-37%
41	30%	50%
42	30%	2%
43	30%	0%
44	30%	4%
45	30%	27%
46	30%	10%
47	30%	9%
48	30%	0%
49	30%	1%
50	30%	8%
51	30%	30%
52	30%	11%
53	30%	0%
54	30%	2%
55	30%	15%
56	30%	12%
57	30%	23%
58	30%	0%
59	30%	0%
60	30%	27%
61	30%	59%
62	30%	35%
63	30%	0%
64	30%	29%
65	30%	-13%
66	30%	55%
67	30%	51%
68	30%	8%
69	30%	6%
70	30%	0%
71	30%	34%
72	30%	199%
73	30%	185%
74	30%	0%
75	30%	93%
76	30%	124%

Tabela 13

Financiamento Ações		
Grandes Empresas		
Empresa	Moreira e Puga (2000)	2006
38	26%	47%
39	26%	81%
40	26%	137%
41	26%	31%
42	26%	83%
43	26%	93%
44	26%	83%
45	26%	-9%
46	26%	90%
47	26%	87%
48	26%	76%
49	26%	91%
50	26%	85%
51	26%	70%
52	26%	88%
53	26%	87%
54	26%	86%
55	26%	85%
56	26%	70%
57	26%	40%
58	26%	85%
59	26%	92%
60	26%	46%
61	26%	41%
62	26%	19%
63	26%	69%
64	26%	71%
65	26%	114%
66	26%	45%
67	26%	48%
68	26%	86%
69	26%	75%
70	26%	95%
71	26%	66%
72	26%	-99%
73	26%	-85%
74	26%	77%
75	26%	-3%
76	26%	-39%

Tabela 11

Financiamento Interno		
Grandes Empresas		
Empresa	Moreira e Puga (2000)	2006
77	44%	1%
78	44%	1%
79	44%	11%
80	44%	20%
81	44%	25%
82	44%	3%
83	44%	26%
84	44%	0%
85	44%	41%
86	44%	6%
87	44%	0%
88	44%	4%
89	44%	6%
90	44%	7%
91	44%	9%
92	44%	0%
93	44%	13%
94	44%	26%
95	44%	48%
96	44%	10%
97	44%	12%
98	44%	0%
99	44%	6%
100	44%	10%
101	44%	12%
102	44%	14%
103	44%	4%
104	44%	15%
105	44%	24%
106	44%	1%
107	44%	11%
108	44%	0%
109	44%	18%
110	44%	3%
111	44%	0%
112	44%	32%
113	44%	30%
114	44%	9%
115	44%	20%

Tabela 12

Financiamento Dívida		
Grandes Empresas		
Empresa	Moreira e Puga (2000)	2006
77	30%	70%
78	30%	135%
79	30%	47%
80	30%	0%
81	30%	15%
82	30%	50%
83	30%	51%
84	30%	7%
85	30%	6%
86	30%	6%
87	30%	34%
88	30%	0%
89	30%	50%
90	30%	17%
91	30%	49%
92	30%	83%
93	30%	31%
94	30%	0%
95	30%	0%
96	30%	1%
97	30%	14%
98	30%	-660%
99	30%	47%
100	30%	4%
101	30%	32%
102	30%	49%
103	30%	16%
104	30%	15%
105	30%	149%
106	30%	42%
107	30%	9%
108	30%	84%
109	30%	15%
110	30%	0%
111	30%	86%
112	30%	0%
113	30%	10%
114	30%	13%
115	30%	9%

Tabela 13

Financiamento Ações		
Grandes Empresas		
Empresa	Moreira e Puga (2000)	2006
77	26%	29%
78	26%	-36%
79	26%	42%
80	26%	80%
81	26%	60%
82	26%	47%
83	26%	24%
84	26%	93%
85	26%	53%
86	26%	88%
87	26%	66%
88	26%	96%
89	26%	44%
90	26%	76%
91	26%	42%
92	26%	17%
93	26%	57%
94	26%	74%
95	26%	52%
96	26%	89%
97	26%	74%
98	26%	760%
99	26%	47%
100	26%	86%
101	26%	56%
102	26%	37%
103	26%	80%
104	26%	71%
105	26%	-74%
106	26%	57%
107	26%	80%
108	26%	16%
109	26%	67%
110	26%	97%
111	26%	14%
112	26%	68%
113	26%	61%
114	26%	78%
115	26%	71%

Tabela 11

Financiamento Interno		
Grandes Empresas		
Empresa	Moreira e Puga (2000)	2006
116	44%	27%
117	44%	0%
118	44%	16%
119	44%	66%
120	44%	11%
121	44%	17%
122	44%	13%
123	44%	98%
124	44%	24%
125	44%	12%
126	44%	0%
127	44%	18%
128	44%	0%
129	44%	11%
130	44%	37%
131	44%	20%
132	44%	22%
133	44%	12%
134	44%	28%
135	44%	20%
136	44%	0%
137	44%	10%
138	44%	16%
139	44%	7%
140	44%	0%
141	44%	39%
142	44%	20%
143	44%	32%
144	44%	22%
145	44%	33%
146	44%	2%
147	44%	3%
148	44%	5%
149	44%	14%
150	44%	49%
151	44%	15%
152	44%	34%
153	44%	30%
154	44%	26%

Tabela 12

Financiamento Dívida		
Grandes Empresas		
Empresa	Moreira e Puga (2000)	2006
116	30%	14%
117	30%	44%
118	30%	8%
119	30%	3%
120	30%	6%
121	30%	11%
122	30%	2%
123	30%	7%
124	30%	12%
125	30%	10%
126	30%	63%
127	30%	0%
128	30%	45%
129	30%	0%
130	30%	2%
131	30%	9%
132	30%	9%
133	30%	1%
134	30%	13%
135	30%	50%
136	30%	28%
137	30%	6%
138	30%	2%
139	30%	0%
140	30%	9%
141	30%	5%
142	30%	0%
143	30%	0%
144	30%	18%
145	30%	85%
146	30%	0%
147	30%	3%
148	30%	9%
149	30%	0%
150	30%	4%
151	30%	11%
152	30%	0%
153	30%	22%
154	30%	10%

Tabela 13

Financiamento Ações		
Grandes Empresas		
Empresa	Moreira e Puga (2000)	2006
116	26%	59%
117	26%	56%
118	26%	76%
119	26%	31%
120	26%	83%
121	26%	73%
122	26%	85%
123	26%	-6%
124	26%	64%
125	26%	78%
126	26%	37%
127	26%	82%
128	26%	55%
129	26%	89%
130	26%	61%
131	26%	71%
132	26%	69%
133	26%	87%
134	26%	59%
135	26%	30%
136	26%	72%
137	26%	84%
138	26%	82%
139	26%	93%
140	26%	91%
141	26%	55%
142	26%	80%
143	26%	68%
144	26%	59%
145	26%	-19%
146	26%	98%
147	26%	94%
148	26%	87%
149	26%	86%
150	26%	47%
151	26%	74%
152	26%	66%
153	26%	48%
154	26%	65%

Tabela 11

Financiamento Interno		
Grandes Empresas		
Empresa	Moreira e Puga (2000)	2006
155	44%	22%
156	44%	42%
Média:		16.67%

Tabela 12

Financiamento Divida		
Grandes Empresas		
Empresa	Moreira e Puga (2000)	2006
155	30%	20%
156	30%	5%
Média:		20.88%

Tabela 13

Financiamento Ações		
Grandes Empresas		
Empresa	Moreira e Puga (2000)	2006
155	26%	58%
156	26%	52%
Média:		62.45%

ANEXO 3
SINAIS DOS BETAS

Equações						
Betas	1	2	4	5	7	8
COL	-	+	-	+	-	+
FIS	+	-	+	-	+	-
TAM	-	+	-	+	-	+
MAR	-	+	-	+	-	+
REN	+	-	+	-	+	-

Anexo 4
Tabela 14 – CMPC Constante

Tabela 4 - CMPC Constante (% a.a.)

D/(D + CP)	<i>K_CP</i>	<i>K_D</i> (*)	CMPC
0%	12.0%	10.6%	12.0%
20%	12.4%	10.6%	12.0%
40%	12.9%	10.6%	12.0%
60%	14.1%	10.6%	12.0%
80%	17.6%	10.6%	12.0%

* *K_D* (antes do IR).

Fonte: ASSAF NETO, 2007 p. 467

Anexo 5

Sistema Brasileiro de Pagamentos – SPB

(fonte: <http://www.bcb.gov.br>, acessado em 15.03.2009.)

Introdução

Até meados dos anos 90, as mudanças no Sistema de Pagamentos Brasileiro – SPB foram motivadas pela necessidade de se lidar com altas taxas de inflação e, por isso, o progresso tecnológico então alcançado visou principalmente o aumento da velocidade de processamento das transações financeiras. Na reforma conduzida pelo Banco Central do Brasil em 2001 e 2002, o foco foi redirecionado para a administração de riscos. Nessa linha, a entrada em funcionamento do Sistema de Transferência de Reservas - STR, em 22 de abril daquele ano, marca o início de uma nova fase do SPB. Com esse sistema, operado pelo Banco Central do Brasil, o País ingressou no grupo de países em que transferências de fundos interbancárias podem ser liquidadas em tempo real, em caráter irrevogável e incondicional. Esse fato, por si só, possibilita redução dos riscos de liquidação⁵⁷ nas operações interbancárias, com conseqüente redução também do risco sistêmico, isto é, o risco de que a quebra de um banco provoque a quebra em cadeia de outros bancos, no chamado "efeito dominó".

Outra alteração importante ocorreu no regime de operação das contas de reservas bancárias. A partir de 24 de junho de 2002, depois de observada uma regra de transição, qualquer transferência de fundos entre contas da espécie passou a ser condicionada à existência de saldo suficiente de recursos na conta do participante emitente da correspondente ordem. Com isso houve significativa redução no risco de crédito incorrido pelo Banco Central do Brasil.

A liquidação em tempo real, operação por operação, a partir de 22 de abril de 2002, passou a ser utilizada também nas operações com títulos públicos federais cursadas no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - Selic, o que se tornou

⁵⁷ Os riscos de liquidação compreendem os riscos de crédito e de liquidez, isto é, respectivamente, o risco de perda definitiva do valor total ou parcial de uma operação e o risco de a liquidação de uma operação somente ocorrer em data posterior à combinada.

possível com a interconexão entre esse sistema e o STR. A liquidação dessas operações agora observa o chamado modelo 1 de entrega contra pagamento⁵⁸.

A reforma de 2002, entretanto, foi além da implantação do STR e da alteração do modus operandi do Selic. Para redução do risco sistêmico, que era o objetivo maior da reforma, foram igualmente importantes algumas alterações legais. Nesse sentido, a Lei 10.214⁵⁹, de março de 2001, reconheceu a compensação multilateral nos sistemas de compensação e de liquidação e estabeleceu que, em todo sistema de compensação multilateral considerado sistemicamente importante, a correspondente entidade operadora deve atuar como contraparte central e assegurar a liquidação de todas as operações cursadas.

Todas essas alterações tiveram o propósito de fortalecer o sistema financeiro, dando, assim, continuidade à reestruturação iniciada, em 1995, com o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional - Proer e, mais adiante, com o Programa de Incentivo à Redução da Participação do Setor Público Estadual na Atividade Bancária - Proes. Como se observa, no início do processo o foco esteve direcionado para o fortalecimento das instituições financeiras, via fusões e transferências de controle, e para a redução da presença do setor público na atividade bancária.

Mais recentemente, o Banco Central do Brasil tem procurado atuar de forma mais intensiva também no sentido de promover o desenvolvimento dos sistemas de pagamentos de varejo, visando, sobretudo, ganhos de eficiência relacionados, por exemplo, com o maior uso de instrumentos eletrônicos de pagamento, com a melhor utilização das redes de máquinas de atendimento automático (ATM) e de transferências de crédito a partir do ponto de venda (PDV), bem como com a maior integração entre os pertinentes sistemas de compensação e de liquidação⁶⁰.

⁵⁸ A liquidação final da ponta financeira e da ponta do título ocorre ao longo do dia, de forma simultânea, operação por operação. Para mais informações sobre modelos de entrega contra pagamento, ver “Delivery Versus Payment in Securities Settlement Systems”, BIS, setembro de 1992.

⁵⁹ Lei resultante da conversão da Medida Provisória 2.115-16 (inicialmente Medida Provisória 2.008, de 14.12.99).

⁶⁰ Para maiores informações, ver o “Diagnóstico do Sistema de Pagamentos de Varejo no Brasil”, de maio de 2005.

Visão geral do sistema de pagamentos brasileiro

O Sistema de Pagamentos Brasileiro - SPB apresenta alto grau de automação, com crescente utilização de meios eletrônicos para transferência de fundos e liquidação de obrigações, em substituição aos instrumentos baseados em papel. A maior eficiência e, em especial, a redução dos prazos de transferência de recursos sempre se colocaram como pontos centrais no processo de evolução do SPB até meados da década de 90, presente o ambiente de inflação crônica até então existente no país. Na reforma conduzida pelo Banco Central do Brasil em 2001 e 2002, o foco foi redirecionado para a questão do gerenciamento de riscos no âmbito dos sistemas de compensação e de liquidação.

De um lado, a base legal relacionada com os sistemas de liquidação foi fortalecida por intermédio da Lei 10.214, de 2001, que, entre outras disposições, reconhece a compensação multilateral e possibilita a efetiva realização de garantias no âmbito desses sistemas mesmo no caso de insolvência civil de participante, além de obrigar as entidades operadoras de sistemas considerados sistemicamente importantes a atuarem como contraparte central e, ressalvado o risco de emissor, assegurarem a liquidação de todas as operações. De outro lado, entraram em operação, em abril de 2002, um sistema de liquidação bruta em tempo real, o Sistema de Transferência de Reservas - STR, operado pelo Banco Central do Brasil, e um sistema especial para liquidação de operações interbancárias de câmbio, a Câmara de Câmbio da BM&F, bem como foi alterado o *modus operandi* do Sistema Especial de Liquidação e Custódia – Selic, também operado pelo Banco Central do Brasil, o qual, a partir do citado mês, passou a liquidar operações com títulos públicos federais em tempo real.

As entidades que atuam como contraparte central adotam adequados mecanismos de proteção, tais como, dependendo do tipo de sistema e da natureza das operações cursadas, limites operacionais, chamadas de margem, depósitos de garantias e fundos de garantia de liquidação. O princípio da entrega contra pagamento é observado em todos os sistemas de compensação e de liquidação de títulos e valores mobiliários. No caso de operação envolvendo moeda estrangeira, o

princípio correspondente à situação, de pagamento contra pagamento, também é observado se a liquidação ocorrer por intermédio da Câmara de Câmbio da BM&F.

O STR é, por assim dizer, o centro de liquidação das operações interbancárias em decorrência da conjugação dos seguintes fatos: primeiro, por disposição legal (Lei 4.595), todas as instituições bancárias (instituições que captam depósitos à vista) têm de manter suas disponibilidades de recursos no Banco Central do Brasil; segundo, por determinação regulamentar (Circular 3.057), os resultados líquidos apurados nos sistemas de liquidação considerados sistemicamente importantes devem ter sua liquidação final no Banco Central do Brasil, em contas de reservas bancárias; e finalmente, também por disposição regulamentar (Circular 3.101), todas as transferências de fundos entre contas de reservas bancárias têm de ser feitas por intermédio do STR.

Transferências interbancárias de fundos são também liquidadas por intermédio da Câmara Interbancária de Pagamentos – CIP, da Centralizadora da Compensação de Cheques e Outros Papéis – Compe e da Câmara TecBan. O Sitraf, um dos sistemas operados pela CIP, utiliza modelo híbrido de liquidação, o qual combina características dos sistemas de liquidação diferida (LDL) e dos sistemas de liquidação bruta (LBTR). O Siloc, que também é operado pela CIP, a Compe e a Câmara TecBan são sistemas LDL com compensação multilateral de obrigações. No caso do Siloc e da Compe, a liquidação é em D+1 e no da Câmara TecBan, D ou D+1 dependendo do horário em que originada a transferência de fundos.

Para o suave funcionamento do sistema de pagamentos no ambiente de liquidação em tempo real, três aspectos são especialmente importantes:

- Primeiro, o Banco Central do Brasil concede, aos participantes do STR, titulares de conta de reservas bancárias, crédito intradia na forma de operações compromissadas com títulos públicos federais, sem custos financeiros, isto é, o preço da operação de volta é igual ao preço da operação de ida;
- Segundo, a verificação de cumprimento dos recolhimentos compulsórios é feita com base em saldos de final do dia, valendo dizer que esses recursos

podem ser livremente utilizados ao longo do dia para fins de liquidação de obrigações⁶¹;

- Por último, o Banco Central do Brasil, se e quando julgar necessário, pode acionar rotina para otimizar o processo de liquidação das ordens de transferência de fundos mantidas em filas de espera no âmbito do STR.

Na liquidação de operações com títulos e valores mobiliários, o SPB apresenta certa segmentação. O Selic, conforme já mencionado, liquida operações com títulos públicos federais em tempo real. A Câmara de Ativos da BM&F também liquida operações com esses títulos, segundo sistemática diferenciada. A Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia - CBLC liquida principalmente operações com ações realizadas na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa e na Sociedade Operadora do Mercado de Ativos - Soma. Os títulos de dívida corporativa são liquidados principalmente por intermédio da Câmara de Custódia e Liquidação - Cetip. A BM&F, além da Câmara de Ativos e da Câmara de Câmbio, opera sistema de liquidação de operações com derivativos (Câmara de Derivativos). Quase todos os títulos são desmaterializados, existindo apenas sob a forma de registros eletrônicos. Os sistemas de negociação, de compensação e de liquidação são altamente automatizados e *STP (straight-through processing)* é amplamente utilizado.

O Banco Central do Brasil tem procurado atuar de forma mais intensiva também no sentido de promover o desenvolvimento dos sistemas de pagamentos de varejo, visando, sobretudo, ganhos de eficiência relacionados, por exemplo, com o maior uso de instrumentos eletrônicos de pagamento, com a melhor utilização das redes de máquinas de atendimento automático (ATM) e de transferências de crédito a partir do ponto de venda (PDV), bem como com a maior integração entre os pertinentes sistemas de compensação e de liquidação.

⁶¹ A utilização de recursos mantidos em contas de reservas bancárias, cujo saldo é considerado para fins de verificação do recolhimento compulsório e encaixe obrigatório relacionados com recursos à vista, independe de qualquer providência especial. Para utilização de outros recursos, registrados em outras contas de recolhimento compulsório/encaixe obrigatório, o participante precisa encaminhar ao STR ordem específica determinando a transferência dos recursos, da conta em que se encontravam registrados, para sua conta de reservas bancárias.

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)