



# ESTRUTURA DE CAPITAL DAS COMPANHIAS BRASILEIRAS: ANÁLISE DE DADOS NO PERÍODO 2002-2007

Alex del Giglio  
UGF

## **Resumo**

*Estrutura de capital é um tema ainda controverso na teoria de finanças corporativas. O presente artigo apresenta os resultados de um estudo sobre as estruturas de capital das maiores companhias abertas brasileiras. A amostra constituiu-se de companhias brasileiras que respondem pelo maior número de negócios, bem como volume financeiro da Bovespa, abrangendo os diversos setores da economia, regulados ou não. Foram analisadas as demonstrações financeiras das companhias a fim de investigar as fontes de financiamento dos investimentos. Empregando uma metodologia proposta pela International Finance Corporation (IFC) foram calculados três indicadores, quais sejam: autofinanciamento, financiamento externo por meio de endividamento e financiamento externo por meio de emissões, para cada companhia, sendo em seguida calculadas as estatísticas descritivas do conjunto. Examinou-se dentre as principais teorias pós Modigliani e Miller qual é a preferida e efetivamente utilizada pelas companhias abertas brasileiras. Os resultados obtidos foram inconsistentes com as teorias de Pecking Order e de Trade-Off e não estão em linha com outros estudos similares realizados no país. O objetivo deste trabalho não é oferecer uma resposta definitiva, mas ocasionar novas discussões para o tema.*

□

*Palavras-chaves: Estrutura de Capital, Companhias Listadas no IBOVESPA, Pecking Order e Trade-Off.*

## 1. INTRODUÇÃO

O tema concernente a identificação da estrutura de capital das companhias tem sido muito explorado em trabalhos acadêmicos e em serviços de consultoria empresarial, seja em razão da vastidão de estudos desenvolvidos nesse campo, seja em razão do grande interesse que essa temática desperta entre os administradores financeiros das companhias.

A busca constante da identificação da estrutura de capital das companhias tem implícita a idéia de que deve existir um nível ótimo de endividamento o qual deve ser perseguido por meio do estabelecimento de políticas de estrutura de capital. À medida que existe um nível ótimo de endividamento, torna-se interessante, para não dizer essencial, identificar a estrutura de capital das companhias.

Destaca-se que o assunto relativo à estrutura de capital adquiriu ampla relevância para o Brasil devido às inúmeras mudanças ocorridas no ambiente macroeconômico, envolvendo desde a abertura comercial na década de noventa até as mudanças estruturais que começam a ser efetivadas na primeira década do século XXI. É importante notar, também, que o Estado já desenvolveu algumas políticas que atuam no sentido de fomentar estruturas e regras de funcionamento do sistema financeiro que são mais favoráveis à realização de investimentos por parte das companhias e ao crescimento de longo prazo. Somado a isso, há uma vasta agenda de reformas de base, destacando-se, principalmente, as reformas tributária, administrativa e previdenciária.

Em vista do exposto, decidiu-se começar uma pesquisa sobre os padrões de financiamento das companhias estabelecidas no Brasil, empregando uma metodologia proposta pela *International Finance Corporation* (IFC).

## 2. QUAL É A ESTRUTURA DE CAPITAL IDEAL?

Desde o trabalho inicial de Modigliani e Miller (M&M), publicado, em 1958, na Revista de Economia Americana sob o título “*The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*” tem-se discutido na literatura acadêmica a relevância ou não de políticas de estrutura de capital.

Sob um conjunto de pressupostos bem restritivos, os autores elaboraram um argumento convincente provando que o valor de uma companhia não é afetado por sua

estrutura de capital. Em outras palavras, o valor de uma companhia é sempre o mesmo, qualquer que seja a estrutura de capital. Nenhuma estrutura de capital é melhor ou pior do que qualquer outra para os acionistas da companhia.

Os resultados deste trabalho seminal de M&M indicam que os administradores financeiros de uma companhia não são capazes de alterar o seu valor reorganizando a composição do financiamento da companhia.

Embora esta idéia fosse considerada revolucionária quando originalmente proposta em 1958, o modelo M&M teve um reconhecimento significativo. M&M afirmam que o custo geral de capital da companhia não pode ser reduzido com a substituição de capital próprio por capital de terceiros. A razão segue, conforme se extrai do Teorema nº 1 de M&M:

“Se o montante a ser gerado de retorno, e a ser distribuído, não é afetado pelas decisões de financiamento, e se os investidores podem se endividar nas mesmas condições que uma companhia, desde que esta dê em garantia de pagamento suas ações, então as decisões referentes à estrutura financeira não afetam o valor da companhia”.

Segundo Lameira (2001), a idéia central do 1º teorema de M&M se constrói admitindo-se que o investidor tem condições de anular as decisões da companhia quanto ao endividamento ou emissão de ações. Isto se deve ao fato da prática de taxa de juros iguais para pessoas físicas e jurídicas, admitindo-se o perfeito funcionamento do mercado.

Neste contexto, uma companhia não é capaz de mudar o seu valor alterando as proporções de sua estrutura de capital. No entanto, o estudo de Modigliani e Miller foi baseado em alguns pressupostos pouco realistas. Entre os pressupostos pouco realistas do estudo de M&M merecem destaque:

- Funcionamento perfeito do mercado;
- Nenhum custo de transação;
- Inexistência de Impostos;
- Inexistência de problemas de agência;
- Inexistência de custos de falência;
- Companhias e investidores captam/emprestam à mesma taxa; e
- Acesso igual a toda informação relevante, ou seja, as informações são ditas simétricas. Todos os agentes têm as mesmas informações sobre as oportunidades de investimento da companhia.

Apesar do modelo publicado em 1958 relaxar diversos pressupostos reais, tais como: existência de impostos, existência de custos de transação, custos de falência, dentre outros, o resultado da irrelevância da estrutura de capital proposto por M&M é extremamente importante. Ao indicar as condições sob as quais a estrutura de capital não é relevante, M&M ao mesmo tempo nos proporcionaram algumas pistas quanto ao que é indispensável para que a estrutura de capital seja relevante e, por conseguinte, afete o valor da companhia.

É importante salientar que este trabalho não foi a primeira pesquisa sobre a estrutura de capital das companhias, mas foi o mais marcante até então. Tal trabalho é considerado como um divisor de águas em finanças corporativas e dada a sua relevância foi laureado com o prêmio Nobel de Economia.

Todos os estudos subseqüentes, da chamada visão tradicional, se concentraram nos efeitos do relaxamento dos pressupostos de M&M, a fim de desenvolver uma teoria de estrutura de capital mais realista. Segundo Zonenschain (1998) na visão tradicional, pós-modelo M&M:

“[...] as empresas procurarão sempre uma estrutura de capital “ótima”, que minimize ao mesmo tempo os seus custos e riscos. Quanto maiores às vantagens de custo associadas ao nível corrente das taxas de juros e dos impostos, maior a tendência ao uso do endividamento, ocorrendo o inverso quanto maior o risco de falência. O resultado será uma relação endividamento/emissão ótima para a firma.”

No ano de 1963, Modigliani e Miller publicaram um trabalho de correção àquele apresentado em 1958, com o título “*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a Correction*”, no qual deixaram de lado a suposição da inexistência de impostos sobre as companhias.

É sabido que a legislação contábil-tributária permite que as companhias deduzam os pagamentos dos juros de dívida como despesa na Demonstração de Resultado do Exercício (DRE) diminuindo, portanto, o lucro tributável. No entanto, a legislação não dá tratamento equânime ao pagamento de dividendos aos acionistas. Este tratamento diferenciado - benefício fiscal - encoraja as companhias a preferirem as dívidas ao capital próprio em suas estruturas de capital.

Modigliani e Miller demonstraram que alterando apenas a suposição da inexistência de impostos e mantendo inalterado todos os demais pressupostos, *coeteris paribus*, este

tratamento diferenciado leva a uma estrutura ótima de capital com 100% (cem por cento) de financiamento por meio de dívidas.

Desta forma, uma companhia endividada tem valor maior que uma companhia sem dívidas com as mesmas características. Apesar do efeito dos impostos sobre o endividamento incrementar o valor da companhia, nenhuma firma será na prática financiada com 100% de dívida, tendo em vista que os credores impõem limites ao endividamento e os administradores irão querer ter uma reserva para captação de dívida em caso de emergência.

No ano de 1977, Merton H. Miller analisou os efeitos dos impostos pessoa física em artigo denominado “*Debt and Taxes*”. Neste estudo, realizado nos EUA, Miller inferiu que a renda pessoal oriunda de títulos exigíveis – representativos de dívidas, é tributada a alíquotas que atingem até aproximadamente 40%, enquanto que a renda pessoal proveniente de títulos não exigíveis - ações, é tributada sobre o ganho de capital e atinge uma alíquota máxima de 28%. Devido a esse tratamento tributário distinto, os investidores estão dispostos a aceitar retornos antes dos impostos menores sobre ações, em comparação com os retornos dos títulos representativos de dívida.

Assim, Miller (1977) asseverou que:

“[...] a dedutibilidade dos juros favorece o uso de financiamento via títulos de dívidas, mas o tratamento tributário mais favorável das ações reduz a taxa de retorno exigida das ações e, assim, favorece o uso de financiamento via capital próprio”.

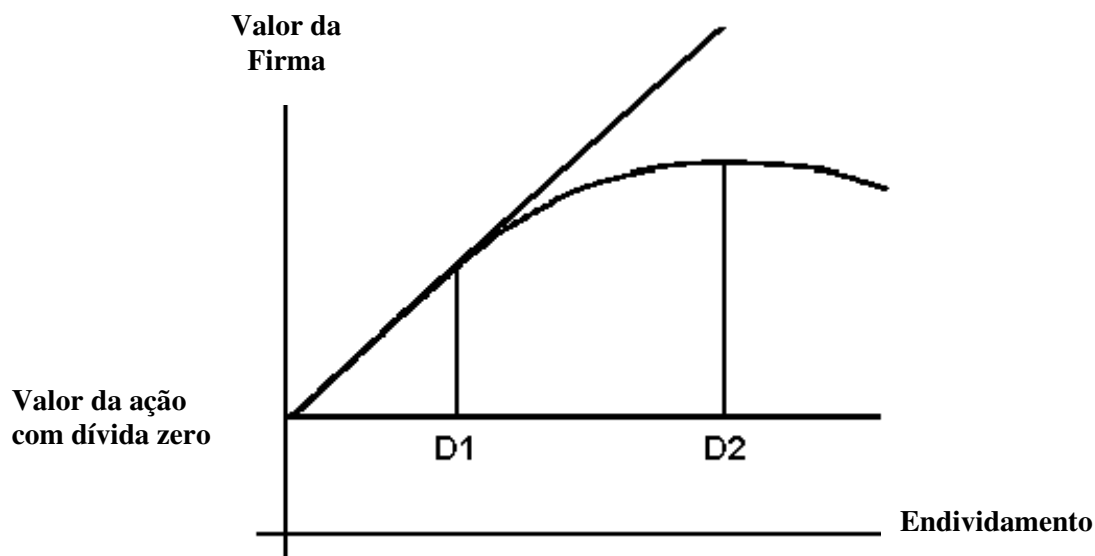
É realmente uma tarefa difícil calcular o efeito líquido desses dois fatores. No entanto, é pacífico entre os principais autores que a dedutibilidade dos juros tem o efeito mais forte sobre o custo de capital e que a alíquota mais baixa incidente sobre ganhos de capital não compensa a utilização de capital próprio pelas companhias. Desta forma, o sistema tributário norte-americano ainda favorece o uso de financiamento via títulos representativos de dívida.

Após as postulações de M&M no tocante a escolha da estrutura de capital para determinação do valor da companhia, o tema estrutura ótima de capital tem sido foco ao estudo das finanças. Advindo do relaxamento das premissas da teoria de M&M, com a inclusão das imperfeições, novas correntes de pensamento surgiram. Segundo Brealey, Myers e Marcus (1995) são duas as principais correntes pós M&M que explicam a composição das estruturas de capital ideais das companhias. A *Static Trade-off Theory* e a *Pecking Order Theory*.

A *Static Trade-off Theory* com alavancagem avalia os benefícios do financiamento via dívidas em relação às taxas de juros mais altas e os custos de falência. Na realidade a *Static Trade-off Theory* da estrutura de capital mostra que o endividamento é útil porque gera uma despesa dedutível na DRE e diminui os custos de agência, mas traz com ele custos associados à falência efetiva ou potencial. A estrutura de capital ótima produz um equilíbrio entre os benefícios do endividamento e os custos associados à falência.

Em outras palavras, na *Static Trade-off Theory*, introduzida por Miller (1977), as companhias se alavancariam com a finalidade de usufruírem ao máximo o benefício fiscal da dívida até o ponto em que incorressem em custos de risco de insolvência que superassem os possíveis benefícios. Destarte, as companhias buscariam maximizar o valor da firma operando no ponto ótimo de alavancagem, conforme gráfico abaixo:

**GRÁFICO 1 – Static Trade-off Theory**



— Interpretação do Gráfico 1:

No nível de endividamento, abaixo do ponto D1, a probabilidade de falência é irrelevante. Logo o benefício no uso de dívida é integral.

No intervalo de D1 a D2, os custos associados à falência começam a ter relevância reduzindo, por conseguinte, os benefícios fiscais do uso de dívida. Desta forma, o valor da companhia cresce, porém a taxas decrescentes à medida que o índice de endividamento

umenta. É importante notar que o uso do endividamento pela companhia é ainda interessante entre esse intervalo (D1, D2).

O ponto ótimo de alavancagem é dado pelo ponto de inflexão D2. Além do ponto D2, os custos relacionados à falência excedem os benefícios fiscais do endividamento; a partir deste ponto a elevação do endividamento diminui o valor da companhia. Logo, D2 é o ponto da estrutura ótima de capital.

Na teoria é simples achar os pontos ideais de endividamento das companhias, porém na prática diversos problemas estatísticos impedem a identificação dos pontos D1 e D2. Outro aspecto intrigante da teoria *Trade Off*, conforme apresentada na figura, é o fato de que muitas companhias norte-americanas grandes e com boa reputação utilizam bem menos dívida do que a teoria sugere. Esta constatação levou Myers e Majluf (1984) ao desenvolvimento da chamada *Pecking Order Theory*, que discutiremos a seguir.

O estudo de M&M tomou como pressuposto que os investidores e os administradores têm as mesmas informações no tocante às perspectivas futuras das companhias. Isso é o que a literatura econômica denomina de informações simétricas entre os agentes.

No entanto, sabe-se que na prática os administradores em geral têm mais informações que os investidores externos. Logo existem informações assimétricas e tais informações têm um efeito relevante sobre a estrutura de capital ótima.

Em função da informação assimétrica, espera-se que uma companhia que tem perspectivas bem favoráveis evite a venda de ações no mercado primário e, em vez disso, levante qualquer novo capital por outras formas.

Estudos empíricos, como, por exemplo, o de Asquith e Mullins (1983) sugerem que quando uma companhia grande e tradicional anuncia uma nova oferta de ações, o preço de suas ações tende a cair no mercado. Para os autores, isso ocorre porque o anúncio de uma nova oferta de ações de uma companhia tradicional, que dispõe de outras alternativas de financiamento, deve ser tomado como uma sinalização de que as perspectivas da companhia, na avaliação dos administradores que tem efetivamente mais informações, não são tão boas.

Por outro lado, quando a companhia tem boas perspectivas no tocante aos lucros futuros, há uma tendência de não vender ações no mercado, com a finalidade de evitar a partilha dos benefícios futuros. Em vez disso, as companhias com boas perspectivas devem utilizar outras fontes de recursos, inclusive empregando dívidas em quantias acima da estrutura de capital desejada.

A teoria, que focaliza a visão dos administradores que temem a interpretação do mercado a respeito de novas emissões de ações, é denominada na literatura de *Pecking Order Theory* desenvolvida por Myers e Majluf em 1984. Com base nesta teoria, como os administradores sabem que após a emissão de novas ações seus preços em mercado tendem a cair, só devem lançar novas ações quando o preço desse ativo estiver sobrevalorizado. Isso sugere um padrão de comportamento nas decisões financeiras das companhias:

As companhias se utilizam em primeiro lugar dos lucros retidos, em vista de não sinalizarem nada para o mercado. Se for necessário o acesso a recursos externos, as companhias recorrerão ao endividamento, ao invés de lançarem ações.

Ao contrário da *Static Trade-off Theory*, na *Pecking Order Theory* sugere-se que as companhias não almejam um nível ótimo de endividamento e a estrutura de capital é um resultado cumulativo da hierarquia de preferências de financiamento ao longo do tempo (Shyam-Sundars et Myers, 1999).

Um questionamento se instala com base na *Pecking Order Theory*: Quais são as implicações desta teoria para as decisões quanto à estrutura de capital? Brigham e Houston respondem a esta pergunta, asseverando que as companhias devem, em épocas normais, manter uma reserva de capacidade de endividamento que possa ser utilizada na eventualidade de alguma oportunidade de investimento especialmente boa. Em outras palavras, isto significa que as companhias devem, em épocas normais, utilizar menos endividamento do que é sugerido pelo modelo de *trade-off* entre benefícios fiscais e custos de falência, exposto no GRÁFICO 1.

Chirinko e Singha (2000) classificam a *Pecking Order Theory* em duas formas:

- a forte → as companhias nunca emitem ações para o financiamento de seus projetos. Os projetos são financiados exclusivamente por meio de lucros retidos e dívida;
- a semi-forte → Além dos projetos serem financiados por meio de lucros retidos e dívida admite algum nível de emissão de ações.

Na próxima seção far-se-á a revisão da literatura referente ao estudo das estruturas de capital das companhias brasileiras em sentido amplo. Após esta breve revisão será apresentada a metodologia do estudo e os resultados encontrados para examinar dentre as

principais teorias pós M&M acerca da estrutura de capital qual é, efetivamente, utilizada pelos gestores das companhias abertas brasileiras.

### **3. REVISÃO DA LITERATURA DA ESTRUTURA DE CAPITAL NO BRASIL**

Um estudo importante sobre o tema foi realizado em 1996 por William Eid Jr. O referido autor pesquisou se as companhias brasileiras são adeptas a uma das teorias pós-modelo Modigliani e Miller estudadas no capítulo precedente ou se, contrário senso, as companhias captam seus recursos na medida em que surgem boas oportunidades. O autor inferiu, em seu estudo, que as companhias brasileiras não buscam uma meta – ponto ótimo – de endividamento, logo a teoria do *trade-off* não se confirmou para as companhias brasileiras. Quanto à teoria *pecking order*, também, não houve confirmação, eis que as companhias brasileiras adotam uma ordem de preferência diferente da hierarquia do modelo de Myers e Majluf (1984). A fonte principal de financiamento das companhias brasileiras é por meio de empréstimos bancários, seguida da emissão de ações e, finalmente, os lucros retidos aparecem como terceira alternativa.

Em outro estudo Moreira e Puga (2000), analisando o período de 1995 a 1997, chegam a uma conclusão diferente daquela apresentada por Eid Jr. Para Moreira e Puga (2000), as companhias brasileiras adotam uma ordem de preferência idêntica a hierarquia proposta no modelo de Myers e Majluf (1984). Isso confirmaria o modelo *pecking order* para o caso brasileiro. O auto-financiamento é a principal fonte de recursos, seguida pelo endividamento e pelo lançamento de ações.

Outro estudo importante realizado no ano do estudo de Eid Jr foi o de Kramer e Procianoy. No estudo, os autores observaram se há alguma estratégia comum nas companhias negociadas na BOVESPA quanto à utilização máxima de recursos de terceiros. Os autores concluíram que não é possível identificar uma estratégia modelo para todas as companhias, apenas perceberam forte correlação da utilização de capital de terceiros com os níveis de passivo circulante. Portanto, a teoria do *trade off* não se confirmou.

Por sua vez, Gomes e Leal (2001), perceberam que existe uma correlação negativa entre endividamento e as variáveis rentabilidade e tamanho. Logo sob o aspecto rentabilidade e tamanho os autores concluíram que as companhias brasileiras tendem para a teoria do

*pecking order*. Em outro trabalho Perobelli e Fama (2001) confirmam as inferências de Gomes e Leal ao analisarem o período de 1995 a 2000. Os autores encontraram evidências de que o nível de dívida relaciona-se negativamente com as variáveis rentabilidade e tamanho confirmando a teoria do *pecking order*.

A revisão da literatura, de um modo geral, sugere que as companhias brasileiras utilizam a *Pecking Order Theory* na forma semi-forte para a escolha da estrutura de capital.

É importante salientar que os autores supracitados consideraram amostras mais heterogêneas em relação à amostra utilizada neste estudo. Em nosso estudo utilizar-se-á uma amostra relativamente pequena - companhias listadas no IBOVESPA - e com características mais homogêneas. Logo, espera-se que o financiamento por meio do mercado acionário se destaque. Nosso estudo se assemelha ao de Zonenschain (1998), tanto em relação à metodologia adotada quanto sob o aspecto das características das companhias - grande volume de títulos negociados em Bolsa de Valores.

#### **4. METODOLOGIA**

O presente trabalho propôs-se a estudar, qual é a estrutura de capital predominante nas empresas Brasileiras tomando um período recente (2002 a 2007).

Muitas amostras, contendo as mais diversas variáveis, já foram testadas, com base em diferentes metodologias estatísticas, contábeis e econométricas. Nesse trabalho optou-se por uma análise contábil-financeira, tendo em mira que a grande maioria dos trabalhos utiliza dados em corte transversal (*cross section*) e aplica métodos tradicionais de regressão linear múltipla.

De acordo com a teoria, normalmente é mais apropriado trabalhar com dados baseados em valores de mercado do Ativo e do Patrimônio Líquido (PL). No entanto, devido às grandes oscilações dos preços dos Ativos e PL para o período, bem como às inúmeras dificuldades na obtenção dos dados, serão utilizados os valores contábeis.

Foram analisadas informações agregadas de balanços de companhias listadas no IBOVESPA, no primeiro quadrimestre de 2008. Investigou-se a forma de financiamento dos investimentos pelas companhias (taxa de retenção, autofinanciamento e financiamento externo, via endividamento e via emissões). A amostra constituiu-se de companhias de capital

aberto mais negociadas em bolsa de valores. As informações foram obtidas da base de dados da CVM.

Assim como no estudo de Zonenschain (1998), empregou-se uma metodologia proposta pela *International Finance Corporation* (IFC) e foram calculados três indicadores para cada firma, a partir das fórmulas que seguem, sendo em seguida calculadas as médias para o conjunto das companhias.

**Autofinanciamento do crescimento:**

$$\frac{\sum_{p+1}^m (\text{lucro líquido} - \text{dividendos})}{\sum_{p+1}^m \Delta (\text{ativo total} - \text{passivo circulante})}$$

**Financiamento externo do crescimento (endividamento):**

$$\frac{\sum_{p+1}^m \Delta \text{ exigível a longo prazo}}{\sum_{p+1}^m \Delta (\text{ativo total} - \text{passivo circulante})}$$

**Financiamento externo do crescimento (emissão):**

1 - autofinanciamento - endividamento

onde:  $m$  = último ano do período;  
 $p$  = primeiro ano do período.

Foi procedida uma análise descritiva das variáveis para identificar padrões e características da amostra. A amostra foi composta pelas companhias de capital aberto que seguem:

All America Latina	AM Inox	AMBEV
Aracruz	Bradesco	Bradespar S/A
Brasil Telecom Part.	Brasil Telecom S/A	BRASKEM S/A
B2W Varejo	Cia. Concessões Rodoviárias	Centrais Elétricas de SC
CEMIG Distribuição	CESP	Comgás
Cosan	CPFL	Cyrela Comercial S/A
Cyrela Brasil S/A Empree.	Duratex	Eletropaulo
Embraer	Gafisa	Gerdau
Gol Linhas Aéreas	Ipiranga	Itau S/A
ITAUSA	Klabin	Light
Lojas Americanas	Lojas Renner	Natura

Net	Nossa Caixa	Cia Brasileira de Distribuição
Perdigão	Petrobras	Cia Saneamento de São Paulo
Sadia	Cia Siderurgica Nacional	Vivo
Vale		

## 5. RESULTADOS DA ANÁLISE DE DADOS

As tabelas, que seguem, mostram as estatísticas descritivas da amostra. Os dados apresentados são de toda amostra contemplando o período de 2002 a 2007.

O endividamento médio das companhias integrantes do IBOVESPA, ou seja, àquelas com grande volume negociado em Bolsa de Valores é em torno de 38%. A emissão responde por aproximadamente 52% e o autofinanciamento 10%.

Se desagregarmos os dados e analisarmos apenas os dois últimos anos, 2006 e 2007, os recursos advindos de emissão de ações e autofinanciamento se elevam para cerca de 55% e 12%, respectivamente. Os recursos de dívida decrescem para 35% do total.

Auto-Financiamento		Endividamento		Emissão	
Média	0,0983	Média	0,3789	Média	0,5227
Erro padrão	0,0143	Erro padrão	0,0386	Erro padrão	0,0370
Mediana	0,0928	Mediana	0,4004	Mediana	0,5243
Modo	#N/D	Modo	#N/D	Modo	#N/D
Desvio padrão	0,0905	Desvio padrão	0,2443	Desvio padrão	0,2340
Variância da amostra	0,0082	Variância da amostra	0,0597	Variância da amostra	0,0547
Curtose	3,1716	Curtose	-0,8098	Curtose	-0,3728
Assimetria	1,3360	Assimetria	0,0234	Assimetria	-0,3167
Intervalo	0,4755	Intervalo	0,8824	Intervalo	0,9232
Mínimo	-0,0871	Mínimo	0,0000	Mínimo	-0,0063
Máximo	0,3884	Máximo	0,8824	Máximo	0,9169
Soma	3,9338	Soma	15,1576	Soma	20,9085

Fonte: Elaboração própria

## 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Após revisar a literatura pertinente a estrutura de capital das companhias brasileiras, inferiu-se que as companhias brasileiras, de um modo geral, adotam a teoria *pecking order* na forma semi-forte.

Mesmo com o avanço na liquidez e desempenho do mercado de capitais brasileiros, sobretudo, a partir de 2001, estudos recentes como, por exemplo, o de Moraes (2005) e Pereira Neto (2006) evidenciam que as companhias brasileiras, como um todo, continuam usando como fonte prioritária o autofinanciamento e o endividamento operacional, confirmando a utilização da teoria *pecking order* na forma semi-forte.

Por outro lado, as companhias brasileiras listadas no IBOVESPA, objeto do presente estudo, adotam uma ordem de preferência diversa da apresentada em nossa revisão da literatura. A primeira fonte de recursos das companhias listadas no IBOVESPA é a emissão de ações, seguida da dívida de longo prazo e a última alternativa é através dos lucros retidos. Este comportamento já era esperado e pode ser atribuído, em parte, à melhoria da liquidez do mercado acionário brasileiro nos últimos anos, bem como deve ser ressaltada, principalmente, a homogeneidade das companhias analisadas.

Portanto, em relação à hierarquia na captação de recursos, a Teoria *Pecking Order* desenvolvida por Myers e Majluf não se confirma para o presente estudo que, conforme observado, é mais homogêneo e restritivo, pois a amostra inclui apenas as companhias mais bem negociadas em bolsa de valores, integrantes do IBOVESPA.

Cabe destacar, no entanto, que o nosso estudo chega a valores próximos àqueles encontrados por Zonenschain (1998) para o período de 1989/96. Na oportunidade, Zonenschain (1998) utilizou uma amostra de 216 companhias de capital aberto da indústria de transformação mais negociadas em bolsa de valores.

Os resultados do estudo de Zonenschain (1998) estão representados na tabela e gráfico que seguem. O endividamento médio das companhias integrantes da amostra do estudo de Zonenschain (1998) é em torno de 27%. A emissão responde por aproximadamente 48% e o autofinanciamento 25%.

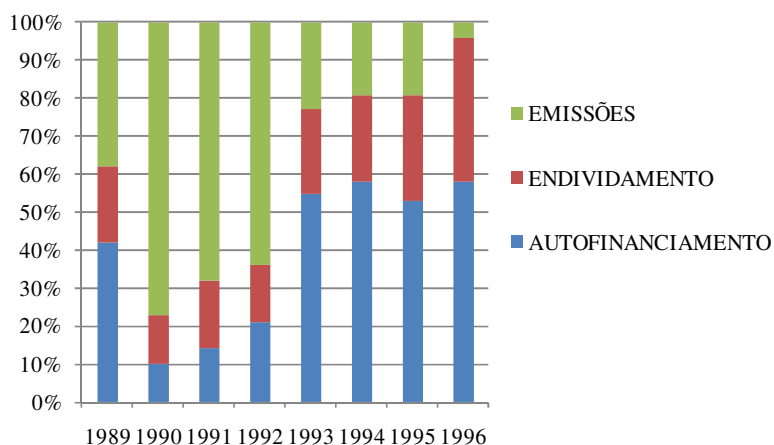
TABELA 1

Padrão de Financiamento das Empresas no Brasil - 1989/96 (em %)

ANO	AUTOFINANCIAMENTO	ENDIVIDAMENTO	EMISSIONES	AMOSTRA (NÚMERO DE EMPRESAS)
1989/96	25	27	48	97
1989	42	20	38	111
1990	10	13	78	94
1991	14	18	68	92
1992	21	15	64	85
1993	55	22	23	128
1994	58	23	19	135
1995	53	28	19	104
1996	58	38	4	88

Fonte: Zonenschain 1998

**Gráfico 2**  
**Padrão de Financiamento das Empresas no Brasil**  
**1989/96**



Fonte: Zonenschain 1998

A amostra do presente estudo, assim como a do estudo de Zonenschain indicou que para as companhias com grande volume negociado em bolsa e boa liquidez, as emissões de ações se destacam frente às outras opções de financiamento, não confirmando a adoção da teoria *pecking order* na forma semi-forte para tais companhias.

A partir do ano de 2001, notadamente, diversos esforços vêm sendo feitos no sentido de tornar o mercado acionário brasileiro, ainda mais dinâmico, semelhante aos mercados dos países desenvolvidos. Muitas mudanças estruturais começaram a ser desenvolvidas e efetivadas, representando otimismo para o mercado. Merecem destaque: A Nova Lei das Sociedades por Ações e os níveis de boa prática de governança corporativa; Novo Mercado, Nivel 1 e Nivel 2.

Esses esforços são de suma importância pois só assim a escolha da estrutura de capital pelas companhias não será influenciada e atribuída a dificuldade de captação de recursos por meio do mercado acionário brasileiro.

É importante frisar que o estudo da estrutura de capital das companhias abertas brasileiras não se esgota aqui, tendo em vista que há muito, ainda, para se evoluir no sentido da variedade de produtos oferecidos pelo mercado, e melhorias nas possibilidades e facilidades de captação de recursos por parte das companhias brasileiras.

Com a contínua evolução do mercado de capitais e posterior conclusão das reformas de base: reformas tributária, administrativa e previdenciária, espera-se que em um futuro

próximo as companhias brasileiras não sofram mais, nenhuma espécie de restrição ao crédito, podendo, por conseguinte, adotar a ordem de preferência que bem entenderem entre as origens de recursos ou se assim quiserem, utilizarem a teoria do *trade-off* a fim de otimizar o valor da companhia.

## REFERÊNCIAS

ASQUITH, P.; MULLINS, D. **The impact of initiating dividend payments on shareholders wealth.** Journal of Business. 1983. P. 77-96.

BACHA, Edmar L.; OLIVEIRA, Luiz C. **Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: Lições Internacionais, Desafios Brasileiros.** Rio de Janeiro. Contra Capa Livraria. 2005.

BARCLAY, Michael J; SMITH JR.; Clifford W. **The Capital Structure Puzzle: Another Look at the Evidence.** Journal of Applied Corporate Finance. v.12, n.1, 8-20. 1999.

BREALEY, R; MYERS, S; MARCUS, A. **Fundamental of Corporate Finance.** New York: McGraw-Hill. 1995.

BRIGHAM, Eugene F.; HOUSTON, Joel F. **Fundamentos da Moderna Administração Financeira.** Rio de Janeiro. Campus. 1999.

CARVALHAL DA SILVA. A. **A Influência da Estrutura de Controle e Propriedade no Valor, Estrutura de Capital e Política de Dividendos das Empresas Brasileiras – Tese (Doutorado em Administração) – Instituto COPPEAD de Administração – Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2002.**

CHIRINKO, R.S.; SINGHA, A.R. **Testing static tradeoff against Pecking Order models of capital structure: a critical comment.** Journal of Financial Economics, v. 58, p. 417-425, 2000.

COPELAND, Thomas E.; WESTON, J. Fred. **Financial Theory and Corporate Policy.** 3ed. USA: Addison-Wesley. 1988.

EID Jr., William. **Custo e Estrutura de Capital: o Comportamento das Empresas Brasileiras.** Revista de Administração de Empresas. v. 36, n. 4, p. 51-59. 1996.

FAMA, Eugene F; FRENCH, Kenneth R. **Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt.** SSRN. 2000.

GITMAN, J. Lawrence. **Princípios de administração financeira**. 10a edição. São Paulo. Editora Pearson. 2004.

GOMES, G.; LEAL, R. **Determinantes da Estrutura de Capitais das Empresas Brasileiras com Ações Negociadas em Bolsas de Valores**. In: LEAL, R.; COSTA JR.; N.; LEMGRUBER, E. *Finanças Corporativas*. São Paulo: Atlas, 2001.

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

KAYO, E.; FAMÁ, R. **Teoria de Agência e Crescimento: Evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento**. *Caderno de Pesquisas em Administração*. v.2, n.5, p.1-8, 1997.

LAMEIRA, V. **A estrutura de capital das sociedades anônimas**. Rio de Janeiro. Forense Universitária. 2001.

KRAMER, Ronald. PROCIANOY, Jairo Laser. **Estruturas de Capital: um enfoque sobre a capacidade máxima de utilização dos recursos de terceiros das empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo**. In: ENCONTRO ANUAL DA ANPAD, 20, 1996, XXXX. *Anais do 20º ENANPAD*, São Paulo: ANPAD, 1996. p. 125-140.

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

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. **The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment**. *American Economic Review*. v.48, n.3, 261-297. 1958.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. **Taxes and the Cost of Capital: A Correction**.

MOREIRA, Maurício M.; PUGA, Fernando P. **Como a Indústria Financia o seu Crescimento. Uma análise do Brasil Pós -Real**. UFRJ - Instituto de Economia - Revista de Economia Contemporânea – Vol. 5. Edição Especial. 2000.

MYERS, Stewart C. **Determinants of Corporate Borrowing**. *Journal of Financial Economics*. v. 5, 147-175. 1977.

MYERS, Stewart C. **The Capital Structure Puzzle**. *The Journal of Finance*. v. 29, n. 3, 575-592. 1984.

NOSSA, V. ; LOUZADA, Luiz Cláudio ; ZATTA, Fernando Nascimento ; FREIRE, Hercules Vander de Lima . **Dividendos e lucros anormais: um estudo nas empresas listadas na**

**Bovespa.** In: 3º Encontro Brasileiro de Finanças, 2003, São Paulo-SP. 3º Encontro Brasileiro de Finanças, 2003. v. 1. p. 1-15.

PEROBELLI, Fernanda F. C; FAMÁ, Rubens. **Fatores determinantes da Estrutura de Capital: aplicação a empresas de capital aberto no Brasil.** In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 1, 2001. São Paulo. 1º SBFIN. 2001. 1 CD-ROM.

PROCIANOY, Jairo L; SCHNORRENBERGER, Adalberto. **A Influência da Estrutura de Controle nas Decisões de Estrutura de Capital das Companhias Brasileiras.** In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2, 2002, Rio de Janeiro. 2º SBFIN. 2002. 1 CD-ROM.

ROCCA, C. A.; SILVA, M. E.; DE CARVALHO, A. G. **Sistema financeiro e a retomada do crescimento econômico.** FIPE/Bovespa. 1998.

ROSS, Stephen A. **The determination of financial structure: the incentive signaling approach.** Bell Journal of Economics. v. 8, 23-40. 1977.

ROSS, Stephen A; WESTERFIELD, Randolph W. JAFFE Jeffrey F. **Administração Financeira.** 3 ed. São Paulo. Atlas. 2002.

SINGH, A. **The stock-market and economic development: should developing countries encourage stock-markets?** Unctad Review, n. 4, 1993.

SINGH, A., HAMID, J. **Corporate financial structures in developing countries.** Washington: International Finance Corporation, 1992 (Technical Paper, 1).

ZONENSCHAIN, Cláudia Nessi. **Estrutura de Capital das Empresas no Brasil.** Revista BNDES, 1998.