

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

PUC - SP

**ABERTURA DE CAPITAL NO BRASIL COMO
INSTRUMENTO DE EXPANSÃO DO CRÉDITO**

Danilo Papin Bacarim

Orientador: Prof. Dr. Rubens Famá

**SÃO PAULO
2007**

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

PUC - SP

**ABERTURA DE CAPITAL NO BRASIL COMO
INSTRUMENTO DE EXPANSÃO DO CRÉDITO**

Dissertação apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC – SP) para a obtenção do título de Mestre em Administração pelo Curso de Pós-Graduação em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Rubens Famá

**SÃO PAULO
2007**

FICHA CATALOGRÁFICA

Bacarim, Danilo Papin

Abertura de capital no Brasil como instrumento de expansão do crédito. São Paulo, 2007.

140 f

Dissertação de Mestrado, apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo– PUC - SP.

Orientador: Famá, Rubens.

1. Abertura de capital. 2. crédito. 3. empresas brasileiras

TRABALHO APRESENTADO EM BANCA E APROVADO POR:

Banca Examinadora

Prof. Dr. Rubens Famá

Prof. Dr. Antonio Vico Manas

Prof. Dr. Fábio Frezatti

São Paulo, ____ de ____ de 200__

Orientador: Prof. Dr. Rubens Famá
Mestrando: Danilo Papin Bacarim

DEDICATÓRIA

Dedico esta dissertação de mestrado à minha esposa Maria Cristina e aos meus pequenos filhos Cristiano e Mariana que muito me apoiaram nos últimos dois anos. Dedico a dissertação também a pessoas que me apóiam desde pequeno em meu crescimento acadêmico e profissional como meus pais, Edna e Gilberto e minha irmã Renata.

Por fim, dedico esta obra a meus queridos sogros Maria José e Nilton que de alguma forma contribuíram para elaboração da mesma bem como meus cunhados (as) Pompilio, Ana Paula, Nilton e Roberto e meus sobrinhos Raphael, Beatriz e Maria Luisa.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por estar sempre presente na minha vida e de minha família e pessoas queridas.

Agradeço ao professor orientador Doutor Rubens Famá pelas importantes contribuições dadas ao longo do curso de mestrado e na elaboração desta dissertação. Aos professores Doutores Fábio Frezatti e Antonio Vico Manas faço aqui também meus agradecimentos pelos fundamentais conselhos recebidos ao longo deste estudo.

Agradeço à Diretora do Banco BNP Paribas Brasil Deborah Vieitas e ao Gerente César Figueiredo pela oportunidade que me foi dada e pelas importantes discussões, fundamentais na elaboração desta dissertação.

Finalmente, agradeço a todos que de alguma forma contribuíram para este trabalho.

*"Fazer algo uma única vez 100% melhor não
melhorará o mundo. Fazer 100 coisas 1%
melhores sim."*

Rolim Amaro, fundador da TAM

RESUMO

O Brasil apresentou nos últimos anos características macroeconômicas e institucionais que não favoreceram a expansão do crédito principalmente ao setor privado, dificultando o desenvolvimento e crescimento de sua economia. Diversos são os estudos abordando que o crédito é escasso no Brasil e que mais ainda o são as linhas de financiamento a investimentos de longo prazo. Desde a criação do Novo Mercado em Dezembro de 2001 na Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) houve um aumento do número de empresas que, em busca de recursos para financiarem seus investimentos, abriram o capital (emissão primária), emitiram novas ações (emissões primárias ou secundárias) ou que simplesmente lançaram no mercado ações antes detidas somente por seus fundadores, fundos de pensão ou BNDES (emissões primárias, secundárias e mistas). Esse volume foi o maior visto desde 1996 segundo a CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Do total de 63 empresas que vieram a mercado no período entre Janeiro de 2002 e Dezembro de 2005 (4 anos), foram selecionadas 18 emissões, não sendo consideradas colocações de empresas que já eram abertas e fizeram novamente emissões primárias ou secundárias de ações. Foi realizada a análise das Demonstrações Contábeis dessas empresas nos momentos antes e após a abertura do capital para verificar se houve expansão dos volumes de crédito, financiamentos de longo prazo e redução dos juros de seus empréstimos. Além disso, foi realizada pesquisa qualitativa com os Departamentos Financeiros dessas 18 empresas bem como com profissionais do Mercado Financeiro para identificar se a abertura do capital proporciona mais benefícios que desvantagens às companhias que optam por fazê-la e se ela não deveria ser utilizada com maior intensidade como alternativa de financiamento a custos atrativos em um país como o Brasil, onde linhas de crédito ao setor privado são reduzidas. Os resultados obtidos, evidenciaram a abertura de capital como importante instrumento para a expansão do volume de crédito e financiamentos de longo prazo a taxas de juros menores, mesmo quando realizada por empresas de menor porte.

Palavras-chaves: Abertura de capital, crédito, empresas brasileiras.

ABSTRACT

Brazil presented in the recent past some macroeconomic and institutional characteristics that many times did not aid credit expansion, specially to the private sector, creating barriers to its economic growth and development. There are many studies that discuss that there is a shortage of credit in Brazil as well as long term financing lines. Since the start of “Novo Mercado” by São Paulo Stock Exchange (BOVESPA) in December 2001, there was a higher number of companies that, searching for new funds to finance their investments have opened their capital (primary issuance of stocks), issued new stocks (primary or secondary issuance) or that simply offered to the market stocks primarily held by its founders, pension funds and BNDES (primary, secondary or both). Such volume is the highest since 1996 according to CVM – Comissão de Valores Mobiliários - the equivalent commission as SEC in the USA. From the 63 companies that issued stocks between January 2002 and December 2005 (4 years), it were selected 18 companies that effectively came to the market in this period (IPO) and therefore it was not considered new or secondary stock issuances of companies that were already listed. It was analyzed their Financial Statements before and after such IPOs to verify if there was an expansion of their credit volumes, long term financing and reduction of spreads. Furthermore, it was performed a research with the Investor Relation Departments of these 18 companies as well as with Financial Market professionals to verify if the capital opening brings more benefits than advantages to companies and if such source of financing should be more explored in countries like Brazil where credit lines to private sector are reduced. Results obtained confirmed the relevance of capital opening as a powerful instrument for the expansion of short and long term credit lines with lower interest rates, even when utilized by smaller companies.

Key-Words: *Capital opening, credit, Brazilian companies.*

LISTA DE FIGURAS, GRÁFICOS, TABELAS & EQUAÇÕES

FIGURAS

Figura 1 – Visão tradicionalista	23
Figura 2 – Proposição II – Custo médio ponderado de capital é constante	27
Figura 3 – Mercado de crédito	66
Figura 4 - Mercado de capitais	66
Figura 5 – Estrutura do Sistema Financeiro Nacional	69
Figura 6 - Vantagens e desvantagens apontadas pelas empresas analisadas após a abertura do capital	101

GRÁFICOS

Gráfico 1 - Disparada no volume de ofertas de ações registradas na CVM	7
Gráfico 2 - Relação de crédito / PIB Brasil.....	52
Gráfico 3 – Crédito bancário ao setor privado na América Latina	70
Gráfico 4 - Crédito bancário ao setor privado em regiões em desenvolvimento	72
Gráfico 5 - Houve um aumento da disponibilidade de crédito e de financiamentos junto a terceiros com <i>spreads</i> mais baixos após a abertura do capital?	102
Gráfico 6 - Caso a resposta para pergunta anterior seja afirmativa, você acredita que tal redução nos <i>spreads</i> aconteceria mesmo que o cenário macroeconômico local não tivesse apresentado melhoria nos últimos anos?	103
Gráfico 7 - Dentre fatores como baixo nível de poupança interna, alto endividamento público, sistema judiciário ineficiente, qualidade de informações financeiras ou outros, qual você considera como principal obstáculo a expansão do crédito local ?.....	104
Gráfico 8 - A abertura do capital propiciou a empresa mais vantagens do que desvantagens?	105
Gráfico 9 – Profissionais Mercado Financeiro – principais fatores que ainda inibem um maior volume de crédito no Brasil	112

TABELAS

Tabela 1 – Emissões primárias de ações no Brasil entre 2002-2005	11
Tabela 2 - Emissões secundárias de ações no Brasil entre 2002-2005.....	12
Tabela 3 - Emissões totais de ações no Brasil entre 2002-2005	12
Tabela 4 – Empresas que emitiram ações na Bovespa entre 2002-2005	13
Tabela 5 – Empresas e demonstrações contábeis consideradas	16
Tabela 6 – Estrutura de capitais – fases e autores	44
Tabela 7 – Taxas reais de juros (países emergentes x países desenvolvidos).....	51
Tabela 8 – Taxas de juros Selic x TJLP.....	57
Tabela 9 – PIB, Mercado Financeiro, taxas de juros e emissões primárias no Brasil nos últimos 10 anos	85
Tabela 10 – Empresas e demonstrações contábeis consideradas	87
Tabela 11 – Custo do endividamento 1	88
Tabela 12 – Custo do endividamento 2	89
Tabela 13 – Indicadores financeiros do endividamento 2001-2005.....	90
Tabela 14 – Evolução do custo da dívida de terceiros após a abertura do capital	90
Tabela 15 – Evolução do custo estimado da dívida de terceiros após a abertura do capital desconsiderando-se indexadores	92
Tabela 16 – Betas	94
Tabela 17 – Evolução do custo médio ponderado do capital (CMPC).....	94
Tabela 18 - Respostas das empresas analisadas	96
Tabela 19 - Faturamento e porte das empresas analisadas no ano encerrado anterior a abertura e o exercício encerrado em 31 de dezembro de 2005.....	100
Tabela 20 - Respostas de profissionais do Mercado Financeiro	107
Tabela 21 - Resumo dos resultados da pesquisa	114
Tabela 22 - Emissões totais de ações entre Jan.2006-Set.2006 x período 2002-2005	116

EQUAÇÕES

Equação 1 – Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC)	46
Equação 2 – K_e (Custo Capital Próprio).....	47
Equação 3 – Equação de crédito.....	53
Equação 4 – Custo do endividamento.....	89

SUMÁRIO

1 - INTRODUÇÃO	1
1.1. Problema	2
1.2. Objetivo	5
1.3. Justificativa.....	6
1.4. Metodologia.....	8
1.4.1. Tipo de pesquisa.....	10
1.4.2. Etapas do trabalho	15
1.4.3. Coleta de dados	15
1.4.4. Plano de análise	18
1.5. Estrutura da dissertação.....	19
2 - FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	21
2.1. Estrutura de capital	21
2.1.1. Uma visão geral	21
2.1.2. Tradicionalistas	23
2.1.3. Incerteza dos fatos.....	25
2.1.4. Comportamentais	36
2.1.5. Custo médio ponderado de capital (CMPC).....	45
2.1.6. Modelos de estrutura de capitais e este estudo	48
2.2. Crédito, financiamentos de longo prazo e abertura de capital.....	49
2.2.1. Crédito e financiamento de longo prazo.....	49
2.2.2. Abertura de capital como provável instrumento atrativo à captação de recursos no Brasil	57
2.2.2.1. Abertura de capital deve ser considerada pelas empresas?	58
2.3. Restrições de crédito ao setor privado brasileiro em relação a outros países emergentes	64
2.3.1. Introdução ao Sistema Financeiro Nacional	64

2.3.2. Mercado de crédito no Brasil e na América Latina.....	70
2.3.3. Prováveis razões das restrições de crédito ao setor privado local	75
2.3.3.1. Nível reduzido de poupança interna	76
2.3.3.2. Instabilidade econômica, endividamento público e liquidez	78
2.3.3.3. Qualidade das informações de crédito	80
2.3.3.4. Sistema jurídico	81
3 - ABERTURA DE CAPITAL NO BRASIL COMO INSTRUMENTO DE EXPANSÃO DO CRÉDITO - RESULTADOS E ANÁLISE DOS DADOS	85
3.1. Evolução do volume de crédito, prazos e custos de endividamento nas Demonstrações Contábeis.....	85
3.2. Pesquisas de campo.....	95
3.2.1. Empresas analisadas.....	95
3.2.2. Profissionais do Mercado Financeiro	106
4 - CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	113
5 - REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	121

1- INTRODUÇÃO

O sistema financeiro brasileiro possui algumas características comuns a todos os mercados. Ele é conservador, tem visão de curto prazo e normalmente recompensa as empresas bem sucedidas com uma oferta de financiamento acima da média. Assim, pode-se dizer que capital atrai mais capital na razão direta do seu tamanho e inversa das suas necessidades (CRUZ, 2004).

O sistema financeiro está de um modo geral disposto a emprestar para quem não precisa porque essas empresas atendem a todos os critérios de crédito e de análise econômico-financeira. Securato (2002, p.30) divide a categoria bancária em bancos de atacado e bancos de varejo. Os primeiros trabalham de forma concentrada com um número reduzido de grandes clientes corporativos. Esta categoria bancária é mais seletiva na concessão do crédito, priorizando a análise e avaliação de risco de cada cliente, trabalhando com operações de crédito tradicionais e estruturadas. A categoria dos bancos de varejo trabalha com políticas de crédito mais flexíveis incluindo clientes de pequeno e médio porte, estabelecendo critérios genéricos e mesmo setoriais para aceitação preliminar do risco de crédito.

Independentemente do tamanho do cliente (pequeno, médio ou grande porte) e do seu tipo (Sociedades Anônimas de capital fechado, Sociedades Anônimas de capital aberto, Sociedades de Responsabilidade Limitada, entre outras), a concessão do crédito por parte de instituições financeiras será baseada na análise de diversos fatores operacionais e financeiros relacionados à empresa, ao seu setor, e ao risco político e econômico do país onde ela está situada.

Brigham e Weston (2004, p.439) citam, por exemplo, que os clientes têm de seguir certos padrões mínimos de crédito para obterem recursos junto às instituições financeiras. Esses padrões de crédito referem-se à força e à confiança que um cliente deve exibir para que este se qualifique ao crédito. As decisões de crédito baseiam-se tanto na análise individual de cada empresa como em modelos de classificação de crédito ou *Credit-Scoring Systems*, nos

quais a avaliação de risco de crédito é feita através de sistemas de pontuações de crédito e comportamentais (SECURATO, 2002, p.30).

A qualidade na análise de crédito de cada cliente passa por cinco áreas que se iniciam com a letra C, sendo conhecidas com os cinco Cs do crédito (BRIGHAM, WESTON, 2004, p.441): i) caráter (do tomador, ou seja, a promessa de que este honrará o compromisso assumido); ii) capacidade (probabilidade de este honrar o compromisso); iii) capital (condição financeira e dos índices da empresa que assume o compromisso); iv) colateral (garantias reais ao empréstimo oferecidas pelo tomador); v) condições (tendências macroeconômicas ou do setor do tomador).

Um “bom tomador” de recursos é a empresa que consegue diferenciar-se das demais empresas nos quatro primeiros quesitos acima e ainda se beneficiar de condições macroeconômicas e de seu setor favoráveis no momento da captação dos recursos (correspondente ao último “C” do crédito). Durante momentos de maior volatilidade dos Mercados Financeiros, os credores e bancos (de atacado ou varejo) podem exigir das empresas um maior montante de colaterais, ou seja, de garantias reais para o caso de inadimplência (ZANI, 2005). Sob essa forma de análise, as empresas estabelecidas em setores industriais estáveis e maduros são as mais propensas a receberem financiamentos e estão menos sujeitas a crises sistêmicas e externas (BARCELOS, 2002).

1.1. PROBLEMA

A disponibilidade de crédito ao setor privado de um país é importante fator para o desenvolvimento econômico tanto das empresas como do próprio país. Mais importante ainda é a disponibilidade de recursos que financie os investimentos das empresas de longo prazo. (CRUZ, 2004). Muitos dos investimentos relacionados ao estabelecimento ou expansão de fábricas e maquinário são investimentos de longa maturação, ou seja, a empresa investe hoje para expandir sua capacidade produtiva atual e tal investimento gerará o retorno esperado somente no médio e longo prazos. Dessa forma, o crédito em geral e especificamente os financiamentos de longo prazo a custos atrativos são de extrema importância para o desenvolvimento do setor privado e redução da necessidade de capital próprio como principal fonte de financiamento.

Diversos são os estudos abordando que o crédito é restrito e escasso no Brasil ou em países emergentes de características similares e que mais ainda o são as linhas de financiamento a investimentos de longo prazo ao setor privado. Entre alguns dos estudos que intensificaram esse tipo de discussão no final dos anos de 1990 feitos por pesquisadores estrangeiros destacam-se os de La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer e Vishny (1997, 1998) e Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1998). Além deles, entre estudos mais recentes na literatura internacional sobre esse tema, encontram-se os de Klapper e Love (2002), Titman, Twite e Fan (2003), Klapper, Laeven e Rajan (2004), Fulghieri e Suomien (2005) e Hausler (2005).

Trabalhos de autores nacionais também intensificaram essas discussões. Estudos desenvolvidos por Peixe (2003), Terra (2004), Cruz (2004) e Silva (2005), por exemplo, mencionam em comum fatores macroeconômicos, institucionais, jurídicos e as características das empresas de mercados emergentes como principais obstáculos à expansão do crédito. Outros autores como Zani (2005) e Moraes (2005) buscam identificar também em seus trabalhos quais os principais determinantes da estrutura de capital das empresas no Brasil.

Os estudos acima, em linhas gerais, afirmam que não existem de modo significativo linhas de financiamento em volume e custos satisfatórios, principalmente a longo prazo no Brasil. Assim, algumas perguntas iniciais surgem. Será que tal afirmação é válida para todas as empresas locais ou será que ela é válida apenas para micro e pequenas muitas vezes familiares e de capital nacional fechado já que multinacionais em geral contam com recursos financeiros a custos atrativos de curto e longo prazo de suas matrizes? As empresas que são obrigadas a fornecerem informações financeiras e operacionais de qualidade ao Mercado Financeiro e investidores como as listadas em Bolsa de Valores também não possuem acesso a financiamentos de prazo mais longo a custos mais baixos?

As empresas multinacionais, no entanto, não serão alvo deste estudo dada a dificuldade de acesso a informações de ordem financeira (normalmente, tais informações são divulgadas apenas pelas suas matrizes e de forma consolidada em suas Demonstrações Contábeis globais). Empresas que abriram o capital no período Jan.2002 a Dez.2005 serão o foco deste estudo.

Assim, o presente trabalho busca investigar a seguinte questão, ante a relevância da existência de linhas de crédito para o desenvolvimento das empresas e da economia do Brasil:

A abertura de capital constitui um importante instrumento para a expansão do crédito às empresas brasileiras?

Em relação a essa questão, no entanto, existe vasta literatura “clássica” – como veremos na seção própria, ao abordar os modelos que poderiam otimizar as estruturas de capitais das empresas – como existe uma literatural mais recente onde autores locais e estrangeiros defendem ou não a captação de recursos para financiamento de projetos de investimento através da abertura do capital. Entre alguns dos estudos que entendem que tal movimento beneficia as empresas em termos de expansão do crédito principalmente quando elas estão situadas em países em desenvolvimento – como é o caso do Brasil - estão os de Dermirguç-Kunt e Maksimovic (2001), Barcelos (2002), Baker e Wurgler (2002), Procianoy e Schnorrenberger (2004), Eid Junior e Matsuo (2004) e Brito e Lima (2005). Outros autores se contrapõem à idéia de captação de recursos através da abertura do capital e desenvolvem discussões sobre as dificuldades desse movimento. Entre eles destacam-se trabalhos de Leal (2001), Carvalho (2003), Barbosa e Góes (2004), Burlingham (2006)

Desse modo, para complemento das discussões teóricas a cerca de estrutura de capitais das empresas, dos benefícios da abertura do capital em termos de expansão do crédito bem como das principais restrições hoje enfrentadas pelas empresas para realizarem essa abertura, foi desenvolvida pesquisa qualitativa com empresas que recentemente optaram por abrir o capital no Brasil e com profissionais do Mercado Financeiro.

O período de 4 anos entre Jan.2002-Dez.2005 foi escolhido devido a criação do Novo Mercado na Bovespa em Dezembro de 2001. No ano de 2006 verificou-se a continuidade dessa tendência. Nesse sentido, houve um maior número de novas empresas que decidiram abrir o capital em relação a anos anteriores como 2000 ou 2001, em que as emissões primárias ocorridas referiram-se basicamente apenas a empresas que já eram listadas na Bolsa segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2006). Como ilustração, em 31 de Agosto de 2006, 34 empresas (de 387) estavam listadas no Novo Mercado. O estudo contempla, no entanto, todas as empresas que abriram capital no período citado, e que não necessariamente fazem parte do Novo Mercado, tendo sido este um dos motivadores para novas aberturas.

1.2. OBJETIVO

A escassez de estudos científicos de natureza qualitativa em relação ao problema levantado foi o principal fator que motivou o desenvolvimento do trabalho sobre esse estimulante tema e de considerável importância para o desenvolvimento do setor privado local.

Os objetivos principais deste estudo são o de verificar se um maior volume de crédito pode estar disponível a empresas locais após abrirem o capital e por que isso ocorreria com maior facilidade para esse tipo de empresa.

Na busca da resposta à pergunta realizada, procurou-se atingir também os seguintes *objetivos secundários*:

- a) Verificar se, após a abertura do capital, as empresas obtêm não somente um maior acesso a linhas de crédito, mas também a financiamentos de prazos mais longos e a custos mais atrativos do que possuíam anteriormente.
- b) Entender, segundo as próprias empresas que abriram o capital no período analisado bem como através de profissionais do Mercado Financeiro, (ou seja, profissionais que estão ao lado dos bancos e que decidem sobre a extensão dos financiamentos) os seguintes pontos:
 - ✓ Empresas de menor porte também se beneficiariam com a abertura do capital?
 - ✓ Existiriam outras possíveis vantagens às empresas após abrirem o capital além do provável maior acesso a crédito?
 - ✓ As vantagens da abertura são maiores que as desvantagens a ela relacionadas?
 - ✓ Quais as principais restrições a uma maior expansão do crédito no Brasil?

1.3. JUSTIFICATIVA

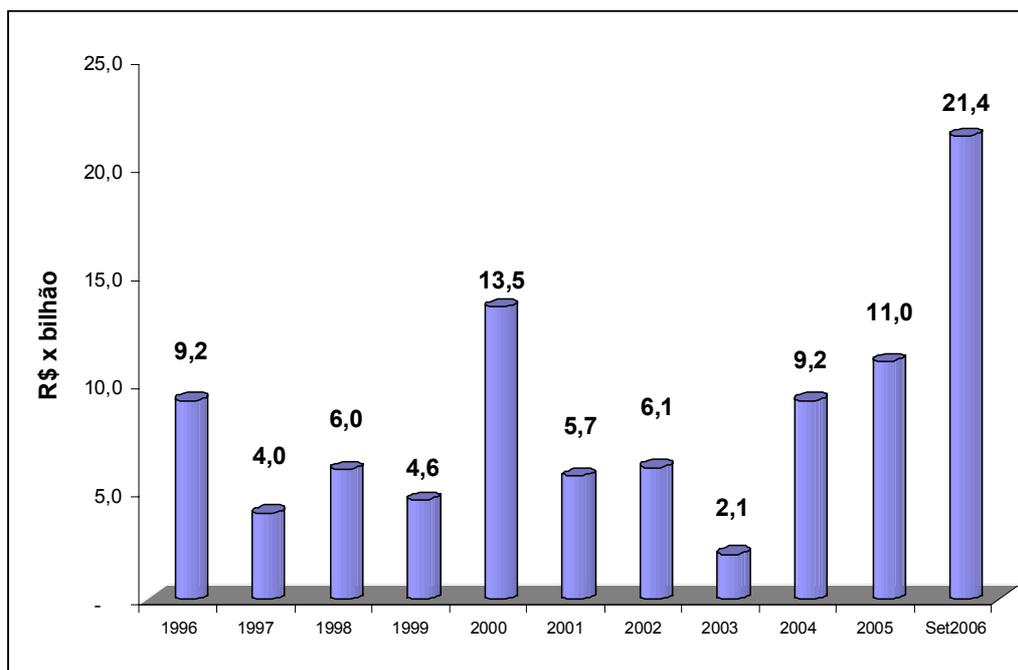
Em 31 de Agosto de 2006, segundo o *site* da Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo - www.bovespa.com.br), o Mercado de Capitais brasileiro contava com 387 empresas com ações listadas em Bolsa de Valores, o que representa menos de 0.5% do total de 4.9 milhões de empresas existentes no Brasil segundo os últimos dados do IBGE referentes a 2004 e publicados em Outubro de 2006 (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – www.ibge.org.br).

Segundo o Boletim Estatístico de Micro e Pequenas Empresas do 1º semestre de 2005 do Sebrae (Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas – disponível em www.sebrae.com.br), do total de 4.900.000 de empresas existentes no Brasil, cerca de 4.600.000 eram micro empresas (receita bruta anual inferior a R\$ 433.000 segundo critério do Sebrae), 276.300 eram empresas de pequeno porte (receita anual bruta até R\$ 2.400.000). Desse modo, existiam no Brasil em 2004 apenas 23.700 empresas de médio e grande porte que faturavam anualmente mais de R\$ 2.400.000. Apesar do número significativamente inferior, esse setor responde por 43% dos empregos totais formais.

O foco desse trabalho são as médias e grandes empresas. Apenas 387 das 23.700 médias e grandes empresas do Brasil são listadas em Bolsa de Valores, o que representa menos de 1% do universo total. A defesa aqui é a de que empresas que realizam emissões de ações e passam a ser listadas em Bolsa de Valores obtenham claros benefícios também em termos de crédito e custos perante o Mercado Financeiro em relação às empresas que não o fazem e continuam com o capital fechado.

Desse modo, o Mercado de Capitais atuaria também como importante instrumento para a expansão do crédito ao setor privado de um país. Emissões recentes de ações primárias na Bovespa indicariam que o Mercado de Capitais brasileiro abriu-se agora também a empresas de médio porte, e não somente empresas grandes como em anos passados.

Um estudo sobre esse tema mostra-se, portanto, bastante atual, interessante e principalmente, oportuno, dado o grande número de ofertas de ações que ocorreram principalmente a partir de 2004 no Brasil, conforme demonstrado no gráfico abaixo.

Gráfico 1 – Disparada no volume de ofertas de ações registradas na CVM

Fonte: CVM – Comissão de Valores Mobiliários, Out, 2006
(inclui ofertas primárias e secundárias)

Segundo Dermiguç-Kunt e Maksimovic (2001), a disponibilidade do crédito impacta diretamente no volume de investimentos produtivos de um país que podem gerar crescimento econômico. Além disso, uma maior disponibilidade de financiamentos de longo prazo a custos atrativos possibilita às empresas adquirirem grande parte de seus ativos fixos sem sacrificarem seu fluxo de caixa no curto prazo, quando não houve ainda o retorno do investimento realizado. Para Terra (2004), o capital de terceiros tem fundamental papel para a expansão das atividades das empresas e conseqüentemente da economia de um país.

Por outro lado, o tema é também controverso e intrigante, uma vez que teorias financeiras tradicionais relacionadas a estrutura de capitais como o *Pecking Order* defendem que as empresas devem recorrer ao Mercado de Capitais apenas como última alternativa para financiarem seus projetos de investimento. Essas empresas deveriam dar preferência primeiro a recursos de sua geração de caixa, depois a recursos de terceiros e somente em último lugar a recursos do Mercado de Capitais para financiarem seus projetos de investimento futuro.

Essa teoria será sempre aplicável a todas as empresas onde quer que estejam? Não haveriam exceções à empresas situadas em países emergentes como o Brasil onde o acesso a recursos de terceiros é mais escasso que em países ditos desenvolvidos?

1.4. METODOLOGIA

O conhecimento científico é real, sistemático, verificável, falível e aproximadamente exato. Real porque lida com fatos; sistemático, já que se trata de um saber ordenado, formando um sistema de idéias; verificável, sendo possível a confirmação de afirmações propostas; falível por não ser definitivo, absoluto; aproximadamente exato porque permite o desenvolvimento de novas proposições reformulando o contexto teórico existente. (LAKATOS, 2004). Ainda segundo essa mesma autora, não há ciência sem o emprego de métodos científicos.

Assim, fazer pesquisa é um processo de trabalho complexo que envolve teoria, método, operacionalização e criatividade. É essa atuação metódica e universal que possibilita a comparação de processos e de resultados que tornou a Ciência a forma de conhecimento mais legítima da sociedade moderna. O pesquisador precisa estar também integrado ao mundo uma vez que não existe conhecimento científico acima ou fora da realidade (MINAYO, 2006).

➤ Pesquisa quantitativa x qualitativa

O uso de métodos quantitativos tem como objetivo

(...) trazer à luz dados, indicadores e tendências observáveis ou produzir modelos teóricos de alta abstração com aplicabilidade prática. As restrições ao quantitativismo voltado para interpretação de informações sociais não se referem às técnicas que utiliza uma vez que essas são instrumentos de trabalho indispensáveis. Elas referem-se principalmente ao reducionismo na avaliação da realidade social. Já o método de pesquisa qualitativo é o que se aplica ao estudo da história, das relações, crenças e representações que os humanos fazem de como vivem e pensam. Esse método propicia a construção de novas abordagens, revisão e criação de novos conceitos e categorias durante a investigação. (MINAYO, 2006, p.57).

A autora afirma que ambos os métodos podem conduzir a resultados importantes sobre a realidade não havendo sentido atribuir prioridade de um sobre o outro. O estudo nesse trabalho desenvolvido baseou-se na metodologia qualitativa. A não empregabilidade do

instrumental estatístico como base do processo de análise de um problema é uma das características desse tipo de pesquisa (FACHIN, 2001).

Segundo Minayo (2006, p.22), as metodologias de pesquisa qualitativa são aquelas capazes de incorporar a questão do *significado* e da *intencionalidade* como inerentes aos atos, às relações e às estruturas sociais. Segundo essa mesma autora, a introdução dessa definição insere conseqüências teóricas e práticas na abordagem do social. *A principal delas refere-se justamente a dificuldade de operacionalização em números dos resultados obtidos. O significado é o conceito central para a análise sociológica.*

A primeira (conseqüência desse tipo de pesquisa) é uma interrogação sobre a possibilidade de se considerar científico ou não um trabalho de investigação que, ao levar em conta os níveis mais profundos das relações sociais, não pode operacionalizá-los em números e variáveis, critérios usualmente aceitos para emitir juízo de verdade no campo intelectual. Essa questão remete às próprias entranhas do positivismo sociológico que apenas reconhece como ciência a atividade “objetiva”, capaz de traçar as leis e as regularidades que regem os fenômenos, menosprezando os aspectos chamados “subjetivos”, impossíveis de serem sintetizados em dados estatísticos. No entanto, o próprio positivismo tenta trabalhar a qualidade do social. Seja buscando subjetivá-lo em variáveis. Seja por meio do estrutural funcionalismo, focalizando os produtos da interação social como componentes funcionais da realidade. Seja tratando-os como entidades passíveis de estudo, independentemente de sua constituição pelos indivíduos. (Minayo, 2006, p.23)

A construção desse trabalho baseou-se em pesquisa bibliográfica a respeito do tema proposto e pesquisa de campo junto às empresas que abriram o capital no Brasil entre 2002-2005 bem como junto a profissionais do Mercado Financeiro.

É válido mencionar também que o modelo de pesquisa inicial baseava-se em um questionário de 5 páginas mais detalhado sobre o tema, mas não foi adiante. Foi feito um pré-teste desse questionário inicial no mês de Março de 2006, tendo sido enviado a 10 empresas que abriram o capital antes de 2002, período anterior a análise. Dessas empresas, apenas uma o retornou. Com base nesse retorno, foram então enviados questionários por e-mail e correio às 18 empresas foco do estudo. Como novamente houve o retorno de apenas um questionário até Maio de 2006, adotou-se um novo critério. O questionamento direto por telefone ao departamento de Relações com Investidores dessas mesmas 18 empresas em Maio e Junho de 2006, tendo sido nesse caso obtido retorno de 14 empresas. Foram feitas nesse caso, entrevistas qualitativas estruturadas e objetivas contendo 4 questões centrais do tema estudado como detalhado mais adiante. O mesmo procedimento, só que durante os meses de agosto e setembro de 2006, foi realizado com 14 profissionais do Mercado Financeiro em posições gerenciais, com o objetivo de verificar a visão do lado de quem concede o crédito.

1.4.1. Tipos de Pesquisa

Pesquisa é um procedimento intelectual para adquirir conhecimentos pela investigação de uma realidade e busca de novas verdades sobre um fato (objeto, problema). Com base em métodos adequados e técnicas apropriadas, o pesquisador busca conhecimentos específicos, respostas e solução ao problema estudado (FACHIN, 2001, p.123).

Em uma oposição frontal ao positivismo, Minayo (2006) defende que a sociologia compreensiva da pesquisa qualitativa propõe a subjetividade como fundante de sentido defendendo-a como fator que constitui o social e é inerente a compreensão do objetivo. Essa corrente de pensamento não se preocupa com processos de quantificação, mas sim com a explicação das relações sociais que são a essência e resultado da atividade humana criadora, afetiva e racional.

Ainda segundo essa mesma autora, o universo das investigações qualitativas é o cotidiano e as experiências de senso comum, interpretadas e re-interpretadas pelos sujeitos que as vivenciam. Assim, pode-se dizer que a sociedade e os indivíduos têm consciência histórica, ou seja, não é apenas o investigador que dá sentido ao seu trabalho intelectual, mas também os seres humanos e a sociedade que dão significado e intencionalidade, interpretando suas ações e construções (MINAYO, 2006, p.40).

O desenvolvimento dessa pesquisa ocorreu através de: 1) pesquisa bibliográfica; 2) levantamento dos registros de emissões de ações entre 1 de janeiro de 2002 a 31 de dezembro de 2005 (4 anos) registrados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) bem como análise das Demonstrações Contábeis das empresas selecionadas que promoveram essa abertura até o último trimestre disponível na data da realização deste trabalho, ou seja, 30 de Junho de 2006; 3) pesquisa de campo - questionamento direto por telefone baseado em um roteiro de entrevista aos departamentos de Relação com Investidores das empresas analisadas bem como a profissionais do Mercado Financeiro com perguntas pré-determinadas sobre o tema.

➤ Pesquisa bibliográfica

A bibliografia como técnica tem como objetivo a descrição e a classificação dos livros e documentos similares, segundo critérios como autor, gênero literário, conteúdo, etc. A fundamentação teórica do presente trabalho foi construída através de pesquisa bibliográfica de literatura especializada nacional e internacional, incluindo monografias, dissertações e teses

bem como artigos científicos sobre o tema. A pesquisa bibliográfica incluiu conceitos e fundamentos sobre estrutura de capitais, crédito e financiamentos a longo prazo.

➤ **Levantamento dos registros de emissões na CVM**

Em complemento à fundamentação teórica suportada por pesquisa bibliográfica, um estudo foi desenvolvido focalizando empresas que abriram o capital (emissão primária), emitiram novas ações (emissões primárias ou secundárias) ou que simplesmente levaram a mercado, ações antes detidas somente por seus fundadores e fundos de pensão ou BNDES (primárias, secundárias e mistas) no período Jan.2002-Dez.2005.

Não foram incluídas na base do estudo novas emissões de ações de empresas já listadas que, por exemplo, migraram para o Novo Mercado como Sabesp, nem mesmo novas emissões primárias ou secundárias que ocorreram no período de empresas já estabelecidas na Bovespa há vários anos como foi o caso de Tam, Paranapanema, Cesp, CSN, Vale do Rio Doce, entre outras.

Desde a criação do Novo Mercado pela Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo – em Dezembro de 2001, houve uma expansão do número de aberturas de capital e de emissões secundárias de ações na Bovespa em relação a anos anteriores (CVM, Comissão de Valores Mobiliários 2006) quando as emissões concentraram-se basicamente em empresas que já eram listadas na Bovespa e que realizaram novas ofertas apenas para captar recursos adicionais (PEIXE, 2003). Essa foi a principal razão para a escolha do período de análise enunciado.

O critério de escolha dos nomes para realização do estudo baseou-se em listagens obtidas na CVM disponíveis em seu site (www.cvm.gov.br) para o período de Jan.2002-Dez.2005.

Tabela 1 - Emissões primárias de ações entre Jan.2002-Dez.2005

	Ações: Primarias	Volume (R\$ x milhão)
2005	13	4.364
2004	9	4.469
2003	2	230
2002	4	1.050
Total	28	10.113

Fonte: CVM, 2006

Tabela 2 - Emissões secundárias de ações entre Jan.2002-Dez.2005

	Ações: Secundárias	Volume (R\$ x milhão)
2005	15	6.634
2004	12	4.682
2003	6	1.856
2002	2	5.096
Total	35	18,268

Fonte: CVM, 2006

Tabela 3 - Emissões totais de ações entre Jan.2002-Dez.2005

	Número de ofertas	Volume total – R\$ x milhão
2005	28	10.998
2004	21	9.151
2003	8	2.086
2002	6	6.146
Total	63	28.381

Fonte: CVM, 2006

As emissões primárias ou secundárias consideradas foram, portanto, as relativas a primeira abertura de capital a investidores não qualificados, ou seja, a todos os tipos de investidores do Mercado de Capitais brasileiro (por investidores qualificados entende-se fundos de pensão e institucionais).

Dessa forma, entre Jan.2002-Dez.2005, foram selecionados para análise as Demonstrações Contábeis das 21 empresas abaixo listadas de 11 diferentes setores que abriram o capital.

Tabela 4 - Empresas selecionadas que ofertaram ações entre Jan.2002-Dez.2005

Ano da emissão	Empresa	Oferta foco da pesquisa	Setor
2002-2003	CCR - Cia Concessões Rodoviárias	Primária	Transporte
	Epilife Participações	Primária	Holding/ turismo
	Rossi Residencial	Primária	Construção
TOTAL		3 ofertas	
2004	Natura SA	Secundária	Consumo
	Gol Transportes Aéreos Inteligentes	Primária	Transporte
	ALL – América Latina Logística	Primária	Logística
	Dasa – Laboratórios da América	Primária	Varejo
	Porto Seguro SA	Primária	Varejo
	Grendene SA	Secundária	Consumo
	CPFL Energia SA	Primária	Energia
TOTAL		7 ofertas	
2005	Renar Maças SA	Primária	Agrícola
	Submarino SA	Primária	Internet
	Localiza SA	Secundária	Varejo
	La Fonte Participações SA	Primária	Holding/shopping
	OHL-Obrascon Huarte Lain Brasil SA	Primária	Logística
	Banco Nossa Caixa	Secundária	Bancos
	Cosan SA	Primária	Agrícola
	UOL SA	Primária	Internet
	Lojas Renner	Secundária	Varejo
	EDP Energias do Brasil SA	Primária	Energia
	Brazil Realty	Primária	Construção
TOTAL		11 ofertas	
TOTAL GERAL		21 ofertas	

Fonte: CVM, 2006

Dessa amostra, no entanto, foram descartadas 3 empresas: 2 *holdings* (Epilife e La Fonte) cujas as informações financeiras não estavam sendo disponibilizadas de modo adequado e contínuo aos investidores e 1 banco (Nossa Caixa) por se tratar do único desta modalidade na amostra.

➤ Pesquisa de campo

Minayo (2006, p.201) entende por “campo da pesquisa qualitativa” o recorte espacial que diz respeito à abrangência, em termos empíricos, do recorte teórico correspondente ao

objeto da investigação, sendo o trabalho de campo etapa essencial a pesquisa qualitativa. Os sujeitos e objetos de investigação são primeiramente construídos teoricamente enquanto componentes do objeto de estudo. No campo, eles fazem parte de uma relação de intersubjetividade, de interação social com o pesquisador, resultando em um produto compreensivo que não é a realidade concreta e sim uma descoberta construída pelo investigador que se confronta com seu objeto de estudo diretamente.

Para essa autora, o que torna o trabalho interacional um instrumento privilegiado de coleta de informações é a possibilidade que tem a fala em ser reveladora de condições estruturais, de sistemas de valores e normas transmitindo através de um porta-voz as representações grupais em condições históricas, socioeconômicas e culturais específicas.

Desse modo, para desenvolvimento dos dados levantados por meio de pesquisa bibliográfica e registros de emissões de ações na CVM, foi feito um questionamento direto baseado em um roteiro de entrevista sobre o tema aos 18 departamentos de Relações com Investidores das empresas da amostra consideradas bem como a 14 profissionais do Mercado Financeiro em posições *seniors* ou gerenciais. Para Minayo (2006, p.208), a representatividade do grupo (empresas ou instituições financeiras) na fala do indivíduo ocorre porque tanto o comportamento social como o individual obedece a modelos culturais interiorizados, ainda que as expressões pessoais apresentem sempre variações em conflito com as tradições. A consciência coletiva só existe nas consciências individuais, embora não seja a soma delas.

1.4.2. Etapas do trabalho

O questionamento estruturado e qualitativo sobre o tema foi realizado após a identificação do problema de investigação. Esse questionamento buscou respostas para o objetivo principal e aos objetivos secundários que nortearam a dissertação, dando uma ordem lógica ao trabalho.

- Inicialmente foi desenvolvida uma pesquisa baseada em dados secundários e revisão bibliográfica;
- Na sequência, foi feito um questionamento objetivo e direto sobre o tema, via telefone e e-mail, às empresas estudadas e profissionais do Mercado Financeiro.

1.4.3. Coleta dos dados

A coleta de dados utilizada na elaboração deste estudo foi realizada a partir de dois instrumentos: o levantamento de dados secundários e o questionamento direto sobre o tema.

O levantamento de dados secundários foi o instrumento utilizado na pesquisa descritiva inicial, formando o referencial teórico. Para este fim, foram analisados os Demonstrativos Contábeis das 18 empresas em questão nos seguintes momentos do tempo:

- ano encerrado anterior à abertura do capital
- no trimestre anterior à abertura do capital
- no trimestre posterior a esta abertura
- 31 de Dezembro de 2005 (último exercício encerrado disponível).
- 31 de Março de 2006
- 30 de Junho de 2006 (Demonstração Contábil mais atualizada até Outubro de 2006).

As Demonstrações Contábeis das empresas anteriores a sua abertura no Mercado foram obtidos através do memorando de *IPO* (*Initial Public Offering* ou de Oferta Pública Inicial) de cada uma delas no instante em que estas empresas anunciaram a emissão de ações ao Mercado. As Demonstrações Contábeis de períodos posteriores foram obtidos no *site* da CVM (Comissão de Valores Mobiliários – www.cvm.gov.br) uma vez que, após a abertura,

tais empresas são obrigadas a informar resultados trimestralmente. Os custos de endividamento foram obtidos nas notas explicativas de cada um destas Demonstrações Contábeis. Em resumo, foram analisados os perfis do endividamento, vencimento final e custos de endividamento das seguintes empresas nos seguintes momentos:

Tabela 5 - Empresas e Demonstrações Contábeis consideradas

Empresa	Data do IPO	Exercício anterior	Trimestre anterior	Trimestre posterior	Ano 2005	1T 2006	2 T 2006
1) CCR	30/01/2002	4T00	4T01	1T02	4T05	1T06	2T06
2) Rossi	19/02/2003	4T01	4T02	1T03	4T05	1T06	2T06
3) Natura	25/05/2004	4T03	1T04	2T04	4T05	1T06	2T06
4) ALL	24/06/2004	4T03	1T04	2T04	4T05	1T06	2T06
5) Gol	24/06/2004	4T03	1T04	2T04	4T05	1T06	2T06
6) CPFL Energia	29/09/2004	4T03	2T04	3T04	4T05	1T06	2T06
7) Grendene	28/10/2004	4T03	3T04	4T04	4T05	1T06	2T06
8) DASA	18/11/2004	4T03	3T04	4T04	4T05	1T06	2T06
9) Porto Seguro	19/11/2004	4T03	3T04	4T04	4T05	1T06	2T06
10) Renar	24/01/2005	4T03	4T04	1T05	4T05	1T06	2T06
11) Submarino	30/03/2005	4T03	4T04	1T05	4T05	1T06	2T06
12) Localiza	20/05/2005	4T04	1T05	2T05	4T05	1T06	2T06
13) Renner	30/06/2005	4T04	1T05	2T05	4T05	1T06	2T06
14) OHL	13/07/2005	4T04	2T05	3T05	4T05	1T06	2T06
15) Energias	14/07/2005	4T04	2T05	3T05	4T05	1T06	2T06
16) Br Realty	21/09/2005	4T04	2T05	3T05	4T05	1T06	2T06
17) Cosan	17/11/2005	4T04	3T05	4T05	4T05	1T06	2T06
18) UOL	15/12/2005	4T04	3T05	4T05	4T05	1T06	2T06

A entrevista é a estratégia mais usada no processo de trabalho de campo (MINAYO, 2006, p.261). Ela é acima de tudo uma conversa a dois, realizada por iniciativa do entrevistador, destinada a construir informações pertinentes para um objeto de pesquisa. Segundo a autora, as pesquisas podem ser classificadas de 3 modos, segundo sua forma de organização:

- ✓ *Estruturadas* – a escolha do entrevistado está condicionada a dar respostas a perguntas (abertas ou fechadas) formuladas pelo entrevistador.

- ✓ Semi-estruturadas – o entrevistado é convidado a falar livremente sobre um tema. Quando surgem perguntas do entrevistador, elas têm o propósito apenas de dar maior profundidade às reflexões.
- ✓ Não estruturadas – utilizam-se de dispositivos visuais como filmes, pinturas, vídeos e constituem um convite ao entrevistado para discorrer livremente sobre o que vê ou lê.

Assim, a análise dos dados da tabela anterior foi complementada com indagações feitas de modo estruturado e objetivo por telefone durante os meses de Maio e Junho de 2006 aos departamentos de Relações com Investidores dessas empresas. Conforme técnicas de pesquisa qualitativas enunciadas por Minayo (2006, p.263), as perguntas – tanto às empresas como aos profissionais do Mercado Financeiro – foram antecedidas pelos seguintes aspectos que diziam respeito à introdução do entrevistador:

- ✓ Apresentação do entrevistador e credencial institucional
- ✓ Menção do interesse da pesquisa
- ✓ Explicação dos motivos (e relevância) da pesquisa

Feita essa introdução, foram indagadas as seguintes questões aos departamentos de Relação com Investidores das 18 empresas estudadas:

- 1) Houve um aumento da disponibilidade de crédito e de financiamentos de prazos mais longos com redução dos *spreads* logo após a abertura do capital?
- 2) Caso a resposta para pergunta anterior seja afirmativa, você acredita que tal redução nos *spreads* aconteceria mesmo que o cenário macroeconômico local não tivesse apresentado melhoria nos últimos anos? (ou seja, tal melhoria aconteceria de qualquer forma só que talvez com menor intensidade?)
- 3) Dentre fatores como baixo nível de poupança interna, alto endividamento público, sistema judiciário ineficiente, qualidade de informações financeiras ou outros, qual você considera como principal obstáculo a expansão do crédito local?
- 4) De modo geral, a abertura do capital propiciou a empresa maiores vantagens do que desvantagens?

Para confirmação dos resultados obtidos através da análise dos Demonstrativos Contábeis e da pesquisa qualitativa com as empresas acima, foi realizada *a posteriori* uma segunda *pesquisa qualitativa estruturada* agora colhendo opiniões a cerca do tema de profissionais do Mercado Financeiro, ou seja, de quem concede o crédito.

Com esse objetivo foram colhidas através de 4 perguntas enviadas por e-mail nos meses de Agosto e Setembro de 2006 respostas de 14 profissionais que atuam ou atuaram principalmente em posições gerenciais ou de direção nos principais bancos brasileiros. As respostas foram obtidas tanto via e-mail como por entrevista por telefone.

As perguntas realizadas foram as seguintes:

- 1) Empresas de capital aberto possuem maior disponibilidade de linhas de crédito, com prazos maiores e *spreads* menores?
- 2) Principais fatores que ainda inibem maior volume de crédito no Brasil.
- 3) Empresas de menor porte que decidem abrir o capital também se beneficiam (são vistas pelo mercado financeiro de forma diferenciada)?
- 4) Em termos gerais, a abertura do capital proporciona mais vantagens do que desvantagens?

1.4.4. Plano de análise

A análise de dados consiste em examinar, categorizar, classificar em tabelas ou, do contrário, recombinar as evidências com as proposições iniciais de um estudo. Dessa forma, as informações coletadas foram analisadas de forma distinta. Os dados secundários foram analisados a partir de uma análise documental e a pergunta por meio de uma análise de conteúdo. Tal proposição justifica-se porque a análise documental visa à compreensão dos fenômenos registrados nos documentos e das idéias elaboradas a partir deles, e a análise de conteúdo visa à descrição objetiva e sistemática do conteúdo de mensagens que infiram conhecimentos sobre o objeto em estudo (LAKATOS, 2004, p.66).

A análise de conteúdo se desenvolve em três fases organizadas cronologicamente: pré-análise, análise do material, tratamento dos resultados (RICHARDSON, 1999).

A fase de pré-análise é a que visa à organização, isto é, à operacionalização e à sistematização das idéias, elaborando um esquema preciso de desenvolvimento do trabalho.

A análise do material é a fase em que ocorre a análise de conteúdo propriamente dita. Nessa fase o pesquisador procura codificar, categorizar e quantificar as informações.

O tratamento dos resultados é a fase em que o pesquisador, após formulados os objetivos e escolhidos os documentos, está em condições de dar uma resposta bastante precisa às perguntas "por quê" e "o que" analisar (RICHARDSON, 1999).

Assim, foi feita uma pré-análise das entrevistas, juntamente com os objetivos propostos na pesquisa, buscando organizar as idéias por meio de um esquema preciso de desenvolvimento do trabalho. Buscou-se nessa fase identificar os pontos comuns e díspares entre as respostas coletadas.

Na fase final, que é o tratamento dos resultados, a partir dos quadros elaborados, resumindo o conteúdo das entrevistas, foi possível a comparação dos dados.

1.5. ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

Além desta introdução, a presente dissertação está estruturada em outras quatro seções, sendo a primeira conceitual, a segunda destinada à análise dos resultados do estudo com as empresas brasileiras que abriram o capital entre 2002-2005, a terceira sobre as considerações finais sobre o estudo e a quarta sobre referenciais bibliográficos.

A **Seção 1** referiu-se, portanto, à introdução.

Na **Seção 2**, relativa a fundamentação teórica, são abordadas inicialmente as teorias sobre estrutura de capitais e conceitos relativos a financiamentos de longo prazo. Nesse ponto, analisam-se se teorias tradicionais de estrutura de capitais com o *Pecking Order* são sempre

válidas e aplicáveis a quaisquer mercados e empresas, mesmo que as últimas estejam situadas em países como o Brasil, onde ainda existe uma escassez de recursos ao setor privado. Na sequência, foram confrontadas literaturas relacionadas aos objetivos secundários desse estudo. Pensamentos de autores - favoráveis e contra - questionando se a abertura do capital proporciona mais vantagens que desvantagens às empresas, bem como as possíveis causas que restringem um maior número de empresas do setor privado brasileiro a abrirem o capital foram discutidos. Por fim, um panorama dos Mercados de Crédito e de Capitais e uma visão geral do setor de crédito brasileiro nos últimos anos quando comparado a outros países emergentes também foram abordados nessa seção.

Na **Seção 3** seguinte, é realizada a análise dos resultados do estudo, verificando se a abertura do capital é uma ferramenta importante para a expansão dos volumes de linhas de crédito disponíveis às empresas privadas que o fazem.

A **Seção 4** reúne as considerações finais sobre o estudo e alguns pontos para eventual continuidade e desenvolvimento do mesmo. A **Seção 5** conta com as referências bibliográficas desse trabalho.

2 – FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Investir significa a realização de um desembolso de caixa no presente esperando-se o retorno deste investimento e mais uma remuneração do mesmo através de uma série de fluxos de caixa no futuro. Um dos principais riscos de um investimento está relacionado à probabilidade de se obter um retorno menor do que o inicialmente esperado (BRIGHAM, WESTON, 2004).

O tomador deve ter claramente em mente o tempo de maturação de cada um de seus investimentos para que utilize fontes de recursos com prazos adequados para o financiamento desses investimentos. Projetos de longa maturação devem, pois, serem desenvolvidos com recursos de longo prazo e não de curto (por exemplo: se uma nova planta está sendo construída hoje e gerará resultados positivos somente em 3 anos, o tomador deve buscar utilizar recursos próprios ou financiamentos de terceiros que tenham no mínimo esse mesmo perfil, não financiando o investimento com recursos de curto prazo). A disponibilidade de recursos a prazos maiores e a custos atrativos constitui importante alavanca para o desenvolvimento de um país (TERRA, 2004).

Verificamos, a seguir, os principais conceitos em relação aos temas chaves deste estudo.

2.1. ESTRUTURA DE CAPITAL

2.1.1. Uma visão geral

Estrutura de capitais é a combinação de financiamento composta por dívida e capital próprio. Brigham e Weston (2004, p.658) mencionam que estrutura de capital é o “mix de endividamento e ações com os quais a empresa planeja financiar seus investimentos”.

A política de estrutura de capitais envolve um balanceamento entre risco e retorno, uma vez que a utilização de maior endividamento eleva o fator de risco da corrente de ganhos da empresa, mas por outro lado também leva a uma taxa de retorno dos financiamentos mais alta. Para os autores Brigham e Weston (2004), quatro são os fatores que influenciam as decisões sobre estrutura de capital: 1) risco empresarial; 2) posição tributária/ dedutibilidade dos juros; 3) flexibilidade financeira para levantar recursos em condições adversas; 4) conservadorismo ou agressividade administrativa. Brigham, Gapenski e Ehrhardt (1999, p. 590) apontaram vantagens e desvantagens em relação ao endividamento das empresas. Entre elas destacamos:

Vantagens do endividamento:

- 1-os juros são dedutíveis dos impostos
- 2-os credores têm um rendimento fixo e não compartilham do lucro da empresa
- 3-os credores não têm direito a voto nas Assembléias de Acionistas e não têm poder de decisão no dia-a-dia da empresa

Desvantagens do endividamento:

- 1-quanto maior o endividamento, maior são os riscos envolvidos e maiores são as taxas de juros ao tomador do empréstimo
- 2-quando o lucro operacional é insuficiente para cobrir os juros, aumenta o risco da inadimplência

Em artigo publicado por Famá e Grava (2000), o estudo histórico da estrutura de capital pode ser dividido em três grandes fases descritas abaixo. Utilizar-se-á esse mesmo critério nas discussões a cerca do tema.

1-Fase dos tradicionalistas (início dos estudos de Finanças até o final da década de 1950): existia apenas uma noção intuitiva de risco. A falta de estrutura teórica não permitia estabelecer uma relação efetiva entre risco e custo de capital.

2-Fase da incerteza dos fatos (inicia-se durante a década de 1950): início do estudo clássico. Markowitz (1952) e Modigliani e Miller (1958) abriram caminho para questionar não meramente a incerteza dos eventos relativos das empresas, mas para

questionar a forma como os agentes se comportam e a informação disponível ao investidor para avaliá-los. Harry Markowitz publicou o artigo *Portfolio Selection* em 1952 abordando pela primeira vez a questão do risco e retorno de um investimento. Modigliani e Miller em 1958 publicam o artigo *The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment*, no qual defenderam que o valor da empresa não se alterava com composições diferentes de sua estrutura de capitais.

3-Fase comportamental (ocorre simultaneamente à incerteza dos fatos): questões como assimetria de informações, sinalização de informações ao Mercado Financeiro ou preferência das empresas por financiamento por meio de endividamento ao invés de emissões de ações dentre outras, complementam e discutem os preceitos iniciais a respeito do tema estrutura de capitais.

2.1.2. Tradicionalistas

Essa corrente defendia que uma combinação ótima de capital de terceiros e de recursos próprios deveria ser buscada para maximizar o valor da empresa. Desse modo, menores custos de endividamento levariam a maximização do valor de mercado da empresa. Entre os trabalhos que se destacam dessa corrente estão principalmente os de David Durand, elaborados em 1952 e em 1959.

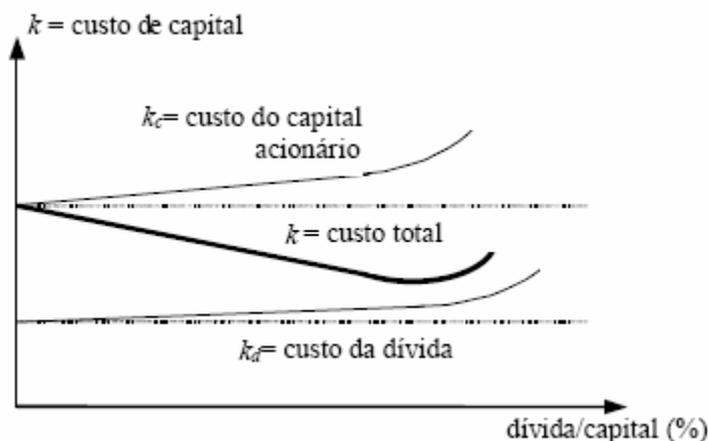
Pela visão tradicionalista, a percepção era de que a reação dos mercados ao risco era pequena, mas intensificava-se quando o risco da insolvência se tornava mais evidente. De início, a crescente alavancagem financeira produz uma redução no custo de capital. A partir de um certo ponto, esse custo se eleva acentuadamente. A redução inicial de custo, seguida de uma posterior elevação, determinava uma proporção ótima entre endividamento e capital próprio, em que o custo de capital da empresa era mínimo. Existia uma percepção de que era possível criar valor por meio da estrutura de capital.

No estudo inicial de Durand (1952), o pensamento era de que caso os credores concordassem com um método de precificação da empresa baseado em seu fluxo de caixa presente, seria possível aumentar o valor dessa empresa através da redução da taxa de desconto, ou seja, do custo total de capital de sua estrutura. O autor, no entanto, menciona que

não necessariamente seria possível diminuir o custo de capital através de mudanças na estrutura de capital da empresa.

Embora não existisse um instrumental analítico adequado à época relacionado ao estudo do risco e retorno, era aceita intuitivamente a idéia de que o aumento de endividamento de empresas que já se encontram com um alto grau de alavancagem aumentaria de forma significativa seus riscos de falência e conseqüentemente o valor das taxas de novos empréstimos. O risco de tal inadimplência contribuiria também para elevação do custo de capital próprio. A figura abaixo faz uma adaptação do pensamento tradicionalista. O aumento do endividamento de terceiros (k_d) leva inicialmente a uma redução do custo total do endividamento (k), levando a uma estrutura ótima de endividamento. No entanto, a partir de um certo ponto, o aumento dessa alavancagem (k_d) eleva o custo total desse mesmo endividamento (k).

FIGURA 1 – Visão tradicionalista



Fonte: FAMÁ, GRAVA, 2000, p.28.

Durand (1952) defende as idéias da corrente Tradicionalista segundo a qual o custo de capital de terceiros permanece constante para níveis moderados de alavancagem, ou seja, níveis de endividamento que não comprometam a capacidade de repagamento da empresa. O mesmo vale para o custo de capital próprio, desde que mediante variações aceitáveis na alavancagem da empresa.

Assim, limitações analíticas e do processamento de informações restringiam a realização de testes empíricos e os estudos eram, portanto, guiados pelo “bom senso” (GRAVA, FAMÁ, 2000).

Durand (1959) estende e complementa, como veremos a seguir, essas discussões em relação ao custo do capital, questionando o primeiro artigo dos autores Franco Modigliani e Merton Miller sobre o tema e que deu início a fase histórica seguinte, a da “*Incerteza dos Fatos*”.

2.1.3. Incerteza dos Fatos

Markowitz (1952) tratou pela primeira vez do risco e como o risco e o retorno se comportavam em uma carteira diversificada. A contribuição imediata do trabalho de Markowitz não estava ligada à estrutura de capitais e sim aos Mercados Financeiros. No entanto, essa teoria possibilitou que as empresas fossem tratadas como um portfólio de ativos, independentemente de como eram financiadas. Estudos de Sharpe em 1963, Linter em 1965, Mossim em 1966, Douglas em 1968, Miller e Sholles em 1972 e Roll e Ross de 1984 entre outros (BRIGHAM, GAPENSKI, EHRHARDT, 1999) deram continuidade e aprimoraram a teoria relacionada a risco e retorno, mas que não será foco desse estudo.

Com base nos estudos iniciais de Markowitz de 1952 sobre risco e retorno, Franco Modigliani e Merton Miller, em 1958, em seu estudo “*The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment*”, foram os precursores no desenvolvimento da primeira teoria relativa a estrutura de capitais propriamente dita. Segundo a visão geral dos autores, a empresa é constituída por um conjunto de ativos com capacidade de gerarem receita, a um determinado risco (ou custo de capital). Eles consideravam que o comportamento dos ativos não alterava o valor da empresa uma vez que esse risco não era influenciado pelas fontes de financiamento da empresa.

A teoria desenvolvida por esses dois autores em 1958 baseava-se em três proposições sobre estrutura de capitais e sua influência sobre o valor da empresa e estrutura de capitais em relação às decisões de investimento da empresa. A **Proposição I** dizia:

The market value of any firm is independent of its capital structure and is given by capitalizing its expected return at the rate of “pk” appropriate to its class (MODIGLIANI, MILLER, 1958, p.263)

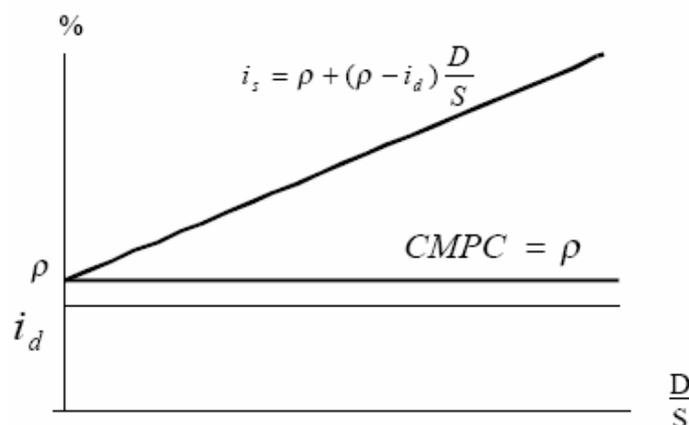
Assim, segundo a Proposição I, a estrutura de capital não interfere no valor da empresa. A abordagem de Modilgini e Miller era que o custo do endividamento é mais baixo que o custo do capital e que ambos aumentam com o crescimento da alavancagem financeira. Entretanto, os dois efeitos se compensam em um dado momento, e as fontes se tornam mais caras de forma a fazer com que o custo de capital final da empresa se mantenha inalterado. Essa Proposição I considerava que:

- o endividamento é livre de risco
- não há custos de transação;
- existência de mercados perfeitos, sem custos de corretagem e indivíduos conseguem captar recursos no mesmo nível de taxas das empresas.

Para entender o conceito de “mercado perfeito” ou de “eficiência de mercado”, é preciso observar que o objetivo do mercado de capitais é transferir fundos entre poupadores e tomadores de forma eficiente. De acordo com a conceituação de eficiência de mercado, desenvolvida por Eugene Fama (1970, p.383), um mercado é eficiente quando todos os preços refletem, de forma rápida e completa, toda a informação disponível, o que significa que, quando um ativo é comercializado, seu preço é um sinal preciso para a alocação de capital. Esse conceito, no entanto, não é realista como discutiremos mais adiante.

A **Proposição II** de Modigliani e Miller nesse mesmo estudo de 1958 torna explícito o mecanismo por meio do qual o custo médio ponderado do capital continua constante. Essa Proposição II opõe-se ao modelo tradicionalista onde uma alavancagem moderada com endividamento de terceiros levaria a uma redução do custo médio ponderado do capital (MODIGLIANI, MILLER, 1958).

FIGURA 2 – Proposição II - Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC) é constante



Fonte: FAMÁ, BARROS, SILVEIRA, 2001, p.76.

Pela Proposição II qualquer aumento da alavancagem por meio de um maior custo de endividamento de terceiros (i_d) eleva a percepção de risco da empresa aumentando o custo do capital próprio (i_s) dos acionistas. “D” é o valor de mercado do endividamento da empresa, “S” o valor de suas ações e “p” corresponde ao Custo Médio Ponderado de Capital da empresa (CMPC), ou seja, a taxa que compensa todos os investidores ao risco que estão expostos.

Na ausência de alavancagem financeira (valor do endividamento é zero, ou $D=0$), o custo do capital próprio é igual ao custo médio do endividamento, ou “ i_s ” = p. O custo do capital próprio “ i_s ” crescerá então linearmente com o aumento de D/S fazendo com que o CMPC fique constante (FAMÁ, BARROS, SILVEIRA, 2001, p.76). Assim, os dois efeitos do aumento do endividamento e do aumento do custo do capital próprio se anulam como demonstrado na Figura 2.

A **Proposição III** de Modigliani e Miller (1958) era uma consequência das proposições anteriores e mostrava que a política de investimentos da empresa independia do tipo de financiamento usado. O que importaria então como critério de avaliação de investimentos era a verificação se a rentabilidade era maior que a taxa de retorno da firma. Essa última proposição juntamente com as demais formavam o postulado da independência das políticas de investimento e financiamento. Essas políticas são vistas por Modigliani e

Miller como independentes entre si, no sentido de que podem ser implementadas em separado.

Modigliani e Miller afirmam que suas proposições desse estudo de 1958 apenas serviam para mostrar que o tipo de instrumento utilizado para financiar os investimentos é irrelevante para se aprovar um projeto. As discussões em relação às proposições iniciais de Modigliani e Miller de 1958 intensificam-se um ano após com o tradicionalista David Durand.

Durand (1959) levantou uma série de contrapontos às proposições iniciais do artigo de 1958 de Modigliani e Miller. Sua posição inicial era de que as proposições estavam corretas, mas adicionando que *“in their own properly limited theoretical context”* (DURAND 1959, p. 640), ou seja, em seu contexto teórico que era (bastante) limitado. Sua principal discrepância referia-se às premissas adotadas na Proposição I desses autores. Segundo comentário de Durand (1959, p.644) *“those of us who doubt about the existence of equilibrium”*, ele demonstrava-se cético em relação ao equilíbrio existente entre aumentos do custo do endividamento que levavam a aumentos similares do custo do capital próprio proposto pelo modelo de Modigliani e Miller em 1958. Durand (1959) argumentava que tais resultados alcançados não eram relevantes já que foram baseados em premissas irrealistas.

Modigliani e Miller (1959, p.655) em seu artigo *“The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: reply”* fazem uma reflexão sobre os pontos fortes e fracos de suas proposições de 1958 e das críticas a elas feitas em 1959 por Durand. Os autores reconhecem que uma elaboração adicional de seu modelo e enfoque aos problemas empíricos levantados poderia servir a um propósito útil.

We do not propose to go over Durand’s comment point by point partially for reasons of space, and partially because on many issues we have little to add (or retract from) what we have originally wrote. There are, however, issues where Durand comments (plus correspondence we have had with many others) have led us to believe that some further elaboration of our model and our approach to the empirical problems might serve a useful purpose (MODIGLIANI, MILLER, 1959, p.655).

No entanto, os autores Modigliani e Miller reforçam que houve pelo menos dois pontos de concordância entre o que eles pregavam e o que Durand pregava. Apesar de seu tom crítico, Durand concordava que as conclusões de Modigliani e Miller eram válidas para o contexto em que foram criadas – ambiente de mercado perfeito - e que a influência de

alavancagem sobre o estudo do custo de capital tinha até então sido muito tênue. Modigliani e Miller escreveram em 1959:

(1) that our conclusions, which contradict “widely accepted beliefs” can be regarded as valid at least “in their own properly limited theoretical context” and (2) that for all the attention that leverage has received in the literature of finance the influence, if any, of leverage on the cost of capital has so far escaped detection (MODIGLIANI, MILLER, 1959, p.655)

As críticas levantadas por Durand em 1959 são mais tarde reforçadas por Brigham, Gapenski, Ehrhardt (1999, p.622). Segundo esses autores, o modelo apresentado em 1958 por Modigliani e Miller baseava-se nos seguintes pressupostos limitados:

- custos de insolvência/ falência não existem
- ausência de impostos
- oferta de recursos é elástica
- simetria das informações
- fluxos de caixa são perpétuos
- existência de mercados perfeitos, sem custos de corretagem e indivíduos conseguem captar recursos no mesmo nível de taxas das empresas.
- administradores sempre buscam a maximização da riqueza para os acionistas

Após cinco anos, Modigliani e Miller (1963) publicaram um novo trabalho, incorporando a existência dos impostos sobre a renda das empresas, que foi uma das principais críticas ao trabalho de 1958. Nesse novo estudo, se o lucro da firma é tributado, o endividamento apresenta uma vantagem fiscal, ou seja, a dedutibilidade dos juros favorece o uso de financiamento uma vez que sobre um lucro menor há uma menor incidência de impostos e, portanto, era mais interessante para a empresa utilizar somente dívida para financiar-se. Nesse modelo, a dedutibilidade dos juros torna a dívida mais barata que o capital próprio com o governo “pagando” parte do custo de capital da dívida. No mundo real, no entanto, praticamente não existem empresas com nível de endividamento de 100% (BARBOSA, GOÉS, 2004). Em seu novo artigo, Modigliani e Miller reconhecem que as vantagens relacionadas ao imposto quando se usa endividamento de terceiros são maiores do que eles originalmente acreditavam.

(...) arbitrage will make values within any class a function not only of expected after-tax returns, but of the tax rate and degree of leverage. This means, among other things that the tax advantages of debt financing are somewhat greater than we originally suggested (...) (MODIGLIANI, MILLER, 1963, p.434)

Desse modo, em um mundo real, com a incidência de impostos, o endividamento junto a terceiros trazia um ganho para a empresa através de um maior volume de despesa financeira e que reduz o lucro tributável e conseqüentemente o volume de impostos a serem pagos. Assim, volta a prevalecer uma visão próxima à visão tradicionalista de que o endividamento poderia ser utilizado para auxílio da maximização do valor da empresa para o acionista, mas com uma diferença: no modelo de 1963 de Modigliani Miller, defendia-se que quanto maior o endividamento, maior seria o ganho fiscal, diferentemente do modelo tradicional, em que a criação de valor ocorreria apenas para alavancagens moderadas (FAMÁ, GRAVA, 2000, p.30).

Estudos empíricos relacionados aos modelos iniciais de Modigliani e Miller foram publicados nas décadas de 1960 e 1970, dando continuidade ao trabalho deles e adicionando custos de falência (pelo critério adotado nesse estudo, “fase de transição”: STIGLITZ, 1969; PAPPAS, HAUGEN, 1971; RUBINSTEIN, 1973, MILLER, 1977; BECKER, 1978; DEANGELO, MARSULIS, 1980; MODIGLIANI, 1982; ALTMAN, 1984; WEISS, 1990, entre outros) ou incluindo novas variáveis que deram início a chamada *fase comportamental* (DONALDSON, 1961; JENSEN, MECKLING, 1976; ROSS, 1977; MYERS, 1977; LELAND, PYLE 1977; MYERS, MAJLUF, 1984; MYERS, 1984; JENSEN, 1986; TITMAN, WESSELS, 1988; STULTZ, 1990; HARRIS, RAVIV, 1991; TITMAN, 2001; DERMIRGUÇ-KUNT, MAKSIMOVIK, 2001, entre outros). Essa terceira fase, no entanto, ocorre inicialmente de modo simultâneo a segunda e será examinada mais adiante.

Assim, apesar dos pressupostos dos modelos de Modigliani e Miller de 1958 e 1963 serem ainda bastante irrealistas como já questionados por Durand (1959), o relaxamento de alguns desses pressupostos não alterava de modo significativo os resultados finais obtidos conforme estudo de Mark E. Rubinstein (1973). Esse estudo concorda com as Proposições I e II de Modigliani e Miller.

It is now possible to treat security valuation, asset expansion decision rules, and capital structure policies as derivatives of market equilibrium models under uncertainty. Additionally, these models provide benchmarks for measuring the efficiency of markets and investment performance. (...) several results will not be found in the published literature: (...) (3) proof of the Modigliani-Miller Proposition I with risky corporate debt and corporate taxation; (4) proof of the Modigliani-Miller Proposition II revised for risky corporate debt; (RUBINSTEIN, 1973, p.167)

Becker (1978) em seus estudos re-afirmou as proposições de Modigliani e Miller uma vez que ele entende que a ratificação de tais proposições já havia ocorrido por meio do Teorema Fundamental de Parâmetro-Preferência desenvolvido por Rubinstein anos antes.

The proof of Modigliani-Miller famous propositions concerning the valuation of the firm and the cost of capital does not require the usual risk-class or arbitrage assumptions; the proof depends only on the Fundamental Theorem of Parameter-preference (developed by Rubinstein). The results of this proof were anticipated by Stiglitz (1969, p.790) who argued that given portfolio separation and the existence of a single safe asset the theorem of Modigliani Miller will be true even with bankruptcy. (BECKER, 1978, p.65)

Em 1977, Merton Miller aperfeiçoou o modelo original introduzindo, além dos impostos sobre as empresas, os impostos incidentes sobre os rendimentos dos títulos da dívida e das ações para pessoa física, sob a forma de capital de terceiros ou capital próprio. Nesse novo estudo, Miller entendia que os ganhos fiscais pelo uso da dívida podem ser muito menores do que se pensava. O autor, no entanto, reafirmava descobertas anteriores como a de que o valor da firma, em um mercado em equilíbrio (ou perfeito) seria ainda independente de sua estrutura de capital.

I will agree that even in a world in which interest payments are fully deductible in computing corporate taxes, the value of the firm, in equilibrium, will be independent of its capital structure. (MILLER, 1977, p.262)

Por outro lado, ele questiona a premissa de seu modelo de 1963 com Modigliani, no qual defendiam que a empresa devia adotar o máximo de alavancagem através do endividamento de terceiros já que esta maximizava os benefícios relacionados aos impostos pagos. Empiricamente, uma alavancagem de 100% com endividamento de terceiros não era possível, uma vez que ela aumentava os custos de falência da empresa. Miller foi assim um dos precursores do modelo de *Trade-off*, que adiciona a variável custos de falência nas discussões. Assim, o aumento dos custos de falência poderia explicar porque as empresas não tiravam vantagem maior de benefícios em relação aos impostos através do aumento adicional de seu endividamento.

O questionamento relativo ao modelo de *Trade-off*, aprofundado por outros autores como Deangelo e Marsulis (1980), coloca esses dois últimos autores e os estudos de Miller de 1977 em um momento de “transição” com a fase comportamental. Essa classificação vai de encontro com a classificação utilizada no estudo de Famá e Grava (2000).

Existe um ponto ótimo de compensação entre o benefício fiscal esperado e o custo esperado da possibilidade de insolvência. Com isso, o resultado da economia fiscal que aumentaria o valor da empresa somado ao aumento do risco de insolvência (custo do endividamento tornava-se maior) não levaria a um valor da empresa constante em relação a seu endividamento como defendido por Miller em 1977 ou crescente como mais tarde defendido por Modigliani em 1982. Na verdade, até certo nível de endividamento, o efeito positivo dos impostos sobre o valor da empresa seria predominante, mas, a partir de um certo ponto, esse efeito seria superado pelo risco de falência, negativo ao valor da empresa (DEANGELO, MARSULIS, 1980).

Mais adiante, Modigliani (1982), ao contrário da posição mais recente de Merton Miller de 1977, reafirmou que a estrutura de capital de fato incluía benefício fiscal com o uso de endividamento de terceiros. Independente da discussão levantada, o ponto que chama a atenção é que mesmo esses dois autores, base da teoria que revolucionou o estudo da estrutura de capitais em finanças, já não pensavam mais da mesma forma.

➤ **Transição: O modelo de Trade-off**

Como visto anteriormente, pesquisas do final de década de 1970 conduzidas pelo próprio Merton Miller (1977) e Deangelo e Marsulis (1980) deram origem ao Modelo do **Contrabalanço (Trade-off)** ou **Estático**. Apesar de Miller ser claramente um autor de características clássicas em relação ao tema sobre estrutura de capitais, seu trabalho de 1977 já inclui aspectos controversos. Dessa forma, alguns autores já poderiam classificar trabalhos dessa fase como comportamentais. No entanto, o critério utilizado nesse estudo é que apesar da adição da variável “custos de falência”, essa fase ainda possui bastantes pontos em comum com as teorias iniciais de Modigliani e Miller. Assim, optou-se por considerá-la como um momento de transição.

Barcelos (2002) aponta que a adição de insolvência financeira e custos de agência ao modelo de Modigliani e Miller (1958; 1963) resulta no modelo de *Trade-off* de estrutura de capital.

No modelo de *Trade-off*, a estrutura ótima de capital é obtida quando os benefícios fiscais do endividamento equilibram os diversos custos relativos ao uso de alavancagem

financeira: taxas de juros mais altas e o custo de falência (diretos: custos judiciais, legais; indiretos: perda de clientes e de valor da empresa, imagem, etc) são considerados.

O modelo de *Trade-off* possui suporte empírico inicialmente em estudos publicados no *Journal of Finance* como os de James Pappas e Robert Haugen (1971) e Stiglitz (1969). Empresas que possuem mais ativos tangíveis apresentam um grau de endividamento maior do que empresas cujo valor se baseia mais em seus ativos intangíveis.

In this paper we attempt to fully integrate current theory of investor behavior toward risk and the theory of corporate finance. (It was) observed the effects of financing through nonequity instruments on the risk characteristics of firm's equity, the effects of debt financing on the return and, hence, the value of equity capital. (PAPPAS, HAUGEN, 1971, p.943)

O estudo de Joseph Stiglitz (1969) concorda em grande parte com os resultados dos modelos de Modigliani Miller de 1958 e 1963, mas aprofunda as discussões utilizando uma abordagem diferente. O foco das discussões se concentra em dois pontos principais que ele não concorda: (a) indivíduos podem tomar recursos à mesma taxa de juros das empresas e (b) a não existência de falência de empresas (e que para o autor ocorrem custos relacionados a esse evento).

(...) we show in the context of general equilibrium state preference model that the M-M theorem holds under much more general conditions than those assumed in their original study. The validity of the model does not depend on the competitiveness of the capital market, or on the agreement of individuals about the probability distribution of outcomes. The two assumptions which do appear to be important for our proof are (a) individuals can borrow at the same market rate of firms and (b) there is no bankruptcy; (STIGLITZ, 1969, p.784)

Esse modelo tem um apelo intuitivo, pois ele leva a conclusão que tanto os cenários de “dívida total” ou o de “sem dívida” são ruins para as empresas, enquanto um cenário de endividamento “moderado” é bom. Segundo essa teoria, a empresa toma dinheiro emprestado até o ponto no qual os benefícios fiscais de uma unidade monetária adicional de endividamento são iguais ao custo adicional decorrente do aumento da probabilidade de dificuldades financeiras. Assim, o ganho proveniente do benefício fiscal é anulado pelo custo de dificuldades financeiras (ROSS, WESTERFIELD, JAFFE, 2002).

Apesar do modelo de *Trade-Off* não poder ser usado para especificar a estrutura ótima, ele possibilita realizar três proposições acerca do endividamento:

- 1) empresas com maiores riscos de negócios devem buscar menor nível de endividamento do que aquelas com menores riscos e que atuem em mercados e ambientes maduros e constantes uma vez que, quanto maiores os riscos da atividade, maior a possibilidade de insolvência em qualquer nível de endividamento acarretando em maiores riscos de insolvência.
- 2) empresas com ativos com valor de mercado podem usar maior endividamento do que aquelas cujo valor é derivado principalmente de ativos não tangíveis. Tais ativos em um cenário de *stress* podem perder valor rapidamente.
- 3) empresas com maior carga tributária deveriam utilizar maior endividamento.

Entre outros estudos que testaram empiricamente a relevância dos custos da inadimplência e falência, está o de Edward Altman (1984) que constatou a importância desses custos na decisão de otimização do nível de alavancagem.

The relevance of bankruptcy costs remains as one of the major unresolved issues of financial theory. (...) If bankruptcy costs are relatively significant then it may be argued that at some point, the expected value of those costs outweighs the tax benefit derived from increasing leverage and the firm will have reached its optimum capital structure point. An alternative view is that bankruptcy costs are relatively trivial and can not explain capital structure decisions (...) This study assumes that the expected bankruptcy cost issue is relevant and that firms do not recognize the probability of bankruptcy as an important ingredient when making operating and financial decisions (...). (ALTMAN, 1984, p.1067)

Em seu estudo sobre custos diretos e indiretos de falência de empresas industriais e de varejo que faliram nos EUA, esse autor defendia também que empresas que possuíssem maior quantidade de ativos tangíveis (ao invés de intangíveis como marcas, patentes, etc) poderiam usar maior endividamento de terceiros, pois se beneficiariam de uma maior liquidez na venda de seus ativos fixos. O autor defende que empresas sujeitas a pagamento de um volume maior de impostos deveriam usar maior endividamento. O risco de falência está associado com níveis altos de endividamento, ao passo que o risco financeiro está associado a qualquer nível de endividamento.

Lawrence Weiss (1990) também desenvolveu estudo a cerca desse tema de custos de falência analisando 37 casos de empresas listadas em Bolsa de Valores nos Estados Unidos que foram a falência entre novembro de 1979 e Dezembro de 1986. A pesquisa inclui em suas conclusões resultados similares às anteriores, onde os custos esperados de falência aumentam com a alavancagem restringindo o benefício fiscal e a combinação ótima de capital próprio e de terceiros. Em seus resultados, ele também concluiu que a maior parte das reclamações advindas da falência vinha dos acionistas e de credores subordinados.

I present new evidence on the direct costs of bankruptcy and violation of priority of claims. In a sample of 37 New York and American Stock Exchange firms that filed for bankruptcy between November 1979 and December 1986, direct costs average 3.1% of the book value of debt plus the market value of equity, and priority of claims is violated in 29 cases. The breakdown in priority of claims occur primarily among the unsecured creditors and between the unsecured creditors and equity holders. Secured creditors' contracts are generally upheld (WEISS, 1990, p.285).

O modelo de *Trade-off* foi testado mais recentemente no Brasil e nos EUA com a análise de empresas entre 1998-2001 por Kayo (2002). Nesse estudo, Kayo chega a conclusão que o grau de endividamento é significativamente menor nas empresas com alto nível de ativos intangíveis.

No entanto, os autores Brigham, Gapenski e Ehrhardt (1999, p.639) sugerem que o suporte empírico para os modelos de *Trade-off* é incompleto, o que significa que outros fatores não incorporados a esses modelos são também essenciais para análise. Para eles, entre diversos outros fatores, os índices de grau de endividamento variam significativamente entre empresas de mesma indústria enquanto o modelo sugere que elas deveriam ser do mesmo nível.

Se o custo do capital de terceiros é inferior ao custo do capital próprio, a estrutura de capital ideal requer um nível de endividamento maior que zero por parte das empresas. Repasses externos, linhas do BNDES entre outros possuem um custo de crédito menor que o retorno da Selic ou CDI (taxas básicas de juros da economia brasileira), o que faz com que provavelmente o nível de endividamento de longo prazo das empresas não seja zero. Assim, pressupõe-se que a ausência ou escassez de empréstimos a longo prazo nas Demonstrações Contábeis de empresas brasileiras deve-se a restrições de crédito.

2.1.4. Comportamentais: *Evolução do modelo original de Modigliani e Miller*

➤ **Modelo dos Custos de Agência.**

Pode-se enunciar que essa nova fase iniciou-se com os autores Michael Jensen e Willian Meckling em 1976 através do artigo intitulado “*Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*”. Assim, enquanto os benefícios dos impostos e riscos do endividamento eram ainda discutidos, esses dois autores trouxeram uma nova abordagem que envolvia os custos de agência para a obtenção de uma estrutura ótima de capital. Os autores definem a relação de agência da seguinte forma

We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interest of the principal. The principal can limit divergencies from his interest by establishing appropriate incentives for the agent and by incurring monitoring costs designed to limit the aberrant activities of the agent. (...) However, it is generally impossible for the principal or the agent at zero cost to ensure that the agent will make optimal decisions from the principal's point of view. In most of the agency relationships the principal and the agent will incur monitoring and bonding costs and in addition there will be some divergence between the agent's decisions and the ones which would maximize the welfare of the principal. (JENSEN, MECKLING, 1976, p.310)

Em outras palavras, a essência do modelo é o relacionamento entre o Principal e o Agente e do fato de que inevitavelmente surgirão decisões que não atendem aos melhores interesses dos acionistas e que provocarão reduções no valor da empresa (a qual pode ser denominada “custo de agência”).

O Principal contrata o Agente para execução de algum serviço (JENSEN, MECKLING, 1976). Se cada uma das partes busca maximizar sua utilidade, as ações do Agente nem sempre atendem ao interesse do Principal, o que acaba gerando custos de agência. Isso significa que quando o investimento for bem sucedido, os acionistas podem se beneficiar apropriando todos os recursos obtidos em excesso após pagamento do endividamento, mas quando o negócio vai mal, os credores correm o risco de perder tudo. A escolha de gestores com reputação permite à empresa contrair maior endividamento, pois diminui o conflito entre acionistas e credores. Esses autores mencionam que os custos de

agência são a soma de três fatores: os custos de monitoramento do principal; 2) as despesas com a remuneração do agente; 3) perdas residuais do processo;

We define agency costs as the sum of 1) the monitoring expenditures of the principal; 2) the bonding expenditures by the agent; 3) the residual loss; (JENSEN, MECKLING, 1976, p.311)

Assim, os conflitos podem ocorrer entre acionistas e gestores de uma empresa, entre os acionistas e os credores e também, como complementado por Leal (2001), entre acionistas minoritários e majoritários.

Entre outros trabalhos que também contribuíram para o desenvolvimento do tema destacaram-se os de Myers (1977), Jensen (1986) e Stultz (1990).

Em seu artigo “*Determinants of corporate borrowing*”, Myers (1977) faz uma crítica logo no início de que existe um vazio importante ainda em Finanças relacionado ao problema da política de endividamento das empresas. O autor desenvolve o artigo com base nas premissas já defendidas por Jensen e Meckling (1976) focando em particular nos custos de negociação, monitoramento e de cumprimento dos contratos jurídicos (*legal enforcement*):

(...) this paper is like Jensen and Meckling (1976) analysis of agency costs and optimal capital structure. The suboptimal investment policy is an agency cost induced by risky debt. However this particular cost was not stressed by Jensen and Meckling (MYERS, 1977, p.149).

O autor descreve que o endividamento altera as escolhas dos administradores da empresa em certas circunstâncias criando situações nas quais o Agente (administrador) pode atender aos interesses do principal (acionistas) somente fazendo decisões que reduzem o valor da empresa e a riqueza dos acionistas. O autor questiona então porque não eliminar esse problema de decisões não ótimas através da adição de cláusulas contratuais em relação ao endividamento. Esse só ocorreria nos casos de projetos futuros que agregassem valor a empresa, ou seja, projetos de valor presente líquido positivo.

The heart of the matter is that the existence of debt changes the firm's actions in some circumstances. It creates situations ex post in which management can serve shareholders interests only by making sub-optimal decisions. This reduces the value of the firm and reduces shareholders wealth. Why not eliminate this problem by adding a clause to the debt contract? That is, the contract could include a specific requirement that the firm take on each investment project in all states where its net present value is positive. (MYERS, 1977, p.156)

O modelo de Agência defende ainda que, empresas deveriam operar com um alto grau de alavancagem, pois o nível elevado de endividamento acarreta um maior volume de

despesas financeiras e amortização do principal do endividamento, o que reduz o fluxo de caixa livre ou excessivo da empresa e impede que os gestores consumam esses recursos com investimentos pouco rentáveis ou em benefício próprio na forma de maiores dividendos pagos (JENSEN, 1986). Stultz (1990) também desenvolve abordagem semelhante dizendo que os custos de agência (ou “*Costs of Managerial Discretion*”) surgem dos administradores (agentes) tentando realizar investimentos abaixo do custo de capital da empresa ou perdendo esses recursos em ineficiências operacionais ao invés de distribuí-los aos proprietários do capital (principal).

Stultz (1990, p.3-27) diz que o modelo de Agência ajuda na definição da estrutura de capital ideal em cada uma das fases de crescimento da empresa. O fluxo de caixa livre tende a ser maior em empresas maduras e, por isso, o endividamento de terceiros tende a ser mais recomendado nessas situações.

Esse mesmo autor desenvolve o pensamento inicial de Myers (1977, p.159) com o qual, de acordo com a fase de vida da empresa, dois problemas podem surgir. O primeiro refere-se a problemas advindos do sobre-investimento e o segundo, do sub-investimento. O sobre-investimento surge em empresas maduras porque a administração faz investimentos acima dos necessários e que não geram valor presente líquido positivo. Já o segundo acontece em casos de empresas em desenvolvimento e ocorre porque estas não possuem recursos internos suficientes para financiar todos seus projetos de valor presente positivos.

O modelo de Agência questiona a premissa de Modigliani e Miller, a qual afirma que as decisões de investimento são independentes da estrutura de capital. Pelo modelo de Agência, é possível obter um nível ótimo de endividamento a partir do equilíbrio entre os custos de agência gerados por conflitos entre os diversos grupos de interesse dentro da empresa (empregados, acionistas e credores).

O custo de agência total é a soma do custo de agência do capital próprio (gerado por conflitos entre acionistas e administradores) e o custo de agência da dívida (intensificado pelo aumento do uso de capital de terceiros) como veremos a seguir.

Custos de Agência do capital próprio: Os custos de agência nascem dessa separação entre administração e controle, denominado de “perda residual”. Como os lucros são

limitados à sua participação, o administrador busca outras formas para aumentar sua riqueza pessoal. Com a falta de incentivo financeiro diminui o interesse de buscar empreendimentos lucrativos. Os custos de agência guardam estreita relação com o fluxo de caixa livre (o que excede após o financiamento de todos os projetos lucrativos).

Quanto maior o fluxo de caixa livre, mais discricionário é o comportamento do administrador. A providência mais adequada é contrair dívidas, pois reduzindo este fluxo, diminui seu uso perdulário. Outra forma é aumentar a participação dos administradores ou aumentar a distribuição de dividendos (BRIGHAM, WESTON, 2004).

Custos de Agência do endividamento: O aumento do nível de endividamento pode levar a empresa a enfrentar outro custo. Trata-se do custo de agência da dívida gerado pelo conflito entre acionistas e credores, podendo limitar o endividamento. Três razões podem levar os administradores a usar capital de terceiros para financiar seus projetos:

a) prêmio ao assumirem riscos: opção pelos projetos de maiores retornos mesmo com riscos maiores. Se derem certo, os acionistas recebem a maior parte. Se derem errado, o maior custo fica para os credores.

b) incentivo ao sub-investimento: os acionistas prevendo falência diminuem seus investimentos. Isso porque pode beneficiar os possíveis credores, valorizando os bens a serem tomados.

c) redução intensa e rápida dos ativos da empresa: pagamentos extras de dividendos antes da falência em benefício de uma minoria.

As discussões relacionadas ao tema e a utilização de endividamento de terceiros ou capital próprio são extensas e continuam ao longo desse estudo. Entre outros trabalhos de caráter empírico desenvolvidos nessa linha sobre custos de agência encontram-se os de Cantillo e Wright (2000), Denis e Mihov (2003), Cronqvist e Nilsson (2003) e no Brasil, na pesquisa de Aldrighi e Mazzer Neto (2005) sobre 602 empresas de capital aberto em 2001.

➤ **Modelo da Sinalização ou Informações Assimétricas**

O modelo denominado **Sinalização ou modelo das Informações Assimétricas** (BRIGHAM, GAPENSKI, EHRHARDT, 1999 e BRIGHAM, WESTON, 2004) surge um ano mais tarde ao modelo de Jensen e Meckling através de Ross (1977) e refere-se a quando os

administradores têm melhores informações do que os investidores externos. Isso é chamado de informação assimétrica e exerce importante efeito sobre a estrutura de capital. Apesar do modelo inicial do autor estar relacionado ao fator comportamento ele tem outro enfoque agora relacionado ao estudo da informação.

The Modigliani-Miller theorem on the irrelevancy of financial structure implicitly assumes that the market possesses full information about the activities of firms. If managers possess inside information, however, then the choice of a managerial incentive schedule and of a financial structure signals information to the market, and in competitive equilibrium the inferences drawn from the signals will be validated. One empirical implication of this theory is that in a cross section, the values of firms will rise with leverage, since increasing leverage increases the market's perception of value (ROSS, 1977, p.23)

Assim, segundo o autor acima, esse modelo contraria a idéia inicial de mercado perfeito sobre o qual foi contruído o modelo de Modigliani e Miller em 1958, em que todos os componentes do mercado gozam do mesmo nível de informação sobre a atividade das empresas. O autor concluiu ainda que o valor da empresa aumenta com a alavancagem financeira.

Além do trabalho de Ross (1977), destacam-se nessa linha os trabalhos de Lelend e Pyle (1977), Myers e Majluf (1984) e Myers (1984). Os dois últimos tiveram destaque diferenciado, já que responsáveis pelo desenvolvimento do modelo do *Pecking Order*, o qual, como se verá a seguir, continua essa linha de pesquisa.

Resumidamente, o modelo de Assimetria de Informações baseia-se em 3 proposições:

- 1) as empresas com bons projetos de rentabilidade futura preferem financiar-se com endividamento de terceiros, pois assim não terão de partilhar os lucros futuros advindos de novos projetos rentáveis com outros acionistas.
- 2) empresas com projetos de baixa rentabilidade futura preferem financiar-se com ações.
- 3) as empresas devem manter uma reserva de capacidade para tomar empréstimo, caso surja alguma oportunidade boa de investimento. Isso significa que as empresas deveriam, em ocasiões normais, utilizar menos endividamento.

➤ **Modelo do Pecking Order**

Do modelo anterior advém o modelo do *Pecking Order*, proposto por Myers (1984, p.575-592), ditando que a estrutura de capital seria estabelecida em função do desejo de financiar novos projetos, inicialmente através de recursos próprios (retenção de dividendos) depois, com títulos de dívida e finalmente com emissão de ações. Esse modelo procura minimizar os riscos e maximizar os lucros.

No entanto, o próprio Myers afirma que o modelo do *Pecking Order* proposto por ele não é realmente “novo”: “*The Pecking Order hypothesis is hardly new*” (Myers, 1984, p.10). Em seu trabalho o autor menciona que parte de suas idéias relativas ao *Pecking Order* derivaram e aprimoraram o trabalho de outro autor, Donaldson (1961), no estudo “*Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity*” que examinou práticas financeiras de uma amostra de grandes empresas nos EUA. Donaldson observou que

Management strongly favored internal generation as a source of new funds even to the exclusion of external funds, except for occasional unavoidable “bulges” in the need for funds (DONALDSON, 1961, p.67).

Myers (1984) em seu estudo “*The capital structure puzzle*” não consegue chegar a uma conclusão única e confiável à pergunta por ele mesmo levantada de como as empresas escolhem suas estruturas de capital. No trabalho, o autor divide a estrutura de capital em duas correntes: i) balanceamento estático (*Static Trade-off*), em que a empresa possui uma meta de endividamento, a qual era estabelecida em função do balanceamento entre o custo e o benefício do endividamento (custos de falência x benefícios fiscais) e ii) *Pecking Order*, em que toda a empresa segue uma seqüência lógica ao estabelecer sua estrutura de capital.

Ao contrário da teoria de Modigliani e Miller, a oferta de recursos no caso do modelo do *Pecking Order* de Myers é determinante. Segundo Myers (1984, p.576) as empresas preferem financiar seus projetos com recursos internos de seu fluxo de caixa do que endividamento, e preferem como segunda opção o endividamento a novas emissões de ações.

O motivo dessa ordem de prioridades baseava-se no seguinte ponto. Financiamentos externos (obtidos tanto por endividamento como por emissão de ações) demandam que os administradores expliquem o projeto de investimento que está sendo realizado para os

credores ou para investidores, expondo esses gerentes a um monitoramento por parte desses credores e investidores. E os gerentes não gostam desse processo.

Desse modo, somente caso os recursos internos não fossem suficientes para financiar todos seus projetos de investimento, as empresas recorreriam ao endividamento de bancos para cobrir suas necessidades, optando somente em último caso, pela emissão de novas ações. O modelo do *Pecking Order* de Myers (1984) não defendia a emissão de ações, pois elas envolviam maiores riscos para a empresa:

Advantages of debt over equity issues: If the firm does seek external funds, it is better off issuing debt than equity securities. The general rule is "Issue safe securities before risky ones" (MYERS, 1984, p.14).

Estudo nessa mesma linha de Myers e Majluf (1984) sustentava que empresas mais lucrativas possuem endividamento menor já que elas podem financiar mais facilmente seus projetos com sua própria geração de caixa sem ter que se endividar ou emitir ações.

Um dos principais argumentos apontados nos estudos de Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) para as empresas realizarem a emissão de ações como última opção para financiarem seus projetos referia-se aos riscos de subprecificação pelo mercado das novas ações emitidas. Myers e Majluf (1984) apontam que a sub-precificação seria devida a menor informação detida pelos investidores em relação aos executivos da empresa sobre os fluxos de caixa gerados pela empresa (tanto atuais como os provenientes de novos investimentos). Cientes de possuírem menor grau de informação, os investidores infeririam que os executivos emitiriam ações apenas quando o preço dessas estivesse superavaliado e conseqüentemente o preço das ações seria estabelecido pelo mercado com um desconto.

Como pontos fracos do modelo apontados por Myers (1984, p.576), destaca-se o fato dele não informar qual seria o nível ótimo de endividamento. O endividamento muda constantemente de acordo com desequilíbrios dos fluxos de caixa internos e as oportunidades de investimento. Essas mudanças no nível de endividamento relacionam-se a maior necessidade de recursos de terceiros e não permitem que se alcance uma estrutura ótima de capital.

➤ **Outras contribuições e financiamentos de curto e longo prazo**

Estudos posteriores sobre estrutura de capital das empresas mostraram que existem diferentes papéis relacionados aos financiamentos de curto e longo prazos. Essa literatura enfatiza que o endividamento de curto prazo permite que os empréstimos sejam reprecificados mais rapidamente para refletirem novas informações. Além disso, aumentam a eficiência (uma vez que possibilitam que projetos não rentáveis seja finalizados antecipadamente). O endividamento de modo geral possibilita aos gerentes e proprietários das empresas obterem incentivos financeiros (despesas financeiras sobre empréstimos) reduzindo o lucro tributável. Já o endividamento de longo prazo possibilita a empresa se proteger em momentos de instabilidade da liquidação financeira e previne que credores oportunistas façam ameaças relacionadas a uma possível liquidação ou falência da empresa em períodos turbulentos apenas com o propósito de se beneficiarem de seus lucros (BRIGHAM, WESTOM, 2004).

Titman e Wessels (1988) testaram algumas variáveis como composição dos ativos, oportunidades de crescimento, diferenciação dos produtos, segmento industrial, tamanho, volatilidade dos lucros entre outros para verificarem a influência desses sobre a estrutura de capital das empresas. Os testes empíricos do trabalho desses autores mostraram que as empresas norte-americanas pesquisadas que apresentavam maior grau de singularidade e empresas que eram mais lucrativas tinham menor propensão ao endividamento tanto de curto como de longo prazo. Além disso, empresas menores tiveram maior dificuldade em captar endividamento de longo prazo. Estudos semelhantes só que sobre 165 empresas localizadas no Brasil no período entre 1995 e 2000 (PEROBELLI, FAMÁ, 2002) e no México, Argentina e Chile no período entre 1995 e 2000 (PEROBELLI, 2003) que buscaram verificar quais seriam os fatores indutores do endividamento das empresas chegaram a resultados semelhantes aos de Titman e Wessels (1988). O mesmo ocorre com estudo recente de Titman (2001).

Harris e Raviv (1991) defendem que a fase comportamental poderia ser sub-dividida em quatro grandes correntes (custos de agência, assimetria de informações, mercados de insumo produto onde a estrutura de capital da empresa é escolhida como parte de sua estratégia mercadológica ou em função de seus produtos e insumos e, por último, teorias de controle corporativo).

Para Dermirguç-Kunt e Caprio (1997), que intensificaram estudos a cerca do tema nos anos 1990, uma estrutura ótima de capital entre empréstimos de curto e longo prazo poderia ser determinada por uma série de parâmetros que incluem a qualidade de crédito da empresa (como seu *credit rating*), seu *portfolio* de futuros projetos de investimentos e oportunidades de crescimento, a rentabilidade dos projetos, a habilidade de financiar estes projetos com recursos próprios, o valor de liquidação (desinvestimento) de seus ativos fixos (tangíveis ou intangíveis), a precisão e qualidade das informações financeiras e de mercado sobre a empresa disponíveis, o tamanho e idade da empresa e por fim, a quantidade de competição bancária no mercado onde a empresa atua. Estudos posteriores de Dermirguç-Kunt e Maksimovic (1998, 2001) também identificaram que empresas de maior porte e que possuem projetos de maior retorno conseguem linhas de financiamento de longo prazo mais facilmente.

De modo geral, o quadro abaixo resume de forma simplista alguns dos principais autores das três correntes de pensamento relacionadas à Teoria de Estrutura de Capital em finanças. Optou-se por seguir o mesmo critério adotado por Famá e Grava (2000) aos trabalhos de Miller (1977) e Deangelo e Marsulis (1980), classificando-os como fase de incerteza dos fatos, mas já com características de transição. Isso porque os trabalhos desses autores ainda tinham mais pontos em comum com o pensamento de Modigliani e Miller (1958; 1963) do que com os trabalhos da corrente comportamental.

Tabela 6 – Estrutura de capital: fases e autores

Tradicionalista	Incerteza dos Fatos	Comportamental
Durand (1952)	Modigliani e Miller (1958)	Donaldson (1961)
Durand (1959)	Modigliani e Miller (1963)	Jensen e Meckling (1976)
	Stiglitz (1969)	Ross (1977)
	Pappas e Haugen (1971)	Leland e Pyle (1977)
	Rubinstein (1973)	Myers e Majluf (1984)
	Miller (1977)	Myers (1984)
	Becker (1978)	Jensen (1986)
	Deangelo e Marsulis (1980)	Titman e Wessels (1988)
	Modigliani (1982)	Stultz (1990)
	Altman (1984)	Harris, Raviv (1991)
	Weiss (1990)	Dermirguç-Kunt e Caprio (1997)
		Titman (2001)
		Dermirguç-Kunt e Maksimovic (2001)

Outros estudos mais recentes continuaram as discussões sobre a otimização das estruturas de capital das empresas. Autores como Perobelli e Famá (2002), Brito e Silva (2005), Zani (2005) e Moraes (2005) buscam identificar através de seus estudos empíricos, quais os principais determinantes da estrutura de capital das empresas no Brasil. De um modo geral, suas pesquisas baseadas em conceitos clássicos de estrutura de capitais como os modelos do *Pecking Order* e *Trade-off* analisam em empresas brasileiras fatores como tangibilidade dos ativos, lucratividade e tamanho comparados aos níveis de seus endividamentos. Zani (2005) adiciona a esses fatores em sua pesquisa, por exemplo, que a existência de colateral (garantia) nos empréstimos no Brasil é importante instrumento de auxílio na concessão do crédito.

Na literatura internacional, as discussões mais recentes entre qual dos modelos – *Pecking Order* ou *Trade-off* – seria melhor aplicável às empresas continuam com os estudos de Fama e French (2000), Watson e Wilson (2002), Lemmon e Zender (2003), Frank e Goyal (2005), Leary e Roberts (2006). A conclusão, de modo geral, mostra que os autores ainda não chegaram a um consenso em relação ao tema de qual modelo melhor otimizaria a estrutura de capitais das empresas. O tema continua controverso em finanças e mesmo modelos como os do *Pecking Order* que aparentemente demonstram uma maior aplicabilidade à realidade das empresas nem sempre podem ser confirmados, principalmente em países como o Brasil onde a abertura do capital possivelmente traz benefícios em termos de expansão de crédito às empresas que não possuem grande disponibilidade de linhas de financiamento por parte das instituições financeiras dependendo quase que exclusivamente do BNDES para financiamentos de longo prazo.

2.1.5. Custo de Capital e WACC (ou CMPC)

Como já discutido, para a avaliação da adequada estrutura de capital de uma empresa, deve-se levar em conta seu custo de capital, uma vez que o mesmo diverge significativamente de tipo, tamanho, e localização geográfica de cada empresa. O custo de capital é importante variável no processo de avaliação de ativos. Copeland e Weston (1992, p.439) entendem que, a minimização do custo de capital através de uma combinação de recursos próprios e terceiros faz com que as decisões de financiamento ajudem na otimização do valor das empresas.

O custo de capital é formado por dois elementos:

- custo de capital próprio
- custo de capital de terceiros

Assaf Neto (2002, p.115) afirma que o custo de capital é a média ponderada dos custos dos diversos componentes de financiamento, incluindo dívida, patrimônio líquido e títulos, utilizados por uma empresa para financiar suas atividades financeiras. O custo médio ponderado do capital (CMPC ou WACC, *Weighted Average Cost of Capital*) é obtido pelo custo de cada variável de capital ponderado vezes sua respectiva participação na estrutura de financiamento, sendo definido de modo simplificado pelo autor acima (2002, p.124) como:

$$CMPC = W1 \times Ki + W2 \times Ke$$

Equação 1

onde,

W1, W2 = proporção de fundos de terceiros e próprios na estrutura de capital

Ki = custo do capital de terceiros

Ke = custo do capital próprio

Assaf Neto (1998) ainda define Ki e Ke. O custo de capital de terceiros (Ki) é uma taxa obtida pela relação entre as despesas financeiras (juros) e os passivos onerosos geradores destes encargos.

Já o custo de capital próprio (Ke) reflete o custo de oportunidade dos proprietários, ou seja, a melhor taxa de retorno de risco semelhante a que o investidor renunciou para aplicar seus recursos no capital das empresas. Essa taxa varia de acordo com o setor da economia onde a empresa se insere – e o país onde se encontra – devendo oferecer maior rentabilidade em função destas duas variáveis. Brigham, Gapenski e Ehrhardt (1999, p.379) descrevem o modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) como forma de medição de Ke.

Como visto, a Teoria de Equilíbrio de Mercado que permite calcular o custo do capital próprio só surgiu anos depois da Teoria de Estrutura de Capitais de Modigliani e Miller (1958). O modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) começa a ser desenvolvido por Sharpe em 1963, Linter em 1965 e Mossin 1966, sendo esses autores os precursores (KAYO, 2002). Pelo CAPM, o custo de capital próprio (ou retorno esperado das ações) de uma empresa é formado pela soma da taxa livre de risco e do prêmio pelo risco de se aplicar em determinado ativo ou

empresa. O prêmio pelo risco representa a diferença entre o retorno oferecido pelo mercado e a taxa livre de risco, sendo o resultado multiplicado por um fator Beta de risco.

O custo de capital equivale aos retornos exigidos pelos credores da empresa (instituições financeiras, debenturistas, etc) e por seus proprietários e significa o retorno que a empresa deve auferir em seus investimentos para que a mesma remunere adequadamente as fontes de financiamento. A fórmula do modelo é dada a seguir:

- K_e definido como (modelo CAPM)

$$K_e = K_{rf} + (K_m - K_{rf}) \times B$$

Equação 2

onde,

K_{rf} = taxa livre de risco

K_m = taxa de retorno do mercado acionário

$(K_m - K_{rf})$ = Prêmio pelo risco de mercado

B = coeficiente Beta alavancado da empresa, que mede seu risco em relação ao mercado.

A pesquisa realizada neste trabalho inclui uma seção de análise relativa a evolução do Custo Médio Ponderado de Capital (CAPM) de cada uma das empresas estudadas. Nesse cálculo, foi verificado qual o comportamento desse custo para cada uma das empresas após essas terem optado pela abertura de seus capitais.

Brigham, Gapenski, Ehrhardt (1999) comentam, no entanto, que o modelo acima é baseado em premissas irrealistas e não pode ser empiricamente verificado. Entre as premissas questionadas estavam: i) todos os investidores podem emprestar ou tomar emprestado uma quantidade ilimitada de recursos livres de risco; ii) todos os investidores tem estimativas idênticas de valores esperados, variâncias e covariâncias de retornos entre todos os ativos; iii) todos ativos são divisíveis e perfeitamente líquidos; iv) não existem custos de transação nem impostos, entre outras. No entanto, devido ao seu apelo lógico, o CAPM é bastante utilizado no processo de estimação de custo de capital.

As críticas de Brigham, Gapenski, Ehrhardt (1999) sobre o CAPM, no entanto, baseiam-se em críticas inicialmente levantadas por Roll (1977) e Fama e French (1992; 2004).

Roll (1977) questionou se era possível conceitualmente testar o modelo CAPM. O trabalho de Roll no entanto não desaprovou o CAPM mas mostrou que era impossível provar que os investidores se comportam de acordo com as previsões do modelo.

Por outro lado, Fama e French (1992) desafiam com maior propriedade o modelo. Através do exame do relacionamento dos betas e retornos de milhares de ações nos últimos 50 anos nos Estados Unidos. De acordo com o CAPM, ações com betas altos deveriam prover aos investidores retornos maiores do que ações de betas menores. No entanto, o estudo desses autores revelou que não havia relacionamento entre betas históricos e retornos históricos das ações.

Two easily measured variables, size and book-to-market equity, combine to capture the cross-sectional variation in average stock returns associated with market beta, size, leverage, book-to-market equity, and earnings-price ratios. Moreover, when the tests allow for variation in beta that is unrelated to size, the relation between market beta and average return is flat, even when beta is the only explanatory variable. (FAMA, FRENCH, 1992, p. 427)

Em outro estudo mais tarde, os autores continuam a questionar o modelo.

The attraction of the CAPM is its powerfully simple logic and intuitively pleasing predictions about how to measure risk and about the relation between expected return and risk. Unfortunately, perhaps because of its simplicity, the empirical record of the model is poor - poor enough to invalidate the way it is used in applications. The model's empirical problems may reflect true failings. (It is, after all, just a model.) But they may also be due to shortcomings of the empirical tests, most notably, poor proxies for the market portfolio of invested wealth, which plays a central role in the model's predictions. We argue, however, that if the market proxy problem invalidates tests of the model, it also invalidates most applications, which typically borrow the market proxies used in empirical tests. (FAMA, FRENCH, 2004, p. 25)

2.1.6. Modelos de estrutura de capital e aplicação ao presente estudo

A teoria da estrutura de capital sugere que cada empresa tem uma estrutura de capital ótima que maximiza seu valor de mercado e minimiza seu custo de capital total (ROSS, WESTERFIELD, JAFFE, 2002).

No entanto, pelas diversas correntes de pensamento sobre o tema anteriormente discutidas, foi possível perceber que a estrutura ótima de capital é ainda assunto controverso em finanças, e que mesmo os principais autores que escreveram sobre o assunto não

conseguiram estabelecer um modelo que obtivesse a estrutura ótima de capital de uma empresa de modo satisfatório e que fosse sempre possível aplicá-lo a todas empresas.

Desse modo, os administradores devem aplicar julgamento qualitativo as análises quantitativas que esses fazem para determinação da estrutura ótima de capital de suas empresas. Segundo estudos de Titman, Fan e Twite (2003), Zani (2005) e Moraes (2005), o que pode ser observado é que, em geral, os administradores concentram-se mais em estabelecer um nível “prudente” de endividamento e alavancagem financeira do que com o estabelecimento de um nível ótimo.

Estudaram-se anteriormente também, correntes de pensamento sobre estrutura de capitais que assumem posturas contrárias a utilização de emissões de ações como forma de captação de recursos para financiamento de projetos pelas empresas. Nessa linha, destacam-se os modelos de Sinalização (ou Informações Assimétricas) e, principalmente, o do *Pecking Order*.

No entanto, questiona-se nesse trabalho se esses modelos são válidos sempre. O caso do Brasil é um exemplo de um ambiente macroeconômico onde, os custos do capital próprio são relativamente altos e mais altos ainda são os custos de endividamento de terceiros. Nesse contexto, não seria a captação de recursos através da emissão de ações o instrumento mais barato e apropriado para o financiamento de projetos? A discussão sobre crédito, financiamento de longo prazo e abertura de capital no Brasil ocorre a seguir.

2.2. CRÉDITO, FINANCIAMENTOS DE LONGO PRAZO E ABERTURA DE CAPITAL

2.2.1. Crédito e financiamento em longo prazo

Após diversas tentativas frustradas de controle à inflação na década de 1980 e início de 1990 (Planos econômicos Cruzado, Cruzado Novo, Bresser, Collor, etc) o advento do Plano Real durante o governo Itamar Franco pelo então ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso iniciou com sucesso o processo de estabilização econômica em 1994 o qual perdura até os dias atuais.

Se por um lado, segundo Goldfajn, Hennings e Mori (2003), as freqüentes intervenções pelo Banco Central do Brasil em instituições financeiras com problemas de solvência logo no início do período de estabilização econômica permitiram que a economia brasileira superasse a situação de turbulência e altas taxas de inflação vivenciadas, por outro lado, o não controle de déficits fiscais governamentais acabou por determinar uma política monetária extremamente restritiva. A segunda metade da década de 1990 foi caracterizada por taxas de juros básicas em torno de 20% aa (NAKANE, MUINHOS, 2006), o que conseqüentemente acarretou inadimplência no mercado e trouxe as taxas de juros bancárias (*spreads*) para altos níveis. As taxas reais de juros praticadas pelo Brasil nesse período só perderam para Rússia , conforme tabela abaixo.

Tabela 7 - Taxas Reais de Juros

País/ Período	1990-94 (%)	1995-99 (%)	2000-2004 (%)
Desenvolvidos: G7			
- Alemanha	4.3	2.1	2.3
- Canadá	4.1	2.9	2.8
- EUA	2.5	3.0	2.5
- França	6.1	2.8	-
- Itália	5.8	3.8	1.8
- Japão	2.8	0.1	0.9
- Reino Unido	4.3	3.2	3.5
Países Emergentes			
- Argentina	31.5	7.1	9.5
- Brasil	13.1	20.5	9.3
- Colômbia	-	6.2	0.9
- México	6.6	5.5	4.5
- Uruguai	3.4	3.2	-
- África do Sul	1.7	7.1	3.7
- Índia	4.7	1.7	-
- Polônia	7.9	5.5	7.4
- Rússia	-	23.9	3.3

Fonte: Nakane, Muinhos, 2006

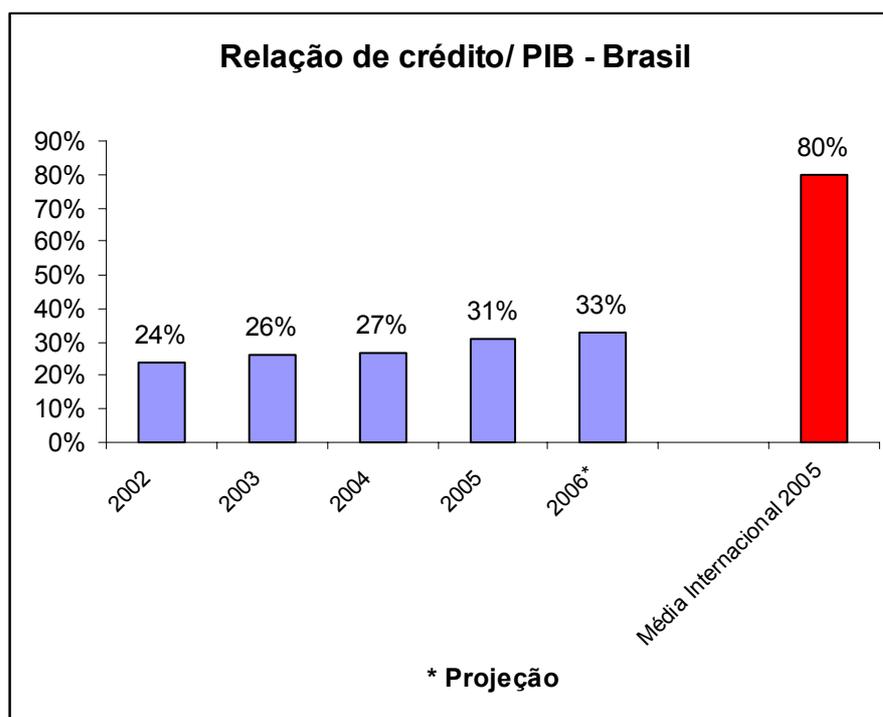
A consequência desses fatores (altas taxas de juros e altos *spreads*) é a baixa eficiência do sistema quanto à concessão de crédito, que deveria ser a principal atividade dos intermediários financeiros. Silva (2005) aponta que, apesar do sistema brasileiro ser grande relativamente a de outros países emergentes em termos de ativos totais, o volume de créditos concedidos ainda é baixo, exemplificando que em 2000 enquanto o percentual de operações de crédito em relação ao PIB era de 70% no Chile, 45% nos EUA e 104% na zona do Euro, no Brasil era de apenas 25%. Para que o crescimento da economia brasileira seja sustentável é necessário, dentre outros fatores, uma elevação da relação crédito/ PIB. Em outros países emergentes como Coréia do Sul e Malásia, essa relação já ultrapassa os 100% (FAHRI, 2003).

É válido salientar que, houve melhorias deste percentual nos últimos anos mas que o mesmo ainda continua abaixo a média internacional que chega a ser de 80% segundo dados da Associação Nacional de Instituições de Crédito, Financiamento e Investimento de Maio de 2006. Ao final de 2005, as operações de crédito do sistema financeiro atingiram R\$ 607

bilhões equivalendo a 31% do PIB brasileiro, segundo relatório de “Política Monetária e Operações de Crédito” divulgado pelo Banco Central do Brasil em Março de 2006.

Entre os fatores que alavancaram esse crescimento estão a expansão do emprego nos últimos anos, a recuperação da renda e o crescimento – ainda que em níveis modestos – do PIB que promoveu o aumento da confiança dos consumidores e dos empresários em novos investimentos. Esse crescimento em 2005, no entanto, aconteceu muito mais através do aumento de crédito ao consumidor (+35%) do que no segmento de pessoa jurídica (+10%). As prováveis razões para a fraca expansão do crédito e principalmente de financiamentos a longo prazo no segmento de pessoa jurídica serão mais tarde discutidas neste trabalho e nos resultados pesquisa realizada.

Gráfico 2 - Crédito/ PIB - Brasil



Fonte: Febraban (Federação Brasileira dos Bancos, Mar.2006)

➤ Conceitos de Crédito

Os recursos disponibilizados por terceiros ou crédito constituem o sacrifício de alguém em não consumir algo no presente para que outros o façam. Para que isso aconteça, os indivíduos que abrem mão de consumir hoje cobram um custo pelos recursos disponibilizados ao longo do tempo para terceiros. Assim Securato (2002, p.17) menciona que toda operação

de crédito é sempre uma forma de empréstimo e terá um custo na forma de juros. Schrickel (2000) define que operação de crédito

é todo ato de vontade ou disposição de alguém destacar ou ceder temporariamente parte de seu patrimônio a um terceiro, com a expectativa de que esta parcela volte à sua posse integralmente após decorrer o tempo estipulado. (SCHRICKEL, 2000, p.25)

Securato (2002, p.18) define crédito como sendo “uma operação de empréstimo que sempre pode ser considerada dinheiro sobre a qual incide uma remuneração denominada juros”. As operações de crédito são entendidas também como empréstimos já que os recursos estão imediatamente disponíveis ao tomador, realizando este último uma operação à vista e assumindo o compromisso de quitar a operação contraída pelo prazo e juros contratados. Já para Santos (2003, p.15) “é a troca de um valor presente por uma promessa de reembolso futuro, não necessariamente certa em razão do fator risco”.

Para Silva (2005), a oferta de crédito é função de 3 fatores sendo h uma função linear:

Crédito = h(taxas de retorno; requerimentos de capital; ajuste da oferta à demanda)

Equação 3

As **taxas de retorno** definem a rentabilidade da operação, considerando inclusive seu custo de oportunidade. O banco deve optar pela maximização de seus lucros através da alocação de seus recursos tanto em operações de crédito como em títulos públicos. A primeira oferece maiores retornos mas também maiores riscos e menor liquidez.

Os **requerimentos de capital** por sua vez, determinam os custos de regulação. O Acordo da Basileia em 1988 foi o marco na definição de requerimentos de capital aos quais os bancos estão sujeitos e que visava a estabilidade do sistema financeiro internacional e à redução de desigualdades em termos de competitividade entre bancos de diferentes países. O Acordo previu que os bancos deveriam deter níveis de capital compatíveis com o risco dos ativos em que aplicam e uma folga deste capital absorveria perdas inesperadas, minimizando a probabilidade de quebra de um banco. O Acordo implementou o “requerimento de capital baseado no risco” e foi implementado no Brasil pela Resolução n.2099/94 do Conselho Monetário Nacional. Por este fator de requerimentos de capital, um banco cujo capital se aproxime do nível mínimo dado por este requerimento está sujeito a custos crescentes, ou seja, pode ser pressionado por fiscalizadores (Banco Central) a restrições de suas atividades e

aumento de provisões de crédito (SILVA, 2005). Dessa forma, eventuais aumentos nas taxas de retorno das operações de crédito que poderiam acarretar no aumento da oferta de crédito seriam atenuados pelo aumento dos custos de regulação e o resultado seria um menor aumento desta oferta de crédito.

Para autores como Saunders e Schumacher bem como para Gambacorta e Mistrulli (*apud* SILVA, 2005), existe uma relação positiva entre os índices de capitalização e a oferta de crédito. Para esses quatro autores, os bancos freqüentemente escolhem manter níveis de capital maiores que os necessários como prevenção a choques em seus patrimônios gerados por riscos de inadimplência. Assim, de maneira ótima se absteriam em conceder novos financiamentos visando o risco de apresentarem redução do capital no futuro.

Já o **ajuste da oferta à demanda** associa-se ao custo gerado por uma modificação na oferta de crédito não decorrente de uma alteração na demanda. Segundo Sharpe (1990), como cada banco possui um melhor conhecimento de seus clientes do que outras instituições ele é capaz de oferecer a esse cliente uma melhor taxa de empréstimo estabelecendo com este contratos implícitos onde o banco sempre oferece a menor taxa a seu cliente que por sua vez tomaria preferencialmente empréstimos com esse banco. Uma quebra deste contrato acarretaria ao banco redução de lucros através de perda de rentabilidade com este cliente e da dificuldade de conseguir novos clientes. Assim se este opte em oferecer crédito inferior à demanda, estaria quebrando esse acordo e prejudicando relacionamento com clientes, perdendo vantagem de custo e rentabilidade.

No outro extremo, caso o banco busque expandir sua carteira de crédito quando a demanda é baixa, estaria ele enfrentando novos custos uma vez que teria de baixar a qualidade de seus tomadores e aumentando riscos de inadimplência. Neste caso, segundo Costa (2003), o custo de ajuste da oferta à demanda é mínimo quando a oferta de crédito cresce em taxa idêntica à demanda (empréstimos a maior decorrentes de uma maior demanda não trazem custos mas alterações na oferta de crédito sim).

Securato (2002, p. 25) enumera as operações de crédito abaixo como sendo as principais disponibilizadas pelas instituições financeiras ao mercado brasileiro. A classificação delas entre curto, médio e longo prazos é deste estudo:

- **curto prazo** (<1 ano): desconto de duplicatas, hot money

- **médio prazo** (entre 1 ano e 2): capital de giro (em alguns casos pode ser ainda maior que 2 anos), conta garantida, vendor, Adiantamento de Contratos de Câmbio e de Exportação (ACCs e ACEs), Resolução 63 (agora 2770), Lei 4.131.
- **longo prazo** (maior que 2 anos): export notes, Finame (BNDES), Resolução 63 (agora 2770),

Ainda poderiam ser destacadas operações de *ECA Financing* (*Export Credit Agencies* ou Agências de Crédito a Exportações como Ex-Im-Bank dos EUA, Coface da França, JBIC do Japão entre outros) que fornecem linhas de financiamento de longo prazo até 10 anos e leasing. Em momentos de extrema liquidez do mercado como verificado em 2006, linhas de exportação e de importação podem também chegar a prazos de 5 a 7 anos. Além disso, operações do mercado de capitais como a abertura do capital, emissões de notas promissórias, debêntures, *Bonds* entre outras também consistem fontes de recursos de longo prazo.

Brigham e Westom (2004, p.785) definem empréstimos a prazo – ou financiamentos de longo prazo – como sendo “empréstimos obtidos em um banco ou companhia de seguros com período de vencimento superior a um ano”. As maiorias desses empréstimos a prazo são amortizados, ou seja, costumam ser liquidados no decorrer da vida do empréstimos. Existem também empréstimos cuja amortização se dá uma única vez (*bullet*) ao final dos contratos. Tais empréstimos, no entanto, são preferencialmente evitados pelos bancos pois concentram grande risco de crédito uma vez que a empresa tomadora pode ter outros vencimentos coincidindo com o ano desta amortização e não ser capaz de honrar todos eles.

Apesar dos dois autores acima mencionarem que a vida de empréstimos de longo prazo varia de 2 a 30 anos nos EUA, no Brasil tais financiamentos ao setor privado – ou empréstimos externos para empresas brasileiras -, mesmo em momentos de intensa liquidez como o vivenciado em 2006 costumam ter prazo máximo de 7 a 10 anos para empresas de primeira linha, sendo os mais comuns até 5 anos. Brigham, Gapenski e Ehrhardt (1999, p.542) citam como principais instrumentos de financiamento a longo prazo empréstimos a prazo com taxas de juros fixas ou variáveis (capital de giro, exportação, importação, sindicalizações, etc), títulos (ou *bonds*: *Eurobonds*, *Commercial Papers*, *High Yield Bonds*) e debêntures.

Brigham e Westom (2004, p.786) defendem que os empréstimos obtidos junto a terceiros no Mercado Financeiro possuem três grandes vantagens sobre a oferta pública de ações:

- 1) Rapidez
- 2) Flexibilidade para eventuais mudanças de valor, taxas de juros, etc
- 3) baixos custos de emissão, uma vez que são negociados diretamente entre quem empresta e toma emprestado, reduzindo documentação necessária e evitando processos de registro pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários)

Tais aspectos, no entanto, não refletem a realidade da maioria das empresas locais. A qualidade de informações por essas disponibilizadas é bastante deficitária o que já de início inibe que empréstimos a prazo maiores que um ano sejam facilmente disponibilizados a grande maioria das empresas brasileiras (PEIXE, 2003). Emissões de *bonds* ou debêntures também não estão disponíveis a empresas de capital fechado do tipo Ltda (responsabilidade limitada), exceções feitas a subsidiárias de multinacionais que por causa de suas matrizes internacionais conseguem acessar alguns mercados de títulos (mas não debêntures locais) ou SAs (Sociedades Anônimas) de capital fechado (que neste caso conseguem eventualmente acessar o mercado de debêntures local).

Dessa forma, as linhas de crédito do BNDES (incluem Finame) são ainda hoje a grande fonte de financiamento de longo prazo (PEIXE, 2003). A tabela a seguir mostra a diferença entre as taxas de juros cobradas pelas instituições financeiras (Taxa Selic é a referência da taxa básica de juros) e a TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo) utilizada nas operações de BNDES. Sobre a TJLP, normalmente existe um *spread* sobre a operação de 0.5% a 5% dividido entre o BNDES e o banco originador da operação. Mesmo neste caso, o custo das operações com recursos fornecidos pelo BNDES ainda são bem abaixo ao dos empréstimos bancários baseados na Selic ou CDI.

Tabela 8 - Taxas de Juros Selic x TJLP

Ano	Selic (% - final)	TJLP (% - final)
2001	18.1%	10.0%
2002	25.0%	10.0%
2003	16.5%	11.0%
2004	17.8%	9.8%
2005	18.0%	9.8%
2006 (até Junho)	14.8%	8.2%

Fontes: Banco BNP Paribas SA, 2006; BNDES, 2006

2.2.2. Abertura de capital como instrumento atrativo à captação de recursos no Brasil

Como visto anteriormente, estudos de Leland e Pyle (1977), Ross (1977), Myers (1984), Myers e Majluf (1984) entre outros, em relação aos modelos de Assimetria de Informações e *Pecking Order* defendem a premissa de que o endividamento de terceiros advindo de bancos e instituições financeiras é mais eficiente do que a emissão de ações. Assim, os banqueiros teriam maior facilidade em monitorar as atividades dos administradores das empresas para as quais eles emprestam do que investidores que compram ações. Assim, empresas com bons projetos futuros tomariam dívida, enquanto empresas com projetos futuros ruins (de baixo valor presente líquido) prefeririam emitir ações.

No entanto, como visto, em um mercado de crédito restrito como o brasileiro e de altos custos do capital próprio e de terceiros, a abertura do capital por empresas locais poderia consistir um importante instrumento de captação de recursos baratos e em volumes maiores. Dessa forma, o que é defendido aqui é que esse instrumento não pode ser descartado facilmente no mercado brasileiro como sugere o modelo do *Pecking Order*, teoricamente aplicável a quaisquer mercados.

A pesquisa discutida mais adiante mostra que empresas brasileiras que recentemente adotaram estratégias claras de internacionalização de atividades para outros países teriam limitado consideravelmente suas fontes de financiamento e conseqüentemente seus crescimentos e planos de expansão caso não tivessem aberto o capital em Bolsa de Valores recentemente. Entre essas empresas, destacam-se Gol Transportes Aéreos (companhia aérea de baixo custo), Renar (comércio de maçãs), Natura (cosméticos) e Localiza (aluguéis de veículos).

2.2.2.1. Abertura de capital deve ser considerada pelas empresas brasileiras?

Leal (2001), Carvalho (2003), Peixe (2003), Barbosa e Góes (2004) expandem a discussão teórica em relação à emissão de ações como importante forma de financiamento dos projetos de investimentos das empresas e desenvolveram estudos sobre a dificuldade da abertura de capital das empresas brasileiras.

Entre esses desafios que ainda inibem uma maior quantidade de aberturas de capital, os dois primeiros autores, Leal (2001) e Carvalho (2003), citam a falta de proteção aos acionistas minoritários e os custos indiretos de emissão de ações além do alto custo do capital próprio das empresas locais (um prêmio de risco de mercado é adicionado ao custo de endividamento da empresa. Assim, o custo de capital alto leva a menores preços de mercado de suas ações, ou seja, menor o valor de mercado da empresa). Além disso, a aversão ao risco do empresariado brasileiro típico expressado através da empresa familiar fechada bem como a concorrência desigual com títulos de renda fixa do próprio governo compõe o cenário.

No entanto, um dos principais riscos listados por Leal (2001) e Carvalho (2003) já pode ser contra-argumentado. A falta de proteção ao acionista minoritário que levava esses investidores a depreciarem o preço das ações em emissões primárias aumentando o retorno exigido pelas ações e até eventualmente inibindo novas emissões já pode ser amenizado em parte com o advento do Novo Mercado de ações criado na Bovespa em Dezembro de 2001. As empresas que desse mercado fazem parte só negociam ações ordinárias e possuem altíssimo grau de comprometimento com investidores em termos de transparência em relação a suas informações financeiras e operacionais. A adoção de tal postura objetiva justamente eliminar esse tipo risco.

Leal (2001) cita ainda que os retornos iniciais das emissões públicas para abertura de capital no Brasil são ainda muito elevados, com o retorno mediano entre o preço de emissão e a cotação de fechamento da ação no primeiro dia de pregão sendo superior a 35% em um dia. Ou seja, o mercado ainda exige um prêmio para adquirir as ações no momento de sua emissão inicial, no momento do *underwriting*. Quem recebe esse retorno não é a empresa emissora e sim os investidores que adquiriram as ações ao preço de emissão no mercado primário e as revenderam na Bolsa no primeiro dia de negócios.

Peixe (2003) acredita que o alto nível de exigências e normas às empresas que se interessam em abrir o capital associado ao fato do mercado de ações ser ainda incipiente no Brasil o que significa que as ações que estão sendo hoje emitidas podem não possuir todos os dias liquidez para serem negociadas em Bolsa de Valores constitui um outro obstáculo. Barbosa e Góes (2004) complementam essa análise lembrando que a falta de confiança e a não compreensão plena do funcionamento da Bolsa de Valores por grande parte do empresariado brasileiro é outro fator que inibe que um maior número de empresas locais promova uma maior expansão do mercado de ações.

Outros autores como Charchat (2000) e Burlingham (2006), em uma situação mais extrema, defendem que a abertura do capital não deve ser utilizada. Charchat (2000) realizou um estudo entre 1986-1996 sobre o comportamento de 24 empresas que abriram o capital na Bovespa. Da amostra por ele pesquisada, 25% das empresas eram do setor de informática, 18% de agroindústria, 13% têxtil e o restante de diversos setores. Ao final de 10 anos, apenas 8 empresas mantinham o capital aberto.

O autor cita a ineficiência do mercado de capitais brasileiro diante de informações assimétricas entre as empresas emissoras e investidores, entre os *underwriters* e investidores e entre os participantes do mercado primário de emissões e os que adquirem ações somente no mercado secundário como alguns dos fatores que prejudicaram um maior desenvolvimento deste mercado. Para ele, projeções de crescimento excessivamente otimistas, desrespeito ao acionista minoritário, não divulgação de informações relevantes ao mercado sobre passivos ocultos na empresa além da concentração do mercado primário de emissão nas mãos de poucos bancos de investimento compõe outros dos motivos para que as emissões das ações não sejam vantajosas.

Burlingham (2006) em um estudo recente com 14 empresas norte-americanas de sucesso de capital fechado defende que empresas fechadas que priorizam outros objetivos que não seu crescimento e expansão de atividades recebem em troca controle e tempo e que a combinação destes dois itens proporciona a estas empresas maior liberdade em suas decisões. Estas empresas recusaram-se a buscar dinheiro externo para financiar sua ampliação e assim escapam de dar satisfação a investidores compromissados apenas com resultados financeiros. O autor menciona que as 14 empresas estudadas geram lucros satisfatórios e contam com alto grau de satisfação e lealdade de empregados.

Em complementação a algumas das principais dificuldades enunciadas anteriormente em relação à abertura de capital (custo de capital, prejuízo de minoritários e custos de *underwriting*) poderíamos ainda acrescentar:

- ✓ A maior lentidão no processo de tomada de decisão
- ✓ O maior grau de transparência de informações beneficia competidores
- ✓ Os custos envolvidos na abertura e manutenção da empresa listada no mercado
- ✓ Pressão de investidores por resultados no curto prazo

Assim, a primeira grande transformação em uma empresa fechada é a multiplicação dos donos. Uma empresa fechada atende aos princípios e estratégias de seus fundadores. O poder de tomada de decisões de maneira rápida está inegavelmente entre uma das grandes vantagens de ser uma empresa fechada. Isso porque o fundador (ou bloco de fundadores) não precisa aprovar sua estratégia com ninguém mais da companhia. Ele simplesmente a adota e implementa não tendo a necessidade de aprovar a mesma perante outros acionistas da empresa.

Outra desvantagem em se abrir o capital que poderia ser levantada é que os concorrentes passam a ter muito mais acesso a informações da empresa que promoveu tal abertura e, conseqüentemente, esta pode perder parte de sua vantagem competitiva.

A empresa Gol Transportes Aéreos, por exemplo, perdeu grande parte de sua vantagem competitiva em relação à Tam desde que abriu seu capital em 2004 e começou a expor em suas Demonstrações Contábeis de onde vinham suas vantagens competitivas em termos de custos. Entre 2004 e 2006, a diferença de custos entre as duas empresas caiu de 30% para menos de 15%.

Por fim, os custos em um ano para que uma empresa seja mantida aberta podem superar USD 1 milhão (custos com auditores, um departamento de Relações com Investidores, divulgações trimestrais de números financeiros, etc). Este ponto associado a uma maior pressão dos investidores por resultados no curto prazo que pode afetar de modo negativo as estratégias da empresa no longo prazo são outras duas desvantagens para que seja promovida uma abertura do capital (Leal, 2001).

➤ **Visão do presente estudo**

O pensamento neste trabalho defendido, no entanto, questiona a aplicabilidade em todas as situações dos modelos de Sinalização e, principalmente, *Pecking Order* em relação à não emissão de ações como forma de financiar projetos futuros, estando em linha com o pensamento de outros autores que acreditam que a abertura do capital pode sim trazer benefícios às empresas locais. Entre alguns dos estudos estão os de Diamond (1991), Cantilo e Wright (2000), Dermirguç-Kunt e Kunt (2001), Barcelos (2002), Baker e Wurgler (2002), Procianny e Schnorrenberger (2004), Eid Junior e Matsuo (2004) e Brito e Lima (2005).

O benefício mais visível estaria relacionado ao aumento do volume do crédito e redução dos custos de endividamento de modo geral. No entanto, outros benefícios foram apontados pelas empresas pesquisadas e estão na seção III deste estudo

Diamond (1991) defende que não há uma relação entre o nível de qualidade da empresa e sua fonte de financiamento (conforme defendido por Leland e Pyle (1977) em seu estudo sobre Sinalização). Assim, empresas de maior qualidade tendem a acesar os mercados de ações (Bolsas de Valores), uma vez que esses mercados possibilitam a essas empresas uma série de vantagens em paralelo (apontadas mais adiante), enquanto empresas de média qualidade tendem a buscar recursos junto a bancos para financiarem seus projetos. O autor ainda cita que, em períodos de altas taxas de juros ou de baixa rentabilidade futura, empresas com ratings ruins de agência externas (exemplo: Standard & Poors, Moody's, Fitch, etc) tendem a tomar empréstimos de bancos.

Cantilo e Wright (2000) desenvolvendo estudo na mesma linha examinaram os determinantes da estrutura de capital em relação ao endividamento de terceiros *versus* emissão de ações para o financiamento de projetos. Os resultados da pesquisa desses autores adicionam um outro ponto, o de que empresas não só de maior qualidade mas também de maior tamanho tem preferência por emitirem ações como forma de captação de recursos. Os autores defendem que bancos e outros credores exercem influência e pressão muito maiores sobre os administradores do que os investidores que detêm ações. Dessa forma, administradores que possuem baixa participação na empresa onde trabalham evitarão esse conflito através da obtenção de recursos pela emissão de ações. Por outro lado, administradores que detenham a maior parte do controle acionário da empresa estarão mais

propensos a obter endividamento bancário, pois não terão de dividir os lucros dos projetos com outros “sócios”, remunerando os credores a uma taxa fixa.

Outro estudo com conclusões semelhantes foi o de Procianny e Schnorrenberger (2004). Em seu estudo empírico com empresas brasileiras listadas na Bovespa entre 1995 a 2000, os autores concluíram que existe uma influência estatisticamente significativa da estrutura de controle acionário sobre as decisões de estrutura de capital bem como a variáveis como lucratividade, tamanho, entre outros, confirmando os resultados de Cantilo e Wright.

Dermirguç-Kunt e Kunt (2001) defendem que a abertura de capital é uma das ferramentas mais importantes para obtenção de recursos no longo prazo a custos competitivos em mercados emergentes. Os autores defendem que através dos preços das ações das empresas que possuem o capital listado em Bolsa de Valores, os investidores e instituições financeiras conseguem ter maior percepção dos riscos e vantagens de um determinado negócio e indústria, fazendo com que empresas listadas possuam menor risco em relação às empresas fechadas.

Dessa forma, uma percepção menor do risco provém a estas empresas uma maior variedade de tipos e prazos de financiamentos bem como *spreads* mais baixos do que a empresas onde as informações não são claras ou transparentes. Em seu estudo analisando os índices de empresas de dívida/ patrimônio líquido em 30 países diferentes, os autores concluíram que a existência de Mercados de Capitais ativos aumentam significativamente a habilidade das empresas em tomarem empréstimos junto a terceiros especialmente em países emergentes. E estes empréstimos estão na sua maioria alocados no longo prazo.

Baker e Wurgler (2002) compartilham em parte do mesmo pensamento dos autores acima, mas adicionam o fator “momento de mercado” como condicionante para a empresa acessar o Mercado de Capitais. Para esses autores, a escolha do momento correto de mercado tem papel fundamental na estrutura de capitais das empresas. As empresas tenderiam a emitir ações em momentos de alta nos mercados e a buscar endividamento junto a terceiros em momentos desfavoráveis. Algumas das empresas analisadas na pesquisa ratificam esse ponto.

Estudo que condiz com esse pensamento de “momento de mercado” foi também desenvolvido por Eid Junior e Matsuo (2004). Esses autores entendem que as emissões de

ações constituem importante alternativa para captação de recursos pelas empresas brasileiras, mas citam que as condições e contexto macroeconômico no momento em que a oferta pública é realizada podem causar impacto no sucesso de tal colocação. Em seu estudo sobre emissões primárias no mercado local entre 1994 e 2003, os autores concluem que a estabilização econômica após a implementação do Plano Real em 1994 permitiu que as empresas se planejassem em longo prazo e conseqüentemente captassem recursos para financiarem seus investimentos.

Barcelos (2002) verificou ainda que as empresas de capital aberto possuem maior acesso ao crédito devido a maior transparência de informações. Tamanho e tangibilidade dos ativos que estas empresas possuem também auxiliam no maior acesso ao crédito. Estudo de Brito e Lima (2005) sobre empresas brasileiras que aborda também o aspecto tangibilidade dos ativos conclui também que empresas com essas características conseguem mais facilmente captar recursos de longo prazo, acessando também com maior facilidade o mercado de ações.

De modo geral, o principal motivo defendido pelos autores como pontos favoráveis a abertura de capital referem-se tanto ao acesso a recursos mais abundantes e baratos relacionados à emissão como a recursos do mercado financeiro em geral. As instituições financeiras passam a considerar a empresa aberta de forma diferenciada em relação às de capital fechado devido ao maior acesso às informações. O nível da qualidade dessas informações prestadas também é mais alto. Conseqüentemente, o acesso a crédito também é ampliado. No entanto, como já mencionado, outros benefícios relevantes foram apontados pelas empresas pesquisadas e estão na seção III do trabalho.

2.3. RESTRIÇÕES DE CRÉDITO AO SETOR PRIVADO BRASILEIRO EM RELAÇÃO A OUTROS PAÍSES EMERGENTES

2.3.1. Introdução ao Sistema Financeiro Nacional

O Sistema Financeiro ou Mercado Financeiro compreende o conjunto de instituições e instrumentos que possibilitam o fluxo de recursos entre ofertadores e tomadores, poupadores e investidores, criando-se condições que dão liquidez ao mercado (SIQUEIRA LIMA, 1999). Todas essas instituições formam, portanto, um sistema. Desse modo, mesmo no estudo do Mercado Financeiro, reaparece a idéia de sistemas, constantemente presente nas disciplinas de Administração de Empresas. Ainda segundo Siqueira Lima (1999, p.3), o Mercado Financeiro “é onde o dinheiro circula, é intermediado, oferecido e procurado por meio de canais de comunicação que se entrelaçam na formação de sistemas”. Vejamos rapidamente do que trata a Teoria dos Sistemas para mais tarde abordarmos a estrutura de todo o Mercado Financeiro.

A Teoria dos Sistemas surgiu após o final da Segunda Guerra Mundial em 1950 com os trabalhos de Ludwig Von Bertalanffy onde foi divulgado o conceito de sistemas abertos em diversas disciplinas. Em Teoria das Organizações, alguns autores vinham desenvolvendo trabalhos relacionados a essa matéria. Entre esses autores destacam-se Burns e Stalker, Emery e Trist, Wodward e Lawrence e Lorsh. Todos eles trabalhavam com o pressuposto de que a organização é um sistema aberto que deve se adaptar ao seu meio ambiente (MOTTA, VASCONCELOS, 2002). O foco deste estudo, no entanto, não explorará aspectos dessa Teoria.

O que se deve manter em mente é que autoridades monetárias, autoridades de apoio e instituições financeiras interagem entre si constantemente e todas fazem parte de um amplo sistema denominado Mercado Financeiro Nacional. Siqueira Lima (1999) bem como Brigham e Weston (2004, p.93) dividem o Mercado Financeiro em duas categorias:

- **Mercado de Crédito ou Monetário**, que envolve principalmente instituições que possibilitem transações em geral de curto, médio e longo prazos, funcionando sob normas contratuais que estabelecem o custo, prazo, valor e garantias eventuais das operações.

- **Mercado de Capitais**, que também é composto por instituições e instrumentos destinados a viabilizar operações de médio e longo prazo (títulos de dívida bem como ações).

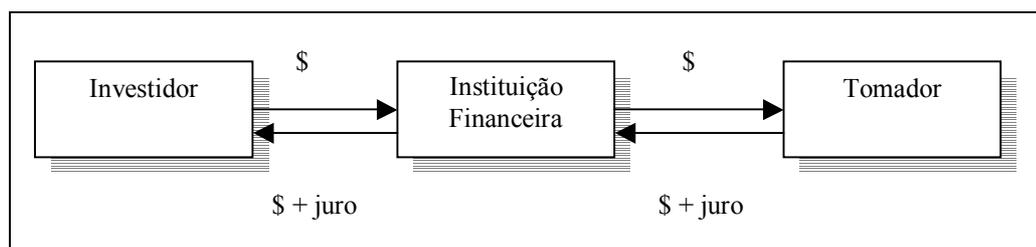
➤ **O Sistema: instituições financeiras e os mercados de crédito e capitais.**

Por instituições financeiras entendem-se as sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades distribuidoras, sociedades corretoras, agentes autônomos de investimento, sociedades arrendadoras (leasing), sociedades de investimento, bancos comerciais, bancos de investimento, bem como bancos múltiplos. Ao final de 2005, essas instituições totalizavam 636 entidades no Brasil de acordo com o Banco Central do Brasil.

As instituições financeiras participam ativamente do mercado de crédito e do mercado de capitais, tanto como provedoras como tomadoras de recursos. Os indivíduos, empresas ou governos que demandam ou provém fundos podem ser nacionais ou estrangeiros. (PEIXE, 2003)

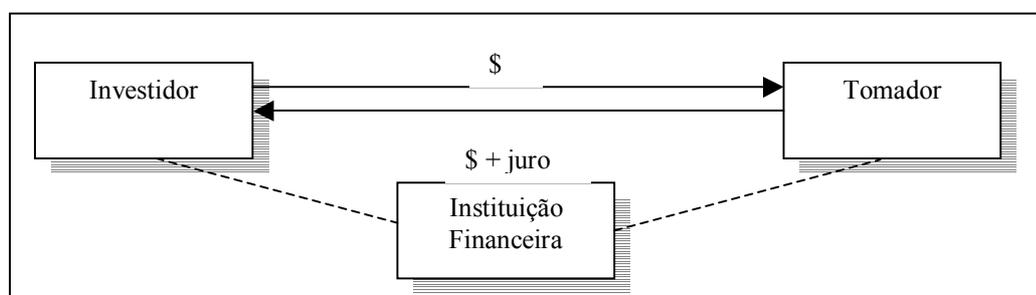
No mercado de crédito, os bancos centralizam a oferta e procura de capitais e correspondem a um dos componentes da intermediação entre tomadores e investidores. (PEIXE, 2003). No entanto, ele não é um simples intermediador pois assume os riscos de crédito envolvidos no sistema. Dessa forma, assumindo-se o risco, o banco ou instituição financeira cobra uma taxa de juros do tomador superior à taxa contratada na captação, a fim de se precaver contra o risco envolvido do tomador não repagá-lo. A diferença entre o custo de captação e o valor do empréstimo aos tomadores representa o *spread* bancário, ou seja, da remuneração exigida pela instituição financeira para que ela assumira determinados riscos em uma operação de crédito.

Securato (2002, p. 327) menciona que as operações no mercado de crédito consistem basicamente na troca de recursos monetários entre os poupadores (agentes econômicos superavitários) e os tomadores (agentes econômicos deficitários) através de um banco intermediando.

Figura 3 – Mercado de Crédito

Fonte: Siqueira Lima, 1999, p.4

Por outro lado, no mercado de capitais, as operações ocorrem diretamente entre poupadores e empresas tomadoras de recursos. A espinha dorsal deste mercado é formada por Bolsas de Valores e assim, as instituições financeiras não atuam como parte nas operações mas sim, como intermediárias das mesmas. Este mercado é, portanto, caracterizado pela não intermediação financeira abrangendo operações com valores mobiliários como ações, debêntures, bônus de subscrição etc. As operações nestes mercados ocorrem em Bolsas e mercados organizados, tendo como principais participantes os investidores institucionais e empresas (SIQUEIRA LIMA, 1999).

Figura 4 – Mercado de Capitais

Fonte: Siqueira Lima, 1999, p.5

Em um mercado de capitais, embora transferências diretas de recursos entre investidores e tomadores existam, é geralmente mais eficiente para uma empresa que está tomando os recursos utilizar os serviços de um banco de investimento ou banco comercial para vender seus papéis no mercado. O papel econômico mais importante destas instituições é o de justamente criar liquidez nestes mercados (BREALEY, MYERS, 2003).

Independentemente do mercado (de crédito ou de capitais), o capital em uma economia acaba sendo alocado em função do preço. A taxa de juros representa o preço pago pelo tomador de recursos em um mercado de crédito enquanto que, em um mercado de

capitais, o que os investidores esperam é receber dividendos ou ter ganhos de capitais na compra de determinados títulos (ações, debêntures, etc) do tomador. Neste segundo caso, a remuneração dos investidores é incerta e volátil, podendo inclusive representar perdas do principal investido mas como envolve-se um maior risco, as possibilidades de retorno também são maiores do que a de uma operação fixa em um mercado de crédito.

➤ **O Mercado de Capitais: mercado primário x secundário x intermediação**

A grande diversidade entre poupadores e investidores em uma economia é dividida em 4 unidades econômicas: 1) famílias e sociedades que podem ser do tipo de Responsabilidade Limitada; 2) instituições sem fim lucrativos; 3) *Corporates* (Sociedades Anônimas ou SAs); 4) Instituições do Governo. (SIQUEIRA LIMA, 1999). Estas são subseqüentemente divididas em outros dois grupos no que diz respeito ao processo de poupança e investimento:

- *unidades econômicas superavitárias*: recursos são abundantes e o pretendem investir uma quantidade menor de recursos do que possuem em poupança
- *unidades econômicas deficitárias*: necessitam de recursos e querem investir mais do que possuem em poupança.

O Mercado Financeiro desta forma existe para dar liquidez a estas unidades econômicas com recursos em excesso e em falta. Algumas entidades poupam mais do que investem e outras pelo contrário, querem investir mais do que poupam sendo então necessário um meio de transferência destes recursos entre elas para que se possa alcançar uma maior otimização dos recursos disponíveis na economia bem como uma maior satisfação dos agentes envolvidos (PEIXE, 2003).

No mercado de capitais, os agentes atuam apenas como intermediadores, não assumindo nenhum risco. São exemplos destes intermediadores sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários bem como Bancos de Investimento (que apenas auxiliam as empresas a lançarem seus títulos, ações etc nos mercados, ganhando uma remuneração por este auxílio, mas não incorrendo no risco de tais títulos).

Em um mercado primário, negocia-se a subscrição ou venda de títulos de forma direta (tomador-investidor) ou indireta (por meio de um intermediário financeiro). A oferta pode ser privada (colocação dos valores mobiliários sem a necessidade de registro na CVM junto a um

grupo restrito de indivíduos ou instituições) ou pública (oferta ao público com registro da mesma junto a um órgão regulador). O mercado primário é onde ocorre a primeira negociação também como conhecida como visto no início desse trabalho de *IPO* ou *Initial Public Offering* (SIQUEIRA LIMA, 1999). No entanto, com o contato direto com o mercado, existe a desvantagem ainda em relação a opções mais adequadas como prazos, custos e riscos, especialmente para os pequenos lançamentos, pois os agentes intermediadores limitam-se a oferecer recursos em condições semelhantes a dos ofertantes.

Assim, o mercado secundário é importante para suprir essa deficiência do mercado primário, uma vez que engloba as transferências de títulos entre investidores ou instituições após já ter ocorrido a primeira negociação. Não envolve novos recursos, mas fornece liquidez a quem já havia adquirido títulos no momento da emissão inicial (SIQUEIRA LIMA, 1999). Algumas empresas que fizeram emissões secundárias uma vez que a oferta inicial delas no mercado primário havia sido privada foram, portanto, também alvo da pesquisa. Entre elas destacam-se a Localiza (locadora de veículos), Natura (cosméticos), Grendene (calçados) e Lojas Renner (varejo).

➤ **Regulamentação do Mercado de Capitais brasileiro**

O mercado acionário brasileiro foi regulamentado pela Lei # 6.385/ 1976 que criou a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) responsável pela fiscalização e normatização do Mercado de Valores Mobiliários e pela Lei # 6.404 / 1976 que dispõe sobre as sociedades por ações (SAs - e que foi posteriormente alterada e complementada pelas Leis # 9.457/ 1997, # 10.303/ 2001 e # 10.411/ 2002).

Conforme Iran Siqueira Lima (1999, p. 112), até a criação da Lei 6.385 de 7 de Dezembro de 1976 que estabeleceu a CVM, o Mercado de Capitais brasileiro era disciplinado pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e fiscalizado pelo Banco Central, segundo a Lei # 4728/ 1965. Até aquele momento, entendia-se que o Mercado de Capitais era ainda incipiente e, portanto não havia necessidade de criar um órgão especializado para sua fiscalização. Entretanto, com o desenvolvimento deste mercado, verificou-se que não convinha acumular no Banco Central esta função juntamente com suas outras funções de gestor de moeda, crédito, dívida pública e balanço de pagamentos. Para isto, essa nova Lei 6.385/ 1976 criou um novo órgão federal – a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda com amplos poderes para disciplinar e estabelecer medidas de atuação

no Mercado de Valores Mobiliários tendo sido instituída nos mesmos moldes da SEC americana (*Securities Exchange Commission*).

Mais de 10 anos se passaram desde a criação da CVM até que uma nova Lei que tratasse sobre as Sociedades por Ações entrasse em vigor. Em 15 de Dezembro de 1976, o Decreto lei 2.627/1940 que tratava do assunto (até então com amplo foco em empresas familiares o que não possibilitava a democratização do capital) foi substituído pela Lei 6.404, mais sofisticada por abranger determinadas situações praticamente desconhecidas em 1940 como, por exemplo, o Conselho de Administração das empresas, o voto múltiplo e os bônus de Subscrição. Essa Lei já foi também atualizada em anos mais recentes, mas seu conteúdo principal continua o mesmo.

A estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SIQUEIRA LIMA, 1999) é formada por:

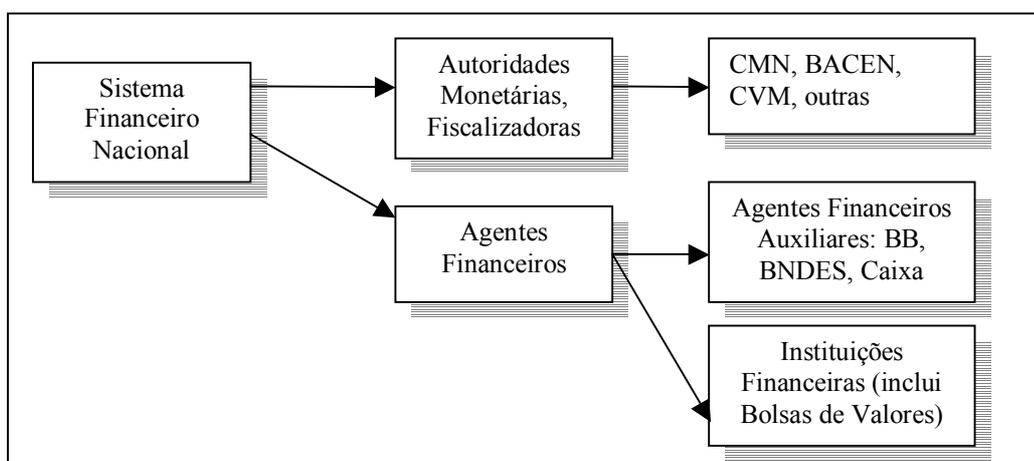
- **Sistema Normativo** (Autoridades Normatizadoras, Fiscalizadoras e Monetárias): Conselho Monetário Nacional (CMN) e Banco Central do Brasil (BACEN ou BC).

- **Agentes Financeiros** compostos por:

- **Autoridades Financeiras de Apoio** (Banco do Brasil, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico - BNDES – banco de fomento voltado ao financiamento do investimento de longo prazo), Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e Caixa Econômica Federal (Caixa)

- **Instituições Financeiras**. Estas atuam na intermediação financeira.

Figura 5 – Estrutura do Sistema Financeiro Nacional



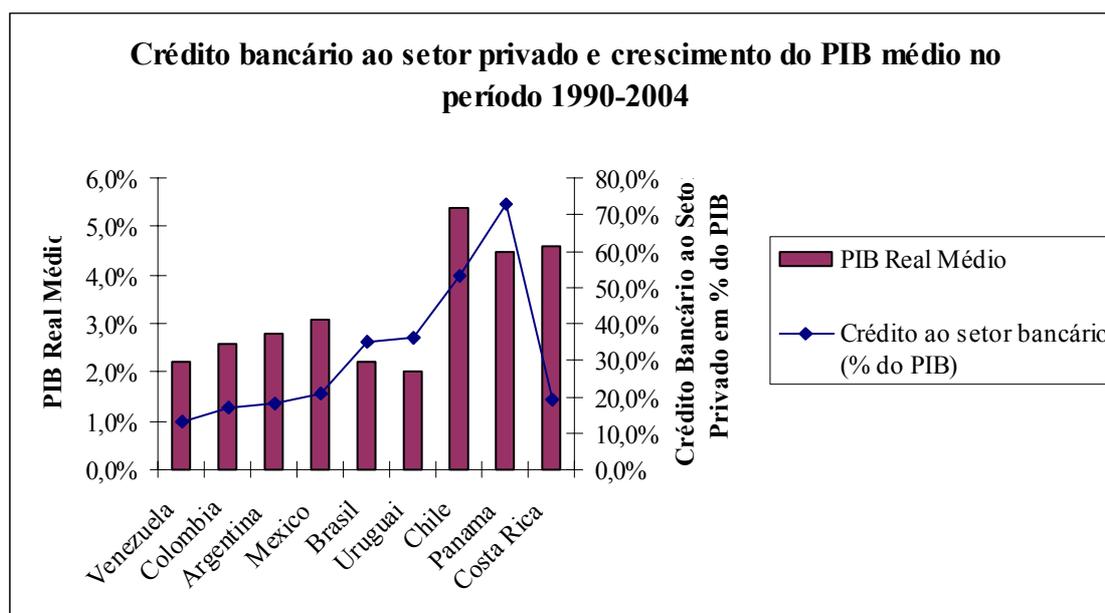
Fonte: Banco Central do Brasil, 2005

2.3.2. Mercado de Crédito no Brasil e na América Latina

O setor bancário tem um papel significativo nas economias tanto em termos de incentivo de acumulação de recursos e criação de poupança bem como no financiamento de atividades e projetos de investimento. No Brasil e América Latina, os bancos representam a principal fonte de financiamento para o setor privado, além é claro, do auto financiamento deste setor por sua própria geração de caixa (PEIXE, 2003). Na verdade, os mercados de capitais nestes países são ainda pouco desenvolvidos não sendo suficientemente maduros (MORAES, 2005).

Na América Latina, o crédito bancário ao setor privado representou somente 30% do PIB (Produto Interno Bruto) da região durante os anos de 2004 e 2005, uma média regional muito abaixo de outras regiões emergentes como Ásia-Pacífico (73%), e Europa Central (34%), segundo dados do Fundo Monetário Internacional de Dezembro de 2005. A demonstração de escassez de crédito para região pode ser atestada pelo fato de que o Brasil e a América Latina possuem a maior taxa de juros para empréstimos do mundo.

Gráfico 3 - Crédito Bancário ao Setor Privado na América Latina

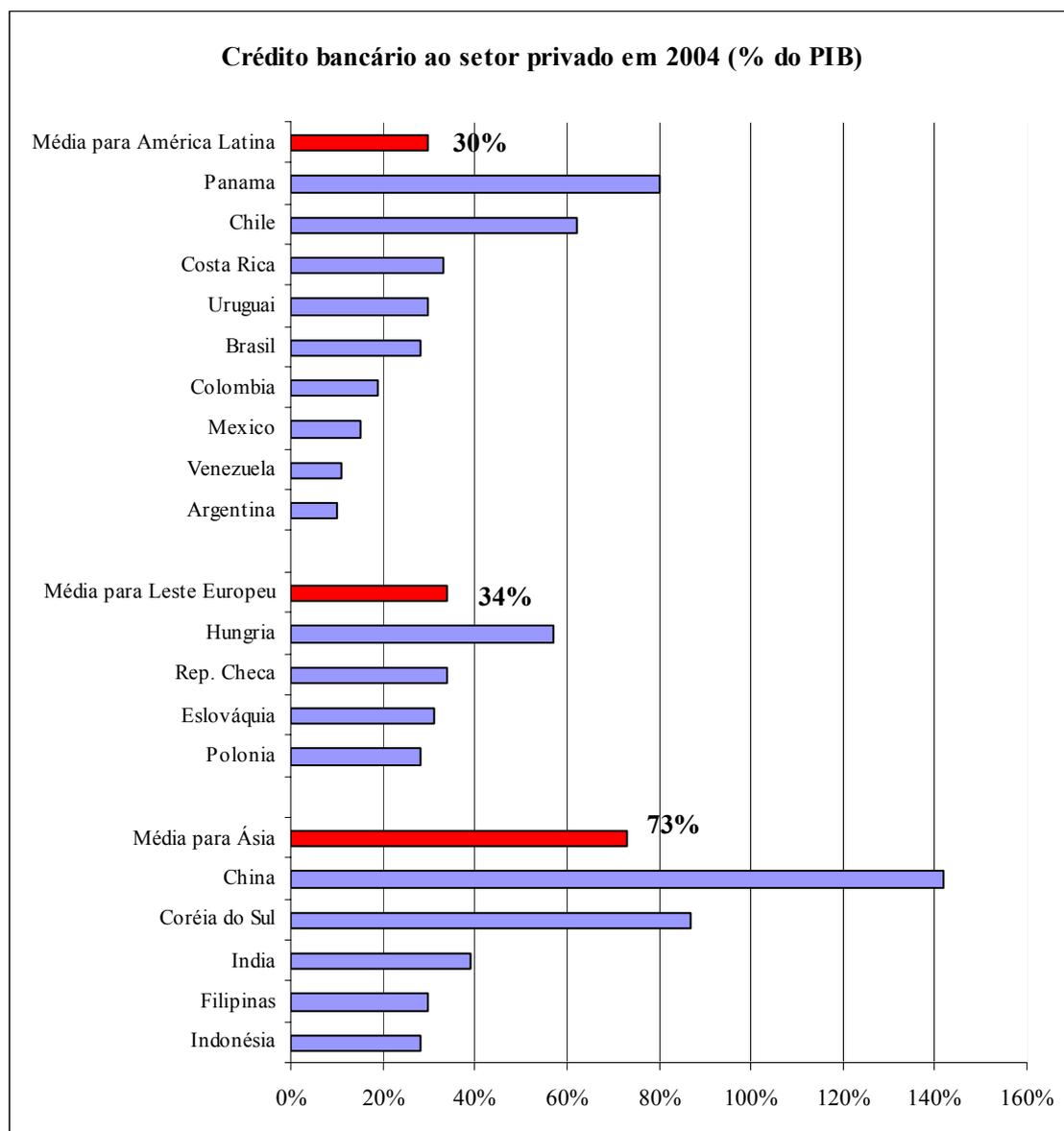


Fonte: HAUSLER, 2005

A restrição de financiamento bancário e a falta de fontes alternativas de financiamento afetam principalmente as empresas de médio e pequeno porte que, além da escassez das linhas ficam sujeitas também a altas taxas de juros (ROCCA, 2001, *apud* PEIXE, 2003). Durante o final de 2004 e boa parte do ano de 2005, o Brasil possuiu uma das maiores taxas reais de juros mundiais em função dos esforços do governo Lula em combater a inflação. Neste período, o Brasil chegou a praticar taxas reais de juros de mais de 14% ao ano. Barbosa e Góes (2004) definem taxa de juros real como a taxa que “cria um equilíbrio entre o fornecimento de poupança e a demanda por fundos de investimento em um mundo perfeito, sem inflação, onde os fornecedores e tomadores de fundos não têm preferência por liquidez e todos resultados são certos”.

Segundo o Banco Central do Brasil (BACEN), a taxa de juros real é a taxa de juros nominal menos a inflação (no Brasil, considera-se o índice oficial de inflação adotado pelo governo que é o IPCA). Já a taxa de juros nominais é definida pela Selic estabelecida mensalmente em uma quarta-feira do mês pelo COPOM – Comitê de Política Monetária do Banco Central –que estabelece a taxa básica paga pelo governo brasileiro por seus títulos públicos que estão no mercado e cujo principal propósito é o financiamento e rolagem da dívida pública. A criação do COPOM ocorrida em 1996 buscou proporcionar maior transparência e ritual adequado ao processo decisório das taxas de juros básicas da economia, a exemplo do que já era adotado pelo *Federal Open Market Committee* (FOMC) do Banco Central dos Estados Unidos (SILVA, 2005).

Gráfico 4 - Crédito Bancário ao Setor Privado em Regiões de Desenvolvimento (2004)



Fonte: HAUSLER, 2005

As taxas de juros reais dependem tanto no custo de refinanciamento dos bancos (que depende de fundamentos macroeconômicos tais como finanças públicas e políticas monetárias) bem como das margens bancárias de intermediação financeira (“*spreads*”). Os *spreads* são determinados pelos custos operacionais dos bancos, impostos e pelo nível de competição no mercado bancário, somados ainda aos riscos de crédito (por exemplo, riscos de crédito de não pagamento padrões dos tomadores daquele mercado) bem como riscos macro-financeiros e institucionais do país onde eles operam.

Países que possuem baixas taxas de juro reais são aqueles que têm fundamentos macroeconômicos melhores como baixo endividamento público, baixa inflação, bem como sistemas bancários eficientes, operando em um ambiente de baixos riscos sistêmicos. Durante 2004, por exemplo, a taxa real de juros de empréstimos praticada em países como Chile e México foi de apenas 4,0% e 2,5% respectivamente (TERRA, 2004). Por outro lado, o crédito mais caro e restrito é encontrado em países como o Brasil com fundamentos macroeconômicos ainda não consolidados (alto endividamento público, inflação persistente) e onde os bancos ainda enfrentam custos operacionais elevados, alta carga tributária e ambiente Legal não favorável.

É verdade, no entanto, que muitas melhorias têm ocorrido desde os anos 90 com uma maior fiscalização do Banco Central em relação aos bancos, envolvendo inclusive o fechamento de diversas instituições e o enxugamento do setor bancário. No âmbito Legal, o Novo Código Civil que entrou em vigor ao final do primeiro semestre de 2005 deverá contribuir de forma significativa para a redução do *spread* bancário.

O alto nível de endividamento público é outro fator que agrava a racionalização do crédito bancário ao setor privado. No Brasil, por exemplo, o endividamento do setor público chegou a representar 57.2% do PIB em 2003, caiu para 51.6% do PIB em 2004, e manteve-se neste mesmo patamar em 2005. Os empréstimos públicos reduzem o volume de recursos disponíveis que os credores poderiam emprestar para o setor privado além de influenciar sobre o nível dos *spreads* a serem praticados. Quanto maior o endividamento público, maior é a parcela da dívida financiada pelo governo com bancos e maiores são os *spreads* e conseqüentemente as taxas de juros praticadas no mercado. A taxa de juros ou retorno requerido representa o custo dos fundos que um tomador deve pagar a um investidor. Quando os fundos são emprestados, o custo mínimo de tomá-los é a taxa de juros. A esta, é somado um *spread* que é justamente a margem que não só cobre os custos operacionais de quem empresta, mas também constitui sua remuneração por um risco assumido. Assim, quanto maior a percepção do risco assumido pelo emprestador, maior será a taxa de retorno esperada no empréstimo e maior será seu *spread* (BRIGHAM, GAPENSKI, EHRHARDT, 1999).

O crédito ao setor privado foi também afetado por diversas crises durante as últimas décadas que afetaram os Sistemas Financeiros dos países de toda a América Latina. No período 1974-2003, o Banco Interamericano de Desenvolvimento estimou uma média de 1,25

crises por país na região contra 0,38 na Ásia e 0,89 no Leste Europeu. Durante os anos 1990 concentraram-se as principais crises. Brasil, México, Bolívia, Venezuela, Argentina e Paraguai foram os países afetados por crises sistêmicas de seus sistemas financeiros entre 1993-1995. No caso do Brasil, o que se sobressaiu da crise foi o Proex, programa de ajuda aos bancos para evitar uma crise de todo o Sistema Financeiro Nacional bastante criticado na época (BARBACHAN, FONSECA, 2004).

Com a globalização dos mercados, outras grandes crises afetaram o sistema financeiro e a economia brasileira. Crises econômicas e financeiras do México (1995), Ásia (1997) e Rússia (1998) impactaram de modo negativo todo o mercado financeiro local. Em consequência das principais crises dos anos 90 aos sistemas bancários na América Latina, houve uma total reestruturação e reformulação destes (TERRA, 2004). O setor público dos diversos países da América Latina sempre pagou um alto preço por tais reorganizações. O Fundo Monetário Internacional (*IMF*) estimou um custo de 9% do PIB no caso do Brasil, 18% do PIB no caso da Venezuela, 20% no caso do México e 20% no caso do Uruguai.

Os governos fecharam, fundiram ou recapitalizaram bancos privados, aumentaram os poderes de seus Bancos Centrais e autoridades monetárias, especialmente a fim de solucionarem problemas de falta de liquidez e insolvência de bancos, aumentando a supervisão em operações *on-shore* e *off-shore*. Em alguns mercados da América Latina, durante a reestruturação de seus sistemas bancários houve também uma grande abertura a participação de instituições estrangeiras. Entre 1995 e 2004, por exemplo, no Brasil, a participação de instituições estrangeiras em relação ao total de ativos bancários subiu de 10% para 20%, no México, de 7% para 85% e na Argentina, inicialmente de 19% a 58% mas com uma subsequente redução para 23% em 2004 após a crise local de 2001-2002 (HAUSLER, 2005).

Nos países da região, as Reformas trouxeram o fortalecimento de seus sistemas financeiros. Somente no Brasil, entre 1994 e 2000, após a instituição do Proer, nome dado ao programa de reestruturação dos bancos locais, foram liquidadas ou reorganizadas mais de 50 instituições financeiras. Os bancos, no entanto, continuam vulneráveis as deteriorações do risco econômico (ou "*sovereign risk*") dos países onde se situam bem como as flutuações do câmbio. De certa forma, a atividade destes países continua sendo impactada pelos efeitos de

ambientes sujeitos durante longos períodos de tempo a instabilidades macroeconômicas (SILVA, 2005).

Diante deste cenário que agrava os riscos de crédito, a tendência dos bancos nesses países é a de optarem pela maior liquidez de seus ativos em detrimento a expansão maior dos mesmos através do aumento do volume de crédito. Como resultado, o que acaba sempre ocorrendo é a maior concentração dos recursos destes não só no setor público (aplicações em títulos governamentais teoricamente livres ou de baixo de risco), mas também em operações de empréstimo de curto prazo (mais líquidas), em detrimento das que financiam os investimentos de longo prazo ao setor privado (TERRA, 2004).

Por fim, vale ressaltar que, se por um lado as crises interromperam a expansão do crédito bancário, as reestruturações dos sistemas financeiros nacionais na América Latina durante principalmente a segunda metade dos anos de 1990 obtiveram sucesso no fortalecimento destes sistemas, criando bancos melhores supervisionados e regulados, mais capitalizados e menos vulneráveis a choques externos internos.

Dessa forma, teoricamente, tornaram-se os bancos remanescentes mais aptos de promoverem no médio prazo a expansão do crédito ao setor privado. Entretanto, alguns fatores continuam inibindo uma maior expansão do crédito em países como o Brasil.

2.3.3. Prováveis razões das restrições de crédito ao setor privado local

Algumas causas de restrição ao crédito no Brasil são apontadas com maior frequência por autores nacionais e estrangeiros e, de um modo geral, podem ser válidas também para a escassez de recursos para outros países emergentes.

Entre os estudos de autores estrangeiros que intensificaram discussões sobre os principais fatores a interferirem na disponibilidade de crédito ao setor privado desses países destacam-se os trabalhos no final dos anos de 1990 de La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer e Vishny (1997, 1998). Entre estudos mais recentes na literatura internacional com empresas em países emergentes encontram-se os de Klapper, Love (2002), Titman, Twite e Fan (2003), Fulghieri e Suomien (2005) e Hausler (2005). Adicionalmente, entre os trabalhos de autores

nacionais que também intensificaram discussões nessa mesma linha mas apontando o Sistema Jurídico como grande entrave a disponibilidade de crédito local aparecem os de Pinheiro (1996) e Pinheiro e Cabral (1998). Estudos mais recentes locais relacionados ao Sistema Jurídico como grande entrave ao crédito incluem os de Brito e Lima (2005), Zani (2005).

Além desses estudos, alguns trabalhos nacionais apontam também outras prováveis razões para escassez de crédito ao setor privado local. Dentre eles destacam-se os de Peixe (2003), Terra (2004), Cruz (2004) e Silva (2005) que mencionam em comum fatores macroeconômicos, institucionais e as características das empresas de mercados emergentes como principais obstáculos à expansão do crédito.

Fazendo um resumo de todos os estudos acima citados, esses apontam as seguintes causas como principais limitadores à expansão do crédito:

- ✓ Nível reduzido ou mesmo falta de poupança interna
- ✓ Endividamento público: Bancos preferem liquidez e menores riscos em economias voláteis emprestando para o governo
- ✓ Crédito/ qualidade de informações: Faltam informações financeiras, gerenciais e setoriais de qualidade da maioria das empresas
- ✓ Institucionais: Sistema jurídico e recuperação judicial ineficientes

Cada um desses prováveis limitadores são discutidos a seguir e, mais adiante, analisados através da pesquisa empírica com as empresas e profissionais do mercado financeiro, foco desse estudo. Analisam-se também quais são efetivamente os maiores obstáculos à expansão do crédito ao setor privado local.

2.3.3.1. Nível reduzido de poupança interna

O volume de financiamento e linhas de crédito disponíveis ao setor privado depende do volume de poupança existente em um país. Essa relação pode ser verificada em livros de Macroeconomia onde a poupança é igual ao investimento. Dornbush e Fischer (1991, p.59) mencionam que, um consumo das famílias a um nível menor que seus rendimentos gera poupança e esse excesso é direcionado na forma de empréstimo e financiamentos às empresas que possuem projetos de investimento atrativos mas não tem geração de caixa suficiente para realizá-los sem o auxílio de recursos de terceiros. Os componentes da poupança de um país são a poupança privada, a pública e a externa.

Na América Latina, a taxa da poupança nacional está geralmente entre 10% a 20% do PIB de cada país (HAUSLER, 2005). A taxa média da poupança da região entre 1995-2004 foi de apenas 18%, um baixo percentual quando comparado a outras regiões de países emergentes como Ásia (32%) e Leste Europeu (22%). A população de modo geral não tem o costume de criar poupança a longo prazo, diferentemente da disciplina de populações de países asiáticos ou desenvolvidos.

O Brasil por outro lado é um dos poucos países da região que tem feito grandes esforços para estimular a poupança de longo prazo. No estudo de Cruz (2004) foi identificado que medidas como o incentivo de poupança em planos de previdência e aposentadoria privados com benefícios de deferimento fiscal (PGBLs) criados no início dos anos 2000 e que agora contam também com opções de alíquotas de Imposto de Renda decrescentes contribuíram para que o país elevasse seu nível de poupança de 19% do PIB em 2002 para 23% em 2005. Esse volume ainda é muito baixo quando comparado a países como Estados Unidos (95% do PIB), Holanda (106%) ou Austrália (73%). Além disso, apenas 43% dos brasileiros possuíam conta em bancos em 2004 (HAUSLER, 2005).

Para Cruz (2004),

Na ausência de uma mobilidade perfeita de capitais, a redução na poupança nacional implica em insuficiência de fundos para financiar investimentos dadas as taxas de juros e de câmbio existentes. Esse desbalanceamento pressiona as taxas de juro para cima devido à competição das firmas por uma quantidade limitada de fundos para financiar investimentos

Outros autores apontam que a elevação da poupança nacional precede a elevação do nível de investimentos. Solow (1956) teve o trabalho pioneiro neste sentido tendo sido mais tarde questionado pelo trabalho de Carroll e Weil (1993). Para esses dois últimos

A literatura recente sobre crescimento econômico tem explicado tipicamente a correlação positiva entre poupança e crescimento como o resultado de uma poupança elevada que produz um crescimento elevado através da acumulação de capital. Nossos resultados empíricos, entretanto, sugerem que o aumento da taxa de crescimento *precede* o aumento da poupança (...) no limite, poderíamos argumentar que a tão propalada conclusão de que aumentar a taxa de poupança do país é uma boa forma de ter um crescimento maior está simplesmente errada. Nós não acreditamos nisto. Porém, a endogeneidade da poupança em relação ao crescimento sugere que os supostos efeitos da poupança sobre o crescimento podem estar superestimados (Carroll, Weil, 1993, p.63).

Como resultado atual, o baixo nível de depósitos bancários e conseqüentemente da poupança da população – não só brasileira mas de toda a América Latina – representam uma alta restrição a oferta de crédito a toda a região já que os bancos deixam de ter a poupança de longo prazo como lastro ou fonte de recursos para financiamentos no longo prazo ao setor privado (PEIXE, 2003). Assim, pode-se concluir que o nível de disponibilidade de crédito existente em uma economia é diretamente derivado do nível de poupança da mesma.

2.3.3.2. Instabilidade econômica e endividamento público: bancos preferem liquidez e menores riscos em economias voláteis

As incertezas e os riscos de crédito ligados a instabilidades macroeconômicas são outro fator restritivo a intermediação financeira entre poupança e investimento, pois reduzem a propensão dos bancos a emprestarem ao setor privado e aumentam o custo dos financiamentos. Elas também limitam a capacidade de transformação dos sistemas bancários, ou seja, de utilizarem, por exemplo, depósitos de curto prazo para custearem financiamentos de médio ou até mesmo longo prazos devido a incertezas de ordem de liquidez pelos bancos. Esses últimos ao emprestarem recursos a terceiros enfrentam diversos tipos de riscos, que incluem riscos de crédito, de liquidez, de juros e de câmbio (taxas ou moedas). A fim de limitarem esses riscos, os bancos são já naturalmente prudentes e conservadores e, serão ainda mais se os ambientes onde operam aumentam todos estes riscos (CRUZ, 2004).

Os principais ativos em um balanço patrimonial de um banco são os empréstimos ao setor privado (e que são também os que envolvem maior risco e menor liquidez), os títulos do governo, financiamentos ao setor público e reservas com o Banco Central (menor risco e maior liquidez). Em um mundo de economias cada vez mais voláteis, os bancos têm uma forte preferência por ativos de curtíssimos prazos com menores riscos (SILVA, 2005). Dessa forma, quanto maior o endividamento público de um governo, maior será sua necessidade de refinanciá-lo e maior será a propensão e conseqüente alocação de recursos dos bancos para o financiamento destes títulos públicos que além de apresentarem menores riscos, possuem maior liquidez (LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER, VISHNY , 1997).

Além disso, se o governo, como no caso brasileiro, controla a inflação principalmente através da chamada “âncora fiscal”, os bancos preferem emprestar seus recursos para o governo, que é reconhecido como tomador de menor risco na economia e que paga taxas de

juros satisfatórias ao Mercado. O governo como tomador de recursos passa a concorrer diretamente com o setor privado.

No Brasil, o nível de endividamento do Estado medido pela relação dívida/ PIB cresceu significativamente nos últimos anos a passou a apresentar melhorias apenas a partir de 2004. Segundo dados do Banco Central do Brasil de 2005, em 1994 a dívida líquida do setor público era de 30% do PIB e em 2003, atingiu 57,2% (tendo reduzido para níveis em torno de 52% em 2004/ 2005 mas ainda assim encontrando-se relativamente bastante elevada). O crescimento da dívida ocorreu por dois motivos: o alto nível da taxa de juros real no período aumentou os juros pagos e o principal da dívida em uma maior velocidade do que o crescimento do PIB e segundo porque o governo federal apresentou no até 1998 déficits nominais endividando-se para pagar investimentos e despesas. A situação apresenta melhora a partir de 1999 com superávits primários por parte do governo.

Como resultado desta política, sobram menos recursos de financiamento ao setor privado e as empresas desse setor ficam sujeitas a criteriosas análises de crédito por parte dos bancos para obtenção de financiamentos.

Esse processo fez com que os bancos desde a década de 1990 desenvolvessem ferramentas cada vez mais complexas de medição de riscos e controle da carteira de ativos. Em seu livro *Crédito – Análise e avaliação do risco*, Securato (2002, p.30) enuncia que as formas de avaliar o risco de crédito podem ser divididas em 3 classes de modelos: sistemas especialistas, sistemas de *rating* e sistemas de score de crédito. Nos sistemas especialistas, as decisões de crédito têm seu julgamento baseado em 5 fatores: caráter, capital, capacidade, colateral e condições de repagamento de cada cliente.

Os sistemas de *rating* foram estabelecidos pela Resolução do Bacen 2682/2000 que estabeleceu um *grid* de classificação de crédito que vai de AA, A até H onde a provisão de devedores duvidosos deve ser revista mensalmente por empréstimo a cada cliente. Por fim, os sistemas de *score* de crédito também têm como idéia central a identificação da probabilidade de ocorrer *default* (não pagamento) de um empréstimo. Neste terceiro, surgem os modelos baseados em análises discriminantes estatísticas múltiplas como Modelo Escore-Z de Altman (1984), para empresas de capital fechado e não fabris.

Se por um lado tais medidas têm principalmente a partir do final da década de 90 reduzido significativamente os riscos dos bancos, elas têm por outro lado diminuído também de modo significativo a base potencial de tomadores de empréstimos destas instituições já que muitas das pequenas e médias empresas brasileiras não conseguem se qualificar para serem tomadoras destes financiamentos nestes modelos (SILVA, 2005).

Cruz (2004) aponta que a fim de compensar pelo menos parcialmente a situação de restrição de recursos, os governos acabam tendo de utilizar seus bancos de desenvolvimento econômico e social para poder fornecer alternativas de financiamento de longo prazo. No caso brasileiro, por exemplo, o maior provedor de recursos para investimentos de longo prazo dos diversos tipos e tamanhos de empresas privadas ainda é o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) que em 2004/2005 correspondeu por cerca de 35% dos empréstimos bancários no Brasil.

2.3.3.3. Qualidade das informações de crédito: faltam informações financeiras, gerenciais e setoriais confiáveis da maioria das empresas

La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, Vishny (1997, 1998), Peixe (2003), Terra (2004) e Fulghieri e Suomien (2005) mencionam em comum que para os investidores externos e instituições financeiras, a transparência das informações bem como a qualidade das mesmas são condições imprescindíveis para as empresas obterem maiores volumes de financiamentos. Assim, linhas de crédito só estarão disponíveis após uma avaliação de diversos itens de crédito destas empresas. Securato (2002, p.203) enumera 3 etapas essenciais na mensuração do risco de crédito:

- Análise do risco do tomador do crédito (risco da empresa)
- Risco da operação
- Risco da concentração da carteira da instituição em um único cliente ou tipo de operação

Uma instituição financeira não providencia um financiamento sem ter, após uma análise de crédito, a convicção de que se trata de uma “boa” empresa tomadora de recursos e que esta terá condições de reembolsar seu empréstimo com o banco na data de vencimento, ou pelo menos, que será possível a recuperação dos recursos emprestados por este banco pela execução de garantias reais contra esta tomadora. A instituição procura ainda estudar qual a

finalidade da operação solicitada e se não haverá concentrações em sua carteira de empréstimos.

Assim, quanto menos informações financeiras e gerenciais estiverem disponíveis sobre a empresa, sua atividade, seu histórico de pagamentos, garantias reais disponíveis e seu setor de atividade, menores serão as chances de o banco emprestar recursos a esta tomadora e mais altos serão os *spreads* praticados para minimizarem os riscos maiores envolvidos (LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER, VISHNY, 1997). Um ano mais tarde, esses mesmos autores desenvolveram estudo sobre o Brasil (LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER, VISHNY, 1998) analisando o sistema jurídico e a qualidade das informações disponibilizadas pelas empresas em relação ao volume de crédito a elas disponível. A conclusão foi que, empresas que tinham uma maior participação de acionistas estrangeiros em seu capital significavam que elas disponibilizavam ao Mercado um nível superior de informações e que também respeitavam os direitos de propriedade (tema discutido a seguir). Assim, a boa reputação da empresa e de seus administradores tem peso decisivo na obtenção de financiamentos (BARCELOS, 2002).

Essa situação de falta de informações de qualidade está presente em mais de 99% das empresas locais segundo dados do Serasa de Maio de 2006. Acesso a informações de qualidade de empresas de responsabilidade limitada (“Ltda’s”), por exemplo, são bastante escassas quando não inexistentes. Isso gera uma aversão dos bancos por esse tipo de cliente ou de todo um segmento de mercado, reduzindo significativamente linhas de crédito a estas empresas no Brasil. O nível reduzido de transparência e qualidade das informações dos tomadores de recursos acarreta no aumento das taxas de juros envolvidas (FULGHIERI, SUOMIEN, 2005).

2.3.3.4. Institucional: Sistema Jurídico ineficiente

Dentre os fatores anteriormente mencionados, a ineficiência do Sistema Jurídico do país é apontada na maioria dos estudos científicos como empecilho a maior volume de crédito. Intensificada a partir do estudo de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny (1997), surge uma literatura recente que relaciona o desenvolvimento das instituições de financiamento à eficiência do Sistema Jurídico do país.

Segundo La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny (1997), em países onde o investidor externo à empresa é pouco protegido pelas instituições de direito contra expropriação pelo controlador, as fontes de financiamentos externos e essas devem ser mais onerosas e escassas. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny (1998) um ano mais tarde, caracterizaram o Brasil como país onde o investidor externo da empresa é pouco protegido em termos legais para padrões internacionais.

No Brasil, Pinheiro (1996, p.3) foi um dos primeiros autores a abordar tal problemática, enunciando que as instituições são fatores determinantes da atividade econômica. O respeito aos contratos em tempo hábil e de maneira consistente reduz os custos de transação, diminui a distorção nos sistema de preços e estimula os agentes econômicos a ampliarem suas atividades financeiras com maior alocação dos recursos. Assim, países onde as leis garantem um alto nível de respeito contra rompimento de contratos, onde os credores são amplamente aparados pelas leis e onde o andamento processual é rápido beneficiam-se de recursos mais baratos e fartos (ZANI, 2005).

Países que não protegem adequadamente os credores têm menores mercados de crédito (BRITO, LIMA, 2005). Isso porque a existência de problemas de assimetria de informação possibilita brechas para que os contratos sejam adequadamente cumpridos gerando um comportamento oportunista e inibindo concessão de créditos as empresas (PINHEIRO, CABRAL, 1998). Adicionalmente, o estudo de Brito e Lima (2005) sobre a escolha da estrutura de capital em um ambiente sob fraca garantia legal que englobou 110 empresas de capital aberto entre 1995 e 2001 conclui que maiores custos e menor disponibilidade de crédito no Brasil são consequência, entre outros fatores, da fraca garantia legal a que os bancos estão sujeitos em relação aos empréstimos concedidos.

No Brasil, o ambiente de negócios sempre foi marcado por baixa proteção aos direitos de propriedade, lentidão dos processos na justiça, difícil cumprimento dos contratos e uma rígida legislação trabalhista (PINHEIRO, 1996). Todos estes fatores historicamente encorajaram a atividade informal e retardaram um maior desenvolvimento do mercado de crédito inibindo inclusive a obtenção de garantias pelos bancos de seus tomadores uma vez que, em caso de não pagamento dos empréstimos, a retomada destas garantias é lenta e praticamente ineficiente. Em sua pesquisa conduzida durante o ano 2000, Aith (*apud* CRUZ, 2004) apontou que, uma ação de cobrança movida por instituições financeira leva entre 8 a 10

anos para ser executada. Assim, os acordos tem sido prática comum no encerramento de litígios.

Em linha com os estudo acima, os resultados da pesquisa de Titman, Twite e Fan (2003) sobre 1524 empresas do setor químico localizadas em 39 diferentes países concluiu que os Sistemas Fiscal e Legal desses países claramente afetam as escolhas de estrutura de cpaital por parte das empresas. Concluem ainda que existe uma correlação negativa entre nível de alavancagem e a consistência do Sistema Jurídico do país. Outra pesquisa conduzida por Klapper e Love (2002) em 14 países emergentes concluiu que países com Sistemas Jurídicos fracos e ineficientes possui a maioria das empresas com baixo nível de transparência e qualidade de informações que acarretam em um menor volume de crédito a todo o setor privado.

Zani (2005) cita que sem segurança de que os contratos serão respeitados e cumpridos, os agente privados não se predispõe a participar de investimentos (especialmente a longo prazo) reduzindo o volume de investimentos e, principalmente, maiores volumes de crédito. Esse mesmo autor conclui ainda que, em mercados com alto grau de assimetria informacional – como o caso do Brasil – a disponibilidade de crédito maior está sujeita a disponibilidade de colateral como garantia aos empréstimos por parte das empresas.

Por outro lado, é justo também aqui uma defesa ao Judiciário no Brasil, cujo grande número de processos de diversas naturezas acumulam-se exorbitantemente nas Varas dispostas em todo o território nacional. A legislação em vigor é muito complexa e dúbia e possibilita às partes uma infinidade de recursos que faz com que cada processo demore muito para ter uma decisão final. A Lei de Falências no Brasil em vigor até Junho de 2005 datava de 1945, sendo por ela necessários na prática mais de 10 anos para a finalização de uma falência corporativa.

Cerca de apenas 0.2% do valor assegurado por uma garantia conseguia ser retomado por uma instituição financeira após a falência, por exemplo, do seu tomador de recursos, o que desencoraja uma maior intermediação bancária e maiores volumes de empréstimos no Brasil (HAUSLER, 2005). Além disso, os processos judiciais sempre foram um grande complicador para retomada de recursos emprestados não só pela sua lentidão e custos envolvidos mas também pelas complicações que envolvem (sucessão de inúmeros recursos e

apelações, peculiaridades de legislações regionais, e por que também os credores de impostos (governos) e salários (trabalhadores) tinham sempre preferência de recuperação dos ativos da massa falida estando diante dos bancos. Assim, nada sobrava praticamente a ser recuperado pelas instituições financeiras. Os Tribunais de modo geral sempre tendem também a favorecerem suas decisões em relação aos tomadores de recursos (partes fragilizadas) e não aos bancos (HAUSLER, 2005).

Os processos judiciais envolvidos para a retomada de recursos acabam desencorajando os bancos a ampliarem a oferta de crédito e faz com que eles procurem nunca utilizarem o Judiciário para reaverem seus recursos o que faz na prática com que as taxas de juros sejam aumentadas de forma significativa afim de que possam cobrir o risco das estaticamente calculadas “perdas esperadas”. Essa percepção de aumento de risco representa 45% da composição dos *spreads* bancários no Brasil de acordo com o Banco Central do Brasil (2005).

No entanto, desde Junho de 2005 entrou em vigor a nova Lei de Falências no Brasil. Essa nova Lei vem atender a estes anseios pleiteados pelos credores há tempos. Na prática ela buscará agilizar os processos no Judiciário. Entre as principais mudanças estão o fato de que as empresas terão não mais a possibilidade de entrarem com pedidos de concordata mas sim, em um prazo de até 6 meses, apresentarem um plano de reestruturação do repagamento de seus endividamentos. No caso da falência, haverá agora uma aceleração na liquidação dos ativos, a fim de que estes fiquem anos e anos sendo deteriorados ou furtados dos locais onde se encontram. Outra novidade foi a preferência agora dada aos credores na retomada de seus créditos em caso de falência, em detrimento a impostos. Assim, trabalhadores continuam tendo a preferência no resgate de recursos da massa falida mas agora são seguidos pelos bancos e, em terceiro lugar, pelos impostos devidos aos órgãos governamentais. Esta nova Lei, se efetivamente comprovar seu sucesso, trará grandes benefícios ao setor privado no médio prazo com a provável redução dos *spreads* bancários praticados.

3 – ABERTURA DE CAPITAL NO BRASIL COMO INSTRUMENTO DE EXPANSÃO DO CRÉDITO– RESULTADOS E ANÁLISE DOS DADOS

3.1. Evolução do volume de crédito, prazos e custos de endividamento nas Demonstrações Contábeis

Tabela 9– PIB, Mercado Financeiro, Taxas de Juros e Emissões Primárias no Brasil nos últimos 10 anos

Ano	PIB (R\$ x bi)	Empréstimos do sistema financeiro ao setor privado (R\$ x bi)	% do PIB	Selic (% - final ano)	Emissões primárias de ações (R\$ x milhão)
1996	778	206,2	26,5%	23,8%	9.172
1997	870	233,5	26,8%	42,1%	3.909
1998	914	253,9	27,8%	32,1%	4.112
1999	973	268,3	27,6%	20,9%	2.749
2000	1.101	307,5	27,9%	15,4%	1.410
2001	1.200	322,5	26,9%	18,1%	1.353
2002	1.321	364,8	27,6%	25,0%	1.050
2003	1,526	399,8	26,2%	16,5%	230
2004	1.767	477,1	27,0%	17,8%	4.469
2005	1.938	596,9	30,8%	18,0%	4.364

Fontes: Banco Central do Brasil, Banco BNP Paribas, BNDES, Ibovespa, Revista Suma Econômica e Febraban, Maio de 2006

Na última década, observou-se o incremento do volume de empréstimos do sistema financeiro ao setor privado brasileiro a uma taxa percentual maior que a da taxa de aumento do PIB (Produto Interno Produto). Enquanto o PIB brasileiro aumentou de R\$ 778 bilhões em 1996 para R\$ 1.938 bilhões em 2005 (ou + 149%), o volume de empréstimos ao setor privado cresceu de R\$ 206 milhões para R\$ 597 milhões, ou + 190%, deixando de representar pouco mais de 26% do PIB em 1996 e atingindo a marca de quase 31% em 2005.

Por outro lado, o volume de emissões primárias de ações no mercado acionário local demonstrou-se aquecido entre 1996-1998, reduziu-se significativamente após 1999 e voltou a demonstrar aquecimento após 2004 (CRUZ, 2004). Condições macroeconômicas locais e externas mais estáveis e a conseqüente queda da Selic a partir de 2003 estão entre os diversos fatores que propiciaram um ambiente mais favorável para o aumento de emissões primárias de ações.

A taxa Selic, apurada no “Sistema Especial de Liquidação e Custódia”, é obtida mediante o cálculo da taxa média ponderada e ajustada das operações de financiamento por um dia, lastreadas em títulos públicos federais e cursadas no referido sistema ou em câmaras de compensação e liquidação de ativos, na forma de operações compromissadas, ou seja, venda de títulos com compromisso de recompra assumido pelo vendedor, concomitante com compromisso de revenda, assumido pelo comprador, para liquidação no dia útil seguinte. São aptas a efetuar este tipo de operação as instituições financeiras habilitadas, tais como bancos, caixas econômicas, sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários, sociedades distribuidoras de títulos e sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários. A taxa Selic serve de referência aos bancos como a taxa mínima de juros básica praticada na economia.

Em 31 de Agosto de 2006, segundo o *site* da Bovespa (www.bovespa.com.br), o Mercado de Capitais brasileiro contava com 387 empresas com ações listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) cujo valor bursátil era de R\$ 1.268 bilhões sendo 34 delas listadas no Novo Mercado. Esse número de empresas é ainda irrisório e representa menos de 0,5% das 4.9 milhões de empresas existentes no Brasil em 2005 segundo dados do IBGE publicados em Outubro de 2006 (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – www.ibge.org.br).

Elaboração dos dados da pesquisa realizada

Por *IPO* (*Initial Public Offering*) entende-se a oferta inicial das ações de uma determinada empresa no Mercado. Conforme mencionado na introdução deste trabalho, o levantamento dos Demonstrativos Contábeis das 18 empresas em análise ocorreu nos seguintes momentos do tempo:

- ano encerrado anterior a abertura do capital
- no trimestre anterior a abertura do capital

- no trimestre posterior a esta abertura
- 31 de Dezembro de 2005 (último exercício encerrado disponível).
- 31 de Março de 2006
- 30 de Junho de 2006 (Balanço Patrimonial mais atual até o momento disponível).

Dessa forma, as Demonstrações Contábeis consideradas neste estudo foram os encerrados nos trimestres (“T”) detalhados a seguir:

Tabela 10 - Empresas e Demonstrações Contábeis consideradas

Empresa	Data do IPO	Exercício anterior	Trimestre anterior	Trimestre posterior	Ano 2005	1T 2006	2 T 2006
1) CCR	30/01/2002	4T00	4T01	1T02	4T05	1T06	2T06
2) Rossi	19/02/2003	4T01	4T02	1T03	4T05	1T06	2T06
3) Natura	25/05/2004	4T03	1T04	2T04	4T05	1T06	2T06
4) ALL	24/06/2004	4T03	1T04	2T04	4T05	1T06	2T06
5) Gol	24/06/2004	4T03	1T04	2T04	4T05	1T06	2T06
6) CPFL Energia	29/09/2004	4T03	2T04	3T04	4T05	1T06	2T06
7) Grendene	28/10/2004	4T03	3T04	4T04	4T05	1T06	2T06
8) DASA	18/11/2004	4T03	3T04	4T04	4T05	1T06	2T06
9) Porto Seguro	19/11/2004	4T03	3T04	4T04	4T05	1T06	2T06
10) Renar	24/01/2005	4T03	4T04	1T05	4T05	1T06	2T06
11) Submarino	30/03/2005	4T03	4T04	1T05	4T05	1T06	2T06
12) Localiza	20/05/2005	4T04	1T05	2T05	4T05	1T06	2T06
13) Renner	30/06/2005	4T04	1T05	2T05	4T05	1T06	2T06
14) OHL	13/07/2005	4T04	2T05	3T05	4T05	1T06	2T06
15) Energias	14/07/2005	4T04	2T05	3T05	4T05	1T06	2T06
16) Br Realty	21/09/2005	4T04	2T05	3T05	4T05	1T06	2T06
17) Cosan	17/11/2005	4T04	3T05	4T05	4T05	1T06	2T06
18) UOL	15/12/2005	4T04	3T05	4T05	4T05	1T06	2T06

As Demonstrações Contábeis das empresas anteriores a sua abertura no mercado foram obtidos através dos memorandos de *IPO* (*Initial Public Offering books* ou livros de Oferta Pública Inicial de Ações) de cada uma delas no instante em que estas empresas anunciaram a emissão de ações ao mercado. As Demonstrações Contábeis de períodos posteriores foram obtidos no site da internet da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) ou

nos sites da internet de cada uma dessas empresas uma vez que, após a abertura, tais empresas são obrigadas a informar resultados trimestralmente.

Para uniformização dos dados, foram consideradas as Demonstrações Contábeis consolidadas de cada uma destas companhias no mencionado exercício.

Os custos de endividamento foram obtidos nas notas explicativas de cada uma destas Demonstrações Contábeis. Algumas poucas empresas providenciam o custo “*all-in*” (custo total) de seu endividamento em moeda local e em moeda estrangeira. Esse foi o caso, por exemplo, das Lojas Renner que informou os seguintes custos para seu endividamento no período analisado:

Tabela 11 - Custo do endividamento

Empresa	Data do IPO	Exercício anterior	Trimestre anterior	Trimestre posterior	Ano 2005	1 T 2006	2 T 2006
Lojas Renner	30/06/2005	18,8%	19,2%	19,0%	18,8%	18,0%	16,5%

Fonte: Demonstrações Contábeis

A grande maioria das empresas analisadas, no entanto, apenas fornecem a abertura de seu endividamento, as taxas médias praticadas, o montante da dívida em moeda local e em estrangeira bem como o repagamento futuro do endividamento do longo prazo.

Dessa forma, para calcular o custo médio do endividamento de terceiros, foi adotado o seguinte critério:

- cálculo da média ponderada em cada período, por:
 - tipo de endividamento e
 - tipo de moeda

Como exemplo pode-se enunciar o cálculo da dívida junto a terceiros da OHL, empresa de concessões rodoviárias que administra rodovias do interior do estado de São Paulo.

Tabela 12 - Custo do endividamento

Empresa	Data do IPO	Exercício anterior	Trimestre anterior	Trimestre posterior	Ano 2005	1T 2006	2T 2006
OHL	13/07/2005	16,0%	15,9%	15,7%	15,7%	15,5%	15,0%

Fonte: Demonstrações Contábeis

O cálculo do custo médio ponderado de 15,9% do endividamento da empresa no trimestre anterior a abertura de seu capital foi obtido através da seguinte fórmula calculada com os índices financeiros (TJLP, Libor, etc) informados em notas explicativas de cada empresa:

- **Custo do endividamento**

$$=(((9,8\%)+5,5\%)*53\%*F238+((9,8\%)+5,8\%)*37\%*F238+((18\%)+1,9\%)*10\%*F238)/(F238*100\%)$$

Equação 4

Onde:

- F238 é a célula que representa o total do endividamento da empresa junto a terceiros em um dado trimestre
- As taxas entre parênteses de 9,8% e de 18% referem-se as taxas Selic e TJLP no período analisado
- Os percentuais 53%, 37% e 10% refletem a composição do endividamento para cada tipo de dívida (BNDES, bancos, etc)
- Os montantes de 5,5%, 5,8% e 1,9% referem-se aos *spreads* cobrados pelos bancos acima da TJLP e Selic (exemplo: a sub-equação $((18\%)+1,9\%)*10\%*F238$ significa que 10% do total da dívida naquele momento era de BNDES cuja taxa de juros era de Selic (18%) mais um *spread* de 1.9%)

Para cada um dos períodos analisados de cada uma das empresas foi seguido este mesmo critério no cálculo do custo de sua dívida com terceiros. Os resultados obtidos usaram como referência as seguintes taxas básicas de referência de juros abaixo, praticadas pelo mercado, em cada um dos períodos analisados:

Tabela 13 - Indicadores financeiros do endividamento – 2001-2006

Ano	Selic (%) - ano)	Poupança (% ano)	TJLP (%) ano)	Ibovespa médio (%) ano)	Libor (%) ref. ano)
2001	18,1%	8,2%	10,0%	-11,0%	2,5%
2002	25,0%	8,8%	10,0%	-17,0%	1,4%
2003	16,5%	10,6%	11,0%	97,1%	1,2%
2004	17,8%	8,1%	9,8%	17,7%	2,8%
2005	18,0%	9,2%	9,8%	27,1%	4,7%
Jun.2006	14,75%	8,4%*	8,2%	16,4%*	5,2%

Fontes: Banco Central do Brasil, Banco BNP Paribas, BNDES, Ibovespa, Revista Suma Economica e Febraban, Maio de 2006; * referem-se a índices acumulados dos últimos 12 meses

Os resultados de média simples obtidos das Demonstrações Contábeis das empresas analisadas foram os seguintes:

Tabela 14 - Evolução do custo da dívida de terceiros após abertura do capital

	Ano anterior	Trimestre anterior	Trimestre posterior	2005	1T2006	2T2006
RESUMO						
capital próprio	46%	54%	62%	68%	71%	73%
- endividamento CP	37%	43%	37%	36%	34%	36%
- endividamento LP	63%	57%	63%	64%	66%	64%
capital de terceiros	54%	46%	38%	32%	29%	27%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%
custo da dívida terceiros	18,3%	17,1%	16,3%	16,2%	15,9%	14,5%
1-2 anos	44%	38%	33%	46%	43%	40%
3 anos	13%	15%	14%	17%	18%	15%
4 anos	16%	18%	21%	13%	12%	11%
5 anos	10%	12%	14%	10%	12%	13%
+ 5 anos	<u>15%</u>	<u>16%</u>	<u>18%</u>	<u>14%</u>	<u>15%</u>	<u>21%</u>
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Dentre as conclusões que podem ser evidenciadas na tabela acima temos:

- Após a abertura do capital, as empresas tenderam a se financiar com menor volume de capital de terceiros e maior volume de capital próprio. Apesar do custo do capital próprio ser superior ao custo de capital de terceiros em condições macroeconômicas de estabilidade e de equilíbrio uma vez que os proprietários da empresa são os últimos a recolherem os recursos residuais em caso de falência, foi verificado que nos casos estudados, as empresas optaram por reduzir o volume do endividamento junto a terceiros.
- Um menor endividamento com terceiros ocorre pois as empresas entendem que os recursos obtidos com a emissão das ações são mais atraentes e baratos que os recursos de terceiros. Os recursos advindos da emissão são em grande parte utilizados para quitar dívidas mais onerosas com terceiros existentes.
- A análise do alongamento do endividamento é inconclusiva somente pela análise dos Demonstrativos Contábeis uma vez que até um trimestre após a abertura houve evidências de que os repagamentos da dívida concentrados nos primeiro e segundo anos caem em termos percentuais de 44% para 33% concentrando-se mais em períodos superiores a 4 anos mas em períodos mais recentes eles aumentam e voltam a ter um padrão similar ao do ano anterior a abertura.
- Por fim, o custo do endividamento junto a terceiros (ou “custo da dívida terceiros”) antes e após a abertura do capital apresenta redução nos períodos analisados. Ele caiu de 18,3% para 14,5% pela média simples dos custos das 18 empresas analisadas em cada um dos períodos.

Como esse custo, no entanto, foi calculado com base nos *spreads* praticados em cada um dos períodos mais seus respectivos indexadores (TJLP, Libor, etc) que oscilaram em cada um dos momentos analisados, foi feito também um segundo exercício onde foi verificado a variação somente dos *spreads* praticados antes e depois da abertura do capital, desconsiderando-se os efeitos destes indexadores no custo do capital de terceiros a fim de ratificarmos os resultados anteriormente alçados, ou seja, empresas que abriram o capital tiveram acesso a dívidas com custos ou *spreads* mais atraentes. A tabela abaixo confirma tais resultados.

**Tabela 15 - Evolução do custo da dívida de terceiros após abertura do capital
desconsiderando indexadores**

RESUMO	Ano anterior	Trimestre anterior	Trimestre posterior	2005	1T2006	2T2006
custo da dívida terceiros	6,3%	5,9%	5,3%	4,6%	4,3%	3,9%

Custo Médio Ponderado do Capital (CMPC)

Em complementação ao estudo realizado, foi calculado o custo médio ponderado do capital para verificarmos se a abertura também beneficia na redução do custo do capital como um todo.

Como abordado anteriormente, o custo de capital – ou custo médio de capital da empresa - corresponde à média ponderada entre o custo de capital de terceiros e o custo de capital próprio. O custo de capital de terceiros é o custo de captações marginais de financiamentos, ou seja, é o preço do dinheiro a ser emprestado à empresa por entidades financiadoras ou por investidores que adquiram seus títulos de dívida.

O modelo de precificação de ativos financeiros (*capital assets pricing model* ou CAPM), criado pelos professores Henry Markowitz e William Sharpe, ganhadores do Prêmio Nobel de Economia em 1990, é a ferramenta mais utilizada para projetar o custo de capital próprio, superior ao custo de capital de terceiros em condições macroeconômicas de estabilidade e de equilíbrio de políticas econômicas, pois os proprietários da empresa serão os últimos a recolherem recursos residuais em caso de falência da empresa (Receita Federal, empregados, fornecedores e credores têm direito de receberem fundos residuais primeiro). O CAPM tem sofrido inúmeras críticas e diversos pesquisadores têm questionado sua validade como visto anteriormente. Entretanto, a verdade é que os centros de pesquisa e os mercados de capitais ainda não conseguiram produzir um modelo alternativo com maior robustez, apesar dos problemas de sua aplicação.

Assim, o custo de capital próprio deve corresponder a uma taxa de juro livre de risco -

associada ao ativo com menor risco do mercado financeiro, adicionada de um prêmio de risco consistente com a empresa que se considera (SANTOS, 2003). Ou seja, por correr o risco de investir na empresa, o proprietário merece um prêmio acima da taxa de juro correspondente ao ativo de menor risco do mercado (lembrando que na visão de investidores globais, mercados emergentes ainda requerem um prêmio adicional para compensar o chamado risco-país). Esse prêmio, por sua vez, é diretamente proporcional ao rendimento do mercado de ações medido, por exemplo, por meio do Ibovespa, e a um fator denominado *beta*, que funciona como um medidor do risco de mercado da empresa.

O *beta* de uma dada empresa é obtido por meio da correlação linear entre o rendimento da ação da empresa e o rendimento do mercado, medido pelo Ibovespa, por coerência com o exposto acima. Assim, uma ação com *beta* superior a 1,0 é mais arriscada do que o Ibovespa, cujo *beta* próprio, por definição, é igual a 1,0 (BRIGHAM, GAPENSKI, EHRHARDT, 1999). Exemplificando: se a empresa apresenta um *beta* de 1,2, isso significa que a cada aumento ou redução de 1% na cotação do Ibovespa, obtém-se, em média, um aumento ou redução de 1,2% na cotação da ação da empresa.

No presente estudo, visando a utilização de *betas* de um mesmo período de tempo para cada uma das empresas, adotou-se como critério utilizar o período compreendido entre 31 de dezembro de 2005 (instante posterior a última abertura de capital das 18 empresas analisadas) e 30 de junho de 2006, data dos últimos Demonstrativos Contábeis analisados, ou seja, 6 meses. Os *betas* utilizados no cálculo foram os seguintes.

Tabela 16 - Betas: 6 meses (31/Dez/05 – 30/Jun/06)

Empresa	Beta
CCR	1,02
Rossi	1,15
ALL	0,77
Gol	0,64
CPFL	0,56
DASA	0,81
Porto Seguro	0,81
Natura	0,68
Grendene	0,65
Renar	0,15
Submarino	1,03
Renner	0,86
OHL	0,56
Energias	0,64
Brasil Realty	1,28
Cosan	1,39
UOL	1,02
Localiza	0,93
Média Simples	0,83

Fonte: Boomborg, 2006

Tabela 17 - Evolução do Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC)

RESUMO	Ano anterior	Trimestre anterior	Trimestre posterior	2005	1T2006	2T2006
We= capital próprio	46%	54%	62%	68%	71%	73%
- endividamento CP	37%	43%	37%	36%	34%	36%
- endividamento LP	63%	57%	63%	64%	66%	72%
Wi =capital de terceiros	54%	46%	38%	32%	29%	27%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%
ki =custo da dívida terceiros	18,3%	17,1%	16,3%	16,2%	16,0%	14,5%
ke= Krf+(Km-Krf) x B	43,1%	17,6%	22,9%	24,1%	15,0%	15,0%
krf (poupança)	9,3%	8,6%	8,8%	9,2%	8,4%	8,4%
km (ibovespa médio)	50,0%	19,4%	25,8%	27,1%	16,4%	16,4%
(km-krf)	40,8%	10,8%	17,0%	17,9%	8,0%	8,0%
CMPC = Wi*Ki + We*Ke	29,7%	17,3%	20,5%	21,5%	15,3%	14,9%

Assim, com base no CMPC, foram obtidas conclusões próximas as anteriormente discutidas em relação a redução do custo da dívida de terceiros principalmente quando comparado o ano anterior a abertura do capital com períodos mais recentes.

O CMPC é altamente influenciado por períodos que apresentam o índice de retorno do Ibovespa médio maior que faz com que a queda do CMPC não seja uniforme como quando analisada a redução somente do endividamento junto a terceiros para o mesmo período.

3.2. Pesquisas de Campo

Para confirmação dos resultados obtidos através da análise dos Demonstrativos Contábeis das empresas foram realizadas duas pesquisas qualitativas. A primeira com as empresas estudadas e a segunda com profissionais do Mercado Financeiro que atuam ou atuaram em posições *Seniors*, Gerenciais ou de Direção nos 20 principais bancos privados brasileiros e cujo objetivo foi identificar qual o posicionamento deles em relação a concessão de crédito às empresas no Brasil.

3.2.1. Pesquisa de campo: empresas analisadas

Em um primeiro momento, foi enviado por e-mail e correio ao departamento de Relações com Investidores das 18 empresas analisadas um questionário detalhado sobre o tema. No entanto, devido ao baixo retorno de respostas, foi adotado o critério de contatar diretamente por telefone esses departamentos sendo feitas as seguintes perguntas diretas e objetivas:

- Houve um aumento da disponibilidade de crédito e de financiamentos de prazos mais longos com redução dos *spreads* logo após a abertura do capital ?
- Caso a resposta para pergunta anterior seja afirmativa, você acredita que tal redução nos *spreads* aconteceria mesmo que o cenário macroeconômico local não tivesse apresentado melhoria nos últimos anos? (ou seja, tal melhoria aconteceria de qualquer forma só que talvez com menor intensidade ?)
- Dentre fatores como baixo nível de poupança interna, alto endividamento público, sistema judiciário ineficiente, qualidade de informações financeiras ou outros, qual você considera como principal obstáculo a expansão do crédito local?

- De modo geral, a abertura do capital propiciou a empresa mais vantagens do que desvantagens?

Dos 18 contatos realizados, 14 empresas se dispuseram a responder às perguntas imediatamente e outras 4 ficaram de analisá-las e enviar respostas mais tarde por escrito. As que não responderam por telefone solicitaram que as perguntas fossem – novamente – enviadas por e-mail ao departamento de Relações com Investidores. O procedimento foi repetido como no caso do questionário só que agora, de modo sumarizado (somente as 4 perguntas anteriormente listadas foram feitas). As respostas, no entanto, não foram obtidas novamente até o término desse estudo.

Desse modo, foram obtidas respostas de cerca de 80% das empresas analisadas. Os resultados foram tabulados abaixo:

Tabela 18 - Respostas das empresas analisadas

Empresa / Pergunta	1) Houve aumento do crédito, linhas de Longo Prazo e queda de <i>spreads</i> ?	2) Se sim, ocorreriam mesmo com ambiente macro desfavorável?	3) Principal obstáculo à expansão do crédito local	4) As vantagens superam as desvantagens na abertura ?
1. ALL	Sim	Talvez não, uma vez que o cenário favorável constituiu janela de oportunidade à emissão realizada	Sistema judicial (apesar de considerar que é uma combinação dos 3 primeiros)	Sim, sem dúvida
2. Brazil Realty	Sim, mas no caso deles, especificamente em termos de <i>spreads</i> já que já possuíam linhas mais longas para o setor imobiliário	Sim	Baixo nível de poupança interna (mas considera também como sendo uma combinação dos 3 primeiros)	Sim mas considera que divulgação de informações estratégicas ao mercado é uma grande desvantagem

Tabela 18 - Respostas das empresas analisadas (continuação)

Empresa / Pergunta	1) Houve aumento do crédito, linhas de Longo Prazo e queda de <i>spreads</i> ?	2) Se sim, ocorreriam mesmo com ambiente macro desfavorável?	3) Principal obstáculo à expansão do crédito local	4) As vantagens superam as desvantagens na abertura ?
3. Dasa	Sim. Fizeram emissão de títulos a 5 anos logo após abertura e obtiveram redução de <i>spreads</i> de 111% da Selic para 103.6%	Sim.	Qualidade das informações financeiras	Sim, mais vantagens até pelo aumento do valor da empresa no mercado
4. Natura	Sim	Sim	Sistema judicial	Sim, principalmente a empresas com estratégias claras de internacionalização
5. Porto Seguro	Sim. No entanto, no caso deles, abertura ocorreu por desejo do fundador aliado ao desejo da filha em alienar parte de suas ações no mercado	Sim, independe do cenário	Alto endividamento público seguido pelo baixo nível de poupança	Sim sem dúvida. Mercado dá <i>inputs</i> de informações e novas idéias aos administradores e força-os a pensar
6. Submarino	Sim, principalmente em termos do número de bancos querendo trabalhar com eles e redução de <i>spreads</i>	Sim	Alto endividamento público (linhas do BNDES disponíveis são pequenas)	Sim. Após emissão reduziu endividamento e possui recursos em caixa para estratégia de aquisição de novas empresas
7. Renar Maças	Sim, principalmente outros bancos. Os prazos mesmo junto ao BNDES também se estenderam logo após a abertura	Sim, uma vez que o cenário agrícola tanto em 2005 como em 2006 está ruim mas mesmo assim a empresa continuou tendo benefícios	Alto endividamento público seguido pela poupança interna baixa	Sim. Mercados externos passaram a ser acessíveis. Mercado dá <i>inputs</i> de informações e novas idéias aos administradores

Tabela 18 - Respostas das empresas analisadas (continuação)

Empresa / Pergunta	1) Houve aumento do crédito, linhas de Longo Prazo e queda de <i>spreads</i> ?	2) Se sim, ocorreriam mesmo com ambiente macro desfavorável?	3) Principal obstáculo à expansão do crédito local	4) As vantagens superam as desvantagens na abertura ?
8. OHL	Sim. Acesso a mercados internacionais.	Sim	Alto endividamento público	Sim, mais vantagens
9. CCR	Sim, principalmente acessando mercados internacionais.	Sim	Baixo nível de poupança interna	Sim
10. CPFL	Sim	Sim, até porque a abertura ocorreu no Novo Mercado e simultaneamente em Nova Iorque (ADRs)	Alto endividamento público seguido pelo baixo nível de poupança	Sim
11. Localiza	Sim. Ocorreu redução dos <i>spreads</i> em até 100 bps (1%) logo após abertura e linhas de longo prazo superiores a 5 anos	Sim	Alto endividamento público seguido pelo baixo nível de poupança	Sim, principalmente a empresas com estratégias de internacionalização para acesso de recursos em outros mercados
12. Gol	Sim. Disponibilidade de linhas de financiamento aumentou de R\$ 97 mi antes da abertura para R\$ 200 mi logo após e mais de R\$ 400 mi atualmente	Sim	Alto endividamento público	Sim, principalmente a empresas com estratégias de internacionalização para acesso de recursos em outros mercados
13. Renner	Sim	Sim	Alto endividamento público	Sim
14. Cosan	Sim	Não	Baixo nível de poupança interna seguida pela falta de qualidade das informações	Sim. Pode possibilitar principalmente aumento do valor de mercado da companhia

Dos resultados obtidos, podemos enunciar as seguintes conclusões:

- Unanimidade de respostas afirmando que houve aumento da oferta de crédito por terceiros inclusive a prazos mais longos e a custos menores logo após a abertura do capital.
- 85% das empresas afirmando que mesmo em um cenário macroeconômico desfavorável, a abertura propiciaria sim benefícios de queda de *spreads* e maior volume de crédito em relação a quando a empresa era fechada, mas talvez, com menor intensidade.
- A concorrência com títulos do Governo como principal entrave a maior expansão do crédito no país e
- A também unanimidade pelas empresas que responderam o questionário em relação ao fato de que a abertura propicia mais vantagens do que desvantagens principalmente as instituições com estratégias claras de internacionalização de atividades (como foi o caso de Gol, Localiza e Natura) ou empresas que precisam de uma “alavancagem” adicional de recursos no caixa para aquisição de novos negócios (como é o caso da Submarino que recentemente adquiriu outras empresas de internet nas áreas de ingressos para cinema, teatro ou viagens, complementando seu negócio principal que é o varejo eletrônico)

Um outro ponto bastante interessante é o de que se percebe claramente que o porte das empresas que vieram a mercado nestes anos mais recentes entre 2002-2005 e foco desta pesquisa é muito menor do que empresas tradicionais listadas há muitos anos na Bovespa como Embraer, Petrobrás, Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), Sadia, Ambev, Telemar, dentre tantas outras.

Assim, a tabela abaixo faz uma comparação entre o faturamento e porte das 18 empresas analisadas que fizeram oferta pública de ações na Bovespa entre 2002 e 2005 e algumas das empresas “tradicionais” do Mercado acionário brasileiro.

Tabela 19 - Faturamento e porte em 31 de Dezembro de 2005 de algumas das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) há mais de 5 anos comparados ao das empresas analisadas na pesquisa

Empresa/ R\$ x milhão	Faturamento Líquido	Patrimônio líquido	Ativo total
<u>Empresas “tradicionalis”</u>			
1) Petrobras	136,605	78,785	183,521
2) CVRD	33,993	24,052	53,594
3) Telemar	16,747	6,083	28,923
4) Ambev	15,959	19,990	33,493
5) Embraer	9,133	4,864	16,983
6) Sadia	7,318	2,223	6,522
<u>Empresas analisadas</u>			
1) CCR	1,954	1,373	3,424
2) Rossi	404	292	793
3) Natura	2,282	523	1,191
4) ALL	1,087	934	2,665
5) Gol	2,660	991	2,255
6) CPFL Energia	7,738	4,796	13,651
7) Grendene	1,069	851	1,159
8) DASA	528	266	593
9) Porto Seguro	3,418	1,095	4,582
10) Renar	49	34	61
11) Submarino	420	188	328
12) Localiza	855	334	1,084
13) Renner	1,136	517	1,057
14) OHL	389	601	1,145
15) Energias	4,323	3,509	8,955
16) Br Realty	688	1,018	1,775
17) Cosan	1,900	762	2,722
18) UOL	444	438	687

Fonte: Demonstrativos Contábeis das empresas, 2005

Exceções feitas às empresas CPFL, Energias EDP e Porto Seguro que apresentam maior porte, as demais 15 empresas analisadas que recentemente abriram o capital possuem faturamento e total de ativos iguais ou inferiores a R\$ 3 bilhões. Esse é um ponto que claramente demonstra que empresas de menor porte obtiveram a partir da abertura de seu capital claros benefícios em relação a um maior volume de crédito, maiores prazos, e custos

mais atrativos. Essas condições mais atrativas estavam antes restritas apenas às grandes empresas listadas em Bolsa de Valores.

Embora as empresas foram unânimes em apontar que as vantagens são superiores às desvantagens na abertura do capital, 11 delas complementaram a resposta citando quais as principais vantagens e quais as principais desvantagens desse procedimento. Dessa forma, o quadro abaixo resume as principais vantagens e desvantagens mencionadas pelas empresas. Como já mencionado, segundo as empresas, as vantagens superam as desvantagens.

Figura 6 - Vantagens e desvantagens espontaneamente apontadas pelas empresas analisadas após a abertura do capital

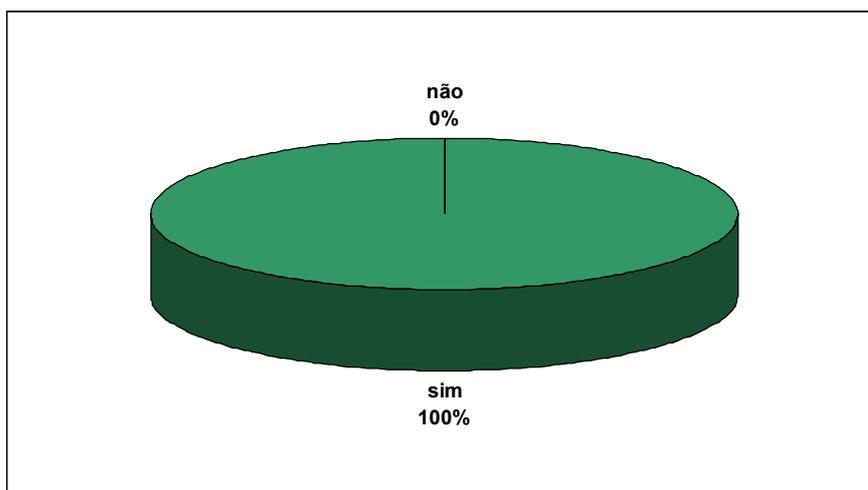
➤ VANTAGENS ?	➤ DESVANTAGENS ?
<ul style="list-style-type: none"> • Acesso a um número maior de fontes de recursos e volume de crédito • Acesso a financiamentos de prazos mais longos • Acesso a <i>spreads</i> menores • Mercado financeiro em geral tem uma visão mais positiva da empresa • Executivos da empresa acompanham mais de perto e no curto prazo indicadores de desempenho • Troca de informações com o mercado auxilia no processo de elaboração de estratégias • Contribui para aumento do valor de mercado da companhia 	<ul style="list-style-type: none"> • Custos de abertura/ manutenção de um departamento de RI/ emissão de relatórios trimestrais e fatos relevantes são altos • Maior acesso a informações estratégicas por parte de competidores • Maior lentidão no processo de tomada de decisão • Divisão dos lucros com outros acionistas • Pressão de investidores por resultados de curto prazo • Desrespeito aos acionistas minoritários (não se enquadra aqui ações no Novo Mercado)

No entanto, o interessante foi constatar que todas foram unânimes em apontar outras vantagens advindas da abertura do capital além do simples maior acesso a crédito. Duas empresas – Porto Seguro e Renar Maçãs – apontaram ainda que o Mercado Financeiro em seus constantes questionamentos sobre o desempenho operacional dessas empresas passou a fornecer valiosos *inputs* de informações aos administradores forçando-os a pensar se

determinadas estratégias que estavam sendo adotadas faziam sentido no longo prazo e sobre o que poderia ser feito para melhoria do desempenho. A Dasa (Diagnósticos da América SA, proprietária dos laboratórios Auriemo e Lavousier) bem como a Cosan (empresa do setor de usinas de álcool/ açúcar) apontaram que a abertura pode favorecer empresas com consistentes programas de investimento no longo prazo a aumentarem seu valor de mercado significativamente, fato ocorrido com eles.

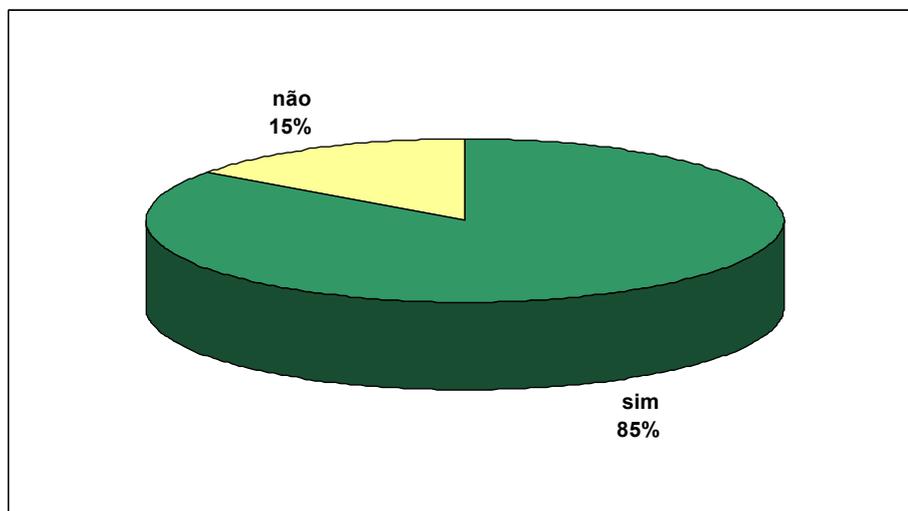
De maneira resumida, os gráficos abaixo demonstram os resultados tabulados da pesquisa qualitativa anteriormente respondida por 14 das 18 empresas analisadas:

Gráfico 5 - Houve um aumento da disponibilidade de crédito e de financiamentos de prazos mais longos com redução dos *spreads* logo após a abertura do capital ?



A empresa Gol, por exemplo, menciona que o montante de linhas de crédito a ela disponíveis centradas principalmente no curto prazo no 1T04 (ou seja, antes de sua abertura de capital que ocorreu em Junho de 2004) era de R\$ 97 milhões, foi ampliado para mais de R\$ 200 milhões logo após a abertura do capital e que, após Junho de 2006, tal montante já superava os R\$ 400 milhões. Já a Localiza cita que um dos principais benefícios foi a expansão dos prazos médios disponíveis de endividamento para 5 anos (fato também citado por Dasa e Renar Maçãs) e reduções nos *spreads* de até 100 bps (1%) logo após a abertura.

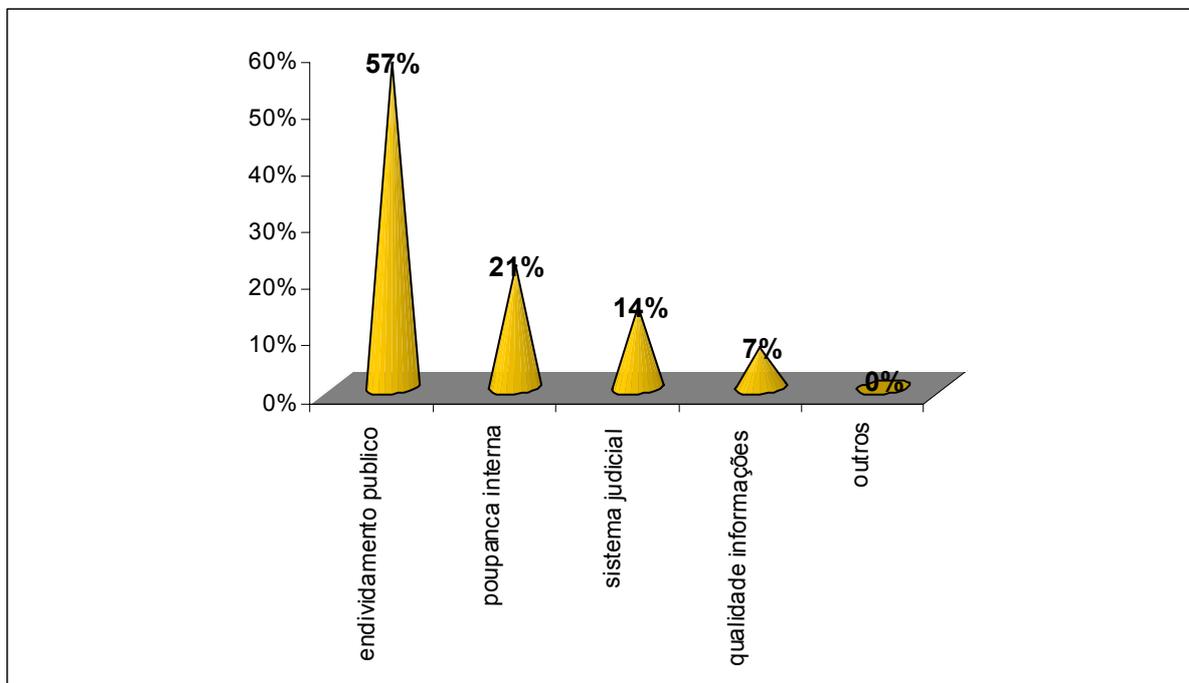
Gráfico 6 - Caso a resposta para pergunta anterior seja afirmativa, você acredita que tal redução nos *spreads* aconteceria mesmo que o cenário macroeconômico local não tivesse apresentado melhoria nos últimos anos?



Essa pergunta buscava entender se essa possível melhoria aconteceria de qualquer forma só que talvez com menor intensidade em um cenário desfavorável.

Desse modo, em relação a essa pergunta, duas empresas – ALL e Cosan – responderam que não pois caso o cenário macroeconômico não estivesse favorável, elas possivelmente não teriam aproveitado a “janela de oportunidade” para emissão de ações, tendo esperado um momento mais oportuno para fazê-lo.

Gráfico 7 - Dentre fatores como baixo nível de poupança interna, alto endividamento público, sistema judiciário ineficiente, qualidade de informações financeiras ou outros, qual você considera como principal obstáculo à expansão do crédito local ?



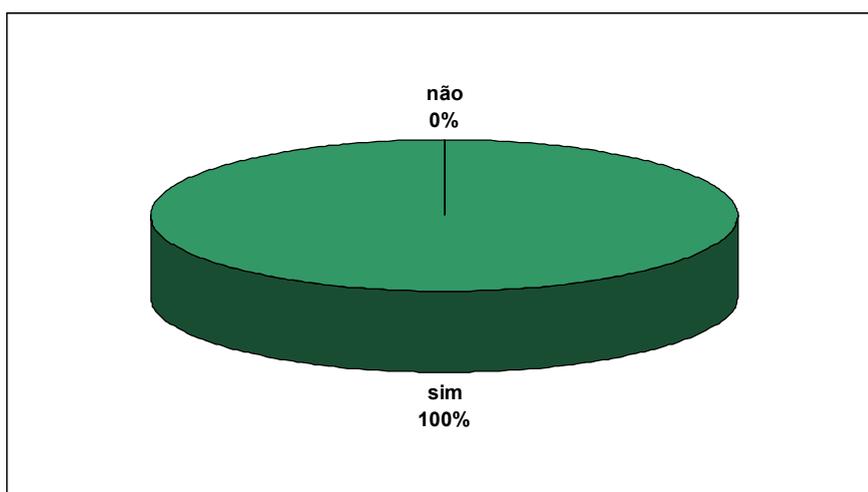
Essa outra pergunta teve um enfoque mais macro, ou seja, tratou da disponibilidade de crédito no Brasil de modo geral. Nas respostas, 57% (ou 8 das 14 empresas que responderam às perguntas) entendem que o maior obstáculo à expansão do crédito local é ainda o Governo. O alto grau de endividamento público acaba tomando do setor privado grande parte dos recursos, ou seja, os bancos têm preferência em adquirirem títulos do governo – que financiam a dívida pública – ao invés de emprestarem recursos às empresas uma vez que a percepção para os bancos dos riscos envolvidos em relação aos títulos públicos são mais baixos que empréstimos ao setor privado e oferecem remuneração relativamente alta (atrelada a indexadores como CDI, Selic, etc).

Um ponto interessante relaciona-se ao fato de que, apesar da pergunta requisitar apenas “qual o **principal** obstáculo à expansão do crédito”, quatro das empresas que responderam ser o Governo citaram espontaneamente que o baixo nível de poupança é o segundo fator que mais inibe tal expansão. Desse fato podemos entender que o baixo nível de poupança (ou baixo nível de aplicações no longo prazo) citado como primeiro fator apenas por 3 das 14 empresas na verdade contribui de modo significativo como segundo fator para

que haja em contrapartida a falta de disponibilidade de linhas de financiamento para emprestar no longo prazo.

O Sistema Judiciário ineficiente foi citado por 2 empresas como entrave a maior expansão do crédito no país citando que os processos e Leis vigentes são muito morosos e ineficazes. Por último, a qualidade das informações disponibilizada pelas empresas em geral no Brasil aos bancos foi apontada apenas por uma empresa como principal obstáculo a expansão do crédito. No entanto, é válido salientar que tanto o Sistema Judicial como baixa qualidade de informações foram fatores lembrados também por outras 3 das 14 empresas que responderam às perguntas.

Gráfico 8 - De modo geral, a abertura do capital propiciou a empresa mais vantagens do que desvantagens?



Por fim, no entendimento unânime de todas as 14 empresas do total de 18 analisadas que responderam ao questionário, as vantagens da abertura de capital superam com certeza as desvantagens, confirmando as premissas defendidas nesse estudo, ou seja, a abertura do capital é importante em termos de aumento do volume de crédito em países de baixa disponibilidade de crédito ao setor privado como o Brasil. E nesse aspecto, mesmo algumas delas citando que a divulgação de informações estratégicas aos competidores é um ponto negativo bastante forte, as vantagens da abertura para essas empresas ainda foram mais representativas conforme listadas anteriormente.

3.2.2. Pesquisa de campo: Profissionais do mercado financeiro

Para confirmação dos resultados obtidos através da análise dos Demonstrativos Contábeis e da pesquisa qualitativa com as empresas cujos resultados foram anteriormente discutidos, foi realizada uma segunda pesquisa qualitativa agora colhendo opiniões a cerca do tema de profissionais do Mercado Financeiro.

Foram colhidas através de 4 perguntas enviadas por e-mail nos meses de Agosto e Setembro de 2006 respostas de 14 profissionais que atuam ou atuaram principalmente em posições Gerenciais ou de Direção nos principais bancos brasileiros. Segundo o ranking de bancos da revista da editora Abril “500 Maiores Empresas de 2005” do mês de Jun/2006, as instituições dos profissionais entrevistados atuam ou atuaram nos 20 maiores bancos privados locais pelo critério de tamanho do Patrimônio Líquido.

As respostas obtidas refletem a opinião pessoal desses profissionais e não a visão institucional dos bancos onde exercem suas funções uma vez que o processo de autorização interna de cada banco para liberação de tais respostas seria muito longo e prejudicial ao andamento do estudo.

No entanto, as opiniões pessoais atenderam ao propósito da pesquisa uma vez que o objetivo foi atingido, ou seja, compreender qual o pensamento a cerca do tema estudado de quem toma as decisões pelas instituições que emprestam os recursos para os tomadores após os últimos abrirem o capital.

As perguntas realizadas foram as seguintes:

- 1) Empresas de capital aberto possuem maior disponibilidade de linhas de crédito, com prazos maiores e *spreads* menores ?
- 2) Principais fatores que ainda inibem maior volume de crédito no Brasil
- 3) Empresas de menor porte que decidem abrir o capital também se beneficiam (são vistas pelo mercado financeiro de forma diferenciada)?
- 4) Em termos gerais, a abertura do capital proporciona mais vantagens do que desvantagens?

As respostas obtidas foram tabuladas abaixo:

Tabela 20 - Opiniões pessoais (não institucionais) de profissionais do Mercado Financeiro em relação à abertura de capital de empresas locais como instrumento de acesso ao crédito

Profissional	Posições ocupadas/ Instituições financeiras	1) Empresas de capital aberto possuem mais crédito, linhas de Longo Prazo e <i>spreads</i> menores?	2) Principais obstáculos à expansão do crédito local	3) Empresas de menor porte que abrem o capital também se beneficiam?	4) Vantagens superam as desvantagens na abertura ?
1.Andrea Amorim	<i>Seniors /</i> ABN-Amro, BNP	Sim. Qualidade das informações superior impacta favoravelmente na análise de crédito	1)Governo 2)Câmbio 3)Qualidade informação	Sim. Empresas familiares principalmente são vistas de melhor forma após abertura	Sim.
2.César Figueiredo	Direção/ BNP, HSBC	Sim, principalmente em um ambiente volátil como o brasileiro	1)Governo 2)Ambiente Legal 3)Qualidade Informação	Sim	Sim
3. Diana Jabra	Gerência/ BNP, ING	Sim	1)Alta taxa de juros e Governo 2)Ambiente Legal 3)Conjuntura macroeconômica	Sim. Benefícios são maiores do que as de capital fechado mas menores do que de as grandes de capital aberto	Sim

Tabela 20 - Opiniões pessoais (não institucionais) de profissionais do Mercado Financeiro em relação à abertura de capital de empresas locais como instrumento de acesso ao crédito (continuação)

Profissional	Posições ocupadas/ Instituições financeiras	1) Empresas de capital aberto possuem mais crédito, linhas de Longo Prazo e <i>spreads</i> menores?	2) Principais obstáculos à expansão do crédito local	3) Empresas de menor porte que abrem o capital também se beneficiam?	4) Vantagens superam as desvantagens na abertura ?
4. Fabio Jacob	Direção/ BNP, CCF	Sim, devido a maior transparência de informações ao Mercado	1)Alta taxa de juros e Governo 2)Ambiente Legal 3)Conjuntura macroeconômica	Sim, desde que possuam um bom planejamento futuro pois custos da abertura são altos	Sim
5.Gustavo Cunha	Gerência/ Santander, Sudameris	Sim, sendo que a própria abertura já inicia esse processo	1)Alta taxa de juros e Governo 2)Ambiente Legal 3) Poupança	Sim. Inclusive as aberturas tem sido feitas por empresas de menor porte não?	Sim
6.Henrique Faria	Direção/ Itaú	Sim	1)Alta taxa de juros e Governo 2)Qualidade informação 3)Poupança	Sim	Sim
7.Henrique Sperandio	Gerência/ Unibanco/ BNP	Sim pois as de capital fechado não são em geral transparentes diminuindo o “apetite” dos bancos	1)Alta taxa de juros e Governo 2)Ambiente Legal 3)Qualidade Informação	Sim	Sim, desde que haja um projeto claro de crescimento

Tabela 20 - Opiniões pessoais (não institucionais) de profissionais do Mercado Financeiro em relação à abertura de capital de empresas locais como instrumento de acesso ao crédito (continuação)

Profissional	Posições ocupadas/ Instituições financeiras	1) Empresas de capital aberto possuem mais crédito, linhas de Longo Prazo e <i>spreads</i> menores?	2) Principais obstáculos à expansão do crédito local	3) Empresas de menor porte que abrem o capital também se beneficiam?	4) Vantagens superam as desvantagens na abertura ?
8.Marcelo Rezende	Gerência/ HSBC	Não sempre, mas as chances de ocorrerem são maiores. Multinacionais fechadas também têm benefício	1)Ambiente Legal 2)Qualidade informação 3)Governo	Sim, pois passam a ser mais transparentes	Sim
9.Raquel Pereto	<i>Seniors</i> / HSBC	Sim. Informações auditadas e de qualidade são bem vistas. Menores são os riscos e menores os spreads	1)Poupança 2)Governo 3)Qualidade Informação	Sim	Sim
10.Roberto Barbuti	Direção/ UBS-Pactual	Sim. Maior transparência trás maior conforto dos bancos com os números	1)Alta taxa de juros e Governo 2)Ambiente Legal 3)Qualidade Informação	Sim. Mercado abaixou a barreira para montantes mínimos de emissão para entre USD 150 – 200 milhões	Sim
11.Roberto Martinelli	Gerência/ Citibank, Bank Boston	Não necessariamente se consideradas multinacionais fechadas. Do contrário, sim.	1)Qualidade informação 2)Ambiente Legal 3)Governo	Sim	Sim

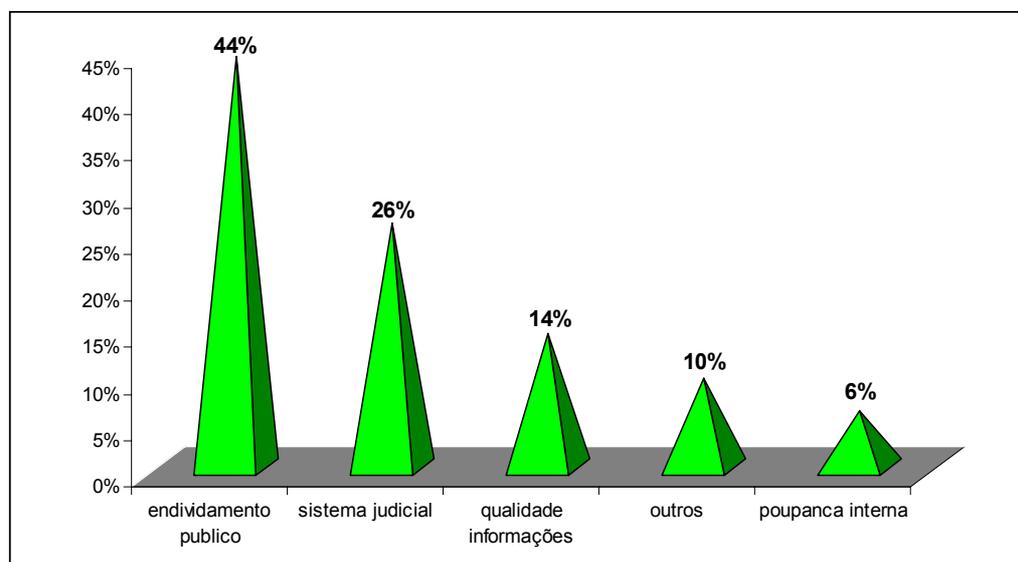
Tabela 20 - Opiniões pessoais (não institucionais) de profissionais do Mercado Financeiro em relação à abertura de capital de empresas locais como instrumento de acesso ao crédito (continuação)

Profissional	Posições ocupadas/ Instituições financeiras	1) Empresas de capital aberto possuem mais crédito, linhas de Longo Prazo e <i>spreads</i> menores?	2) Principais obstáculos à expansão do crédito local	3) Empresas de menor porte que abrem o capital também se beneficiam?	4) Vantagens superam as desvantagens na abertura ?
12.Roberto Vidal	Direção/ ING- Sulamerica	Sim	1)Alta taxa de juros e Governo 2)Ambiente Legal 3)Burocracia para obter linhas	Sim. No entanto, o Mercado deve se tornar mais seletivo em momentos de menor liquidez. Empresas de menor porte podem sim se beneficiar desde que tenham bons fundamentos	Sim, sem dúvida
13.Rodrigo Menck	Gerência/ BNP, Citibank	Sim. Percepção de maior confiabilidade passa a existir. Visão melhor da estratégia no longo prazo reflete-se em prazos maiores e menores custos	1)Alta taxa de juros e Governo 2)Ambiente Legal 3)Conjuntura macroeconômica	Não necessariamente. Momento atual é favorável a elas mas em períodos instáveis investidores e bancos buscam " <i>blue chips</i> " (empresas tradicionais)	Potencialmente sim.
14.Sinara Figueiredo	Direção/ Santander, BankBoston	Sim.	1)Alta taxa de juros e Governo 2)Conjuntura macroeconômica 3)Ambiente Legal	Sim	Sim.

Resumidamente em relação às respostas acima, foi constatado o seguinte:

- Apesar da maioria dos entrevistados ter afirmado que existe um aumento da oferta de crédito por terceiros inclusive a prazos mais longos e a custos menores às empresas logo após suas aberturas do capital, não houve unanimidade de respostas a esse respeito. Cerca de 20% dos entrevistados entendem que empresas fechadas como multinacionais, por exemplo, beneficiam-se de taxas e prazos tão atrativos quanto os disponíveis às empresas de capital aberto.
- Novamente, a concorrência com títulos do Governo (e o conseqüente alto nível de taxas de juros a esses títulos atrelada) foi considerada pela maioria (11 dos 14 entrevistados ou 79%) como principal entrave a maior expansão do crédito no país. Sistema judicial deficiente e falta de qualidade das informações prestadas foram os outros 2 fatores mais citados.
- Um aspecto interessante é que os profissionais do Mercado Financeiro defenderam de forma unânime que, mesmo que de menor porte, empresas que fazem esse movimento de abertura são claramente vistas de modo muito mais positivo pelo Mercado e se beneficiam com maior disponibilidade de crédito, menores spreads e prazos mais longos. O Mercado já aceita emissões primárias bem menores (entre USD 150 milhões a USD 200 milhões) e não possui restrições quanto a um setor industrial específico. A maior preocupação é que a empresa tenha bons e sólidos projetos futuros de crescimento e rentabilidade, independentemente de seu tamanho.
- Por fim, outra unanimidade ocorreu. Para esses profissionais, as vantagens de se abrir o capital são bem maiores que as desvantagens.

Como nesse caso os entrevistados citaram mais de um fator como principal obstáculo à expansão do crédito uma vez que a pergunta foi mais aberta em relação a pergunta similar feita às empresas (principais ao invés de principal fator) foi adotado o critério de média ponderada das citações para verificarmos em termos percentuais quais os fatores foram mais vezes mencionados. Assim, o primeiro fator citado pelo entrevistado teve peso 3, o segundo 2 e o terceiro 1. O resultado pode ser verificado a seguir.

Gráfico 9 - Principais fatores que ainda inibem maior volume de crédito no Brasil

O que pode ser constatado do gráfico acima é que, ao contrário da visão das empresas que entendem que o baixo nível de poupança interna é o segundo principal fator para um menor volume de crédito, os profissionais do Mercado apontam que fatores como dificuldade de recuperação dos créditos emprestados devido a um Sistema Judicial ruim bem como a qualidade questionável e muitas vezes precária das informações operacionais e financeiras que a eles são disponibilizadas pelas empresas dificultam bastante a aprovação de maiores linhas a custos mais atrativos a essas empresas durante os comitês de crédito internos dos bancos. Para esses profissionais, outros fatores como ambiente macroeconômico instável por exemplo, são mais relevantes para escassez do crédito do que o baixo nível de poupança.

As considerações, de modo consolidado, sobre todos resultados acima obtidos pelas pesquisas realizadas com as empresas e os profissionais do mercado financeiro foram sumarizadas na próxima seção.

4- CONSIDERAÇÕES FINAIS

Através da análise das Demonstrações Contábeis das 18 empresas enunciadas e de informações adicionais com elas obtidas por telefone bem como opiniões de profissionais do Mercado Financeiro, verificamos que, de modo geral, a abertura do capital dessas empresas levou não só a uma redução do nível do custo dos financiamentos cobrados por terceiros mas também a uma expansão da disponibilidade de recursos.

O custo médio ponderado do capital dessas empresas também torna-se menor quando comparado ao ano anterior as aberturas. Independentemente da melhoria macroeconômica que ocorre durante o período de análise das empresas, o entendimento majoritário das companhias analisadas é que, somente o fato delas terem se lançado no mercado, ou seja, aberto o capital e emitido ações, já as beneficiaria de qualquer forma, mesmo que o cenário macroeconômico não tivesse sido favorável.

Profissionais do Mercado Financeiro tiveram entendimento semelhante quando indagados sobre o tema já que a maior transparência de informações e estratégias demandadas às empresas listadas em Bolsa de Valores já provêem aos bancos maior conforto no momento da concessão de empréstimos. As empresas pesquisadas defenderam na totalidade que, as vantagens de tal movimento superaram as desvantagens.

A análise somente das Demonstrações Contábeis no entanto, foi inconclusiva em relação à expansão dos prazos de pagamento de endividamento após a abertura de capital. Isso porque muitas das empresas que o fizeram entenderam que os recursos eram mais baratos do que os do endividamento bancário que possuíam optando por quitar grande parte do volume desse endividamento existente mantendo-o apenas no curto prazo para necessidades de fluxo de caixa diárias.

Por outro lado, a totalidade das empresas contatadas por telefone confirmou que após a abertura do capital, houve uma expansão dos prazos médios de financiamento. Além disso,

85% delas ainda entendem que tal expansão ocorreria mesmo se não tivesse havido uma sensível melhoria do setor macroeconômico, o que mitiga questionamentos nesta linha, ou seja, que relacionem a expansão do crédito somente a uma melhora de condições macroeconômicas de um país. Essa mesma percepção das empresas analisadas foi confirmada por profissionais do Mercado Financeiro entrevistados.

A tabela abaixo resume os resultados de alguns dos principais pontos abordados ao longo do trabalho e verificados junto às empresas e seus Demonstrativos Contábeis bem como com profissionais do Mercado Financeiro.

Tabela 21 - Resumo dos resultados da pesquisa

Questão levantada/ Resultado majoritário	Demonstrativos Contábeis	Empresas questionadas	Profissionais Mercado Financeiro questionados
Ocorre redução de spreads e expansão do crédito após abertura?	SIM	SIM	SIM
Ocorre aumento de linhas de longo prazo?	NÃO	SIM	SIM
Principal obstáculo a expansão do crédito	N/D	GOVERNO	GOVERNO
Vantagens superam as desvantagens após a abertura ?	APARENTEMENTE SIM	SIM	SIM
Empresas de menor porte que abriram (abrem) o capital também se beneficiaram (ou beneficiam)?	SIM (das empresas que abriram o capital no período analisado, a maioria possui porte inferior às já tradicionalmente listadas)	SIM	SIM

Como já mencionado, segundo as empresas e profissionais pesquisados, as vantagens superam as desvantagens o que mostra que no Brasil, um país com ambientes econômico e político relativamente ainda instáveis, Teorias tradicionais de estrutura de capitais nem sempre são automaticamente 100% aplicáveis. O mercado de capitais é portanto um

importante instrumento de acesso não só a recursos menos onerosos e fartos mas também ao mercado de crédito.

Empresas como o Submarino, por exemplo, apesar de praticamente não possuir mais nenhum endividamento em seus Demonstrativos Contábeis recentes confirmou que, o volume de linhas bem como os prazos disponíveis de financiamento são significativamente maiores hoje do que anteriormente a abertura. A estratégia da empresa foi a de quitar o endividamento bancário existente utilizando recursos financeiros mais baratos obtidos com a oferta pública inicial de ações (*IPO- Initial Public Offering*).

A Gol, por exemplo, chega a quantificar tal expansão em 4 vezes entre o trimestre anterior a abertura e seu último Demonstrativo Contábil disponível. Além disso, a empresa conseguiu redução significativa do seu custo de endividamento no 2 trimestre de 2006 quando, após 2 anos após sua abertura de capital conseguiu realizar uma emissão de USD 200 milhões de dívida na forma de bônus perpétuo (equivalente agora a quase 70% de seu financiamento bancário excluindo leasing de aeronaves). Desse modo, seu custo total de endividamento reduziu-se significativamente e passou a ser inferior a 10% a.a. A Cosan, empresa do setor agrícola (açúcar/ álcool) fez movimento semelhante e em 10 de fevereiro de 2006 emitiu bônus perpétuos no mercado internacional no montante de USD 450 milhões a juros de 8,25% aa, fazendo com que seu custo de endividamento total caísse para menos de 12% aa.

Um dos pontos de maior questionamento do estudo apresentado poderia ser o relacionado ao da condição macroeconômica favorável tanto externa como local que pode ter beneficiado a redução dos custos de financiamento e possibilitado maior oferta de crédito verificados através da análise dos Demonstrativos Contábeis dessas empresas entre 2002-2005. Esse é um fato que, no entanto, é parcialmente verdade.

Como primeiro contraponto a essa premissa, constatou-se a convicção em sua maioria tanto das empresas como dos profissionais do Mercado Financeiro pesquisados de que tais melhorias ocorreriam sim após a abertura do capital, mesmo que de um modo menos intenso. A opinião de que informações de maior qualidade e transparentes prestadas de forma confiável abordando o posicionamento estratégico futuro da empresa listada reflete automaticamente

em um maior conforto dos bancos na concessão de créditos a esses tomadores, ampliando não só o volume de linhas mas prazos de pagamentos e redução de custos.

O segundo e relevante contraponto observado refere-se a uma das 18 empresas analisadas: a Renar Maçãs, comercializadora de maçãs. A empresa que foi a menor das empresas analisadas a abrir o capital no período (faturamento líquido de R\$ 49 milhões e ativos totais de R\$ 62 milhões em 2005) atestou que, mesmo com o cenário de seu setor de atuação (agronegócio) totalmente desfavorável no período de sua abertura de capital ela obteve claros benefícios tanto em termos de ampliação das linhas de crédito como alongamento das mesmas associados a reduzidos *spreads*.

Esses fatores demonstram que mesmo empresas de menor porte tendem a se beneficiar também após a abertura do capital. Esse movimento continua intenso. Segundo dados da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) até 30 de Setembro de 2006, aconteceu um volume expressivo de emissões primárias e secundárias de ações no Mercado brasileiro. A tabela abaixo demonstra essa evolução:

Tabela 22 - Emissões totais de ações entre Jan.2006-Set.2006 x período 2002-2005

	Número de ofertas	Volume total – R\$ x milhão
2002-2005	63	28.381
2006 (até Set)	44	21.442
Total	107	49.823

Fonte: CVM, 2006

As emissões primárias e secundárias do período Jan.2006-Set-2006 já representam mais de 70% do número de ofertas bem como volume total de emissões das emissões ocorridas nos últimos 4 anos (Jan.2002-Dez.2005). Além disso, o movimento de empresas de menor porte que tem buscado esse Mercado ratifica de modo geral as idéias defendidas nesse estudo.

Entre as empresas que fizeram ofertas públicas iniciais de ações no ano de 2006 estavam a construtora Gafisa (oferta inicial de R\$ 480 milhões), a empresa de TV a Cabo TOTVS (oferta inicial de R\$ 284 milhões), livraria Saraiva (oferta inicial de R\$ 66 milhões),

construtora Abyara (oferta inicial R\$ 188 milhões), empresa de planos de saúde Medial Saúde (oferta inicial de BRL 474 milhões), entre outros.

Dessa forma, mesmo empresas de menor porte como a livraria Saraiva com faturamento líquido em torno de R\$ 450 milhões e ativos totais de R\$ 300 milhões acessaram com sucesso o mercado de capitais e possivelmente devem ter se beneficiado em contrapartida como nos casos estudados nessa pesquisa de maior volume de crédito, prazos de pagamento mais extensos e redução de *spreads*.

Como discutido ao longo do trabalho, as restrições de crédito das instituições financeiras aos setores privados brasileiro e de outros países de economias dito emergentes são resultado de diversas fraquezas e volatilidades macroeconômicas dos países da região, tendo sido as principais delas apontadas, analisadas e ratificadas pelas empresas e profissionais do Mercado Financeiro pesquisados.

É importante ressaltarmos no entanto que o Brasil realizou progressos significativos nos últimos anos. As reformas financeiras realizadas durante os anos de 1990 introduziram maior estabilidade e confiabilidade ao Sistema Financeiro Nacional melhorando a qualidade dos bancos cujo número de instituições foi reduzido significativamente. Nesse aspecto, ao menos no Brasil, a qualidade das instituições financeiras remanescentes não deve representar mais um obstáculo ao crescimento da intermediação financeira.

As melhorias econômicas implementadas no Brasil nos últimos anos (disciplina fiscal, inflação controlada) têm também contribuído na redução dos *spreads* dos empréstimos (indexadores básicos como TJLP, CDI tem diminuído desde 2003). O setor público, no entanto, continua tendo um papel de suma importância no processo de expansão do crédito ao setor privado. A eliminação de déficits fiscais orçamentários (hoje bastante reduzidos mas ainda próximos a 3% do PIB) já seria o primeiro passo para que recursos de instituições financeiras fossem direcionados ao setor privado e não a compra de títulos públicos.

Adicionalmente, o encorajamento da população a formação de poupança a longo prazo é um dos principais instrumentos para a contrapartida de linhas de financiamento também de longo prazo a serem oferecidas pelos bancos. A criação dos planos de aposentadoria PGBL e

VGBL após 2002 têm contribuído nesse sentido para que a população comece a realizar poupança no longo prazo. Evoluções também verificadas após 2005 com a nova Lei de Falências que possibilita aos credores a recuperação judicial de seus créditos de modo mais ágil também deve ser outro importante ponto a contribuir para uma melhoria na disponibilidade de crédito ao setor privado. Por fim, uma revisão das regras atuais em relação ao tipo de Demonstrativo Contábil e informações mínimas operacionais que devessem ser elaboradas por empresas não listadas em Bolsa de Valores colaborariam muito para um maior conforto das instituições financeiras na concessão de crédito ao setor privado de modo geral.

Dessa forma, foi constatado ao longo do estudo que a abertura do capital no Brasil serve também como valioso instrumento de maior acesso ao mercado de crédito possibilitando empresas que o fazem – mesmo que essas empresas tenham um porte reduzido – a se beneficiarem de linhas de financiamento de prazos maiores a custos reduzidos quando comparadas a empresas similares de capital fechado.

Esse fato demonstra que modelos tradicionais de estrutura de capitais em finanças como o do *Pecking Order* que defende que as empresas devem buscar o mercado de capitais apenas como última alternativa para financiarem seus investimentos não são necessariamente sempre válidos a todos os mercados e empresas, principalmente em países emergentes como o Brasil onde os custos de captação de recursos obtidos pela emissão de ações e posteriormente de linhas de financiamento no mercado de crédito são bastante atrativos.

No estudo foi verificado quase que de maneira unânime também entre empresas e profissionais do Mercado Financeiro que as vantagens da abertura de capital são muito maiores que as desvantagens e que tal movimento deveria ser adotado por um maior número de empresas.

Assim, com base nos elementos colocados ao longo do trabalho e resultados obtidos, espera-se que outras empresas, mesmo que de menor porte, busquem cada vez mais, através da abertura de seu capital, os benefícios advindos desse fato, não só diretos (expansão de linhas de crédito disponíveis, redução dos spreads, valorização do valor da empresa, entre outros citados) mas também indiretos como, por exemplo, o maior reconhecimento da qualidade da empresa por parte de investidores e mercado financeiro em geral (bancos, credores).

A criação de um mercado de capitais maior e mais forte com certeza traria claros benefícios às empresas e ao país onde elas se situam, acirrando a competição entre investidores e instituições financeiras (mercado de crédito em geral) na concessão de maior volume de recursos a custos atrativos competindo com os recursos obtidos no mercado de capitais, consolidando por fim, ambos os mercados.

O movimento de abertura de capital na Bolsa de Valores de São Paulo intensificado principalmente a partir do ano de 2004 como verificamos na introdução desse estudo pode, portanto, estar relacionado também a uma nova visão do empresariado local determinado a expandir não só os mercados consumidores dos produtos e serviços de suas empresas mas também como uma forma de expansão dos volumes de crédito dessas companhias a custos muito mais atrativos uma vez que, através desse movimento, esses tomadores de recursos passam a disponibilizar um maior número de informações de qualidade ao Mercado, incluindo estratégia futura, e como contrapartida, passam a ser melhores vistos e analisados pelos investidores de modo geral.

Esses pontos foram ratificados pelas pesquisas no estudo desenvolvidas.

Entre algumas outras linhas de pesquisa que poderiam dar continuidade ao presente trabalho podem-se enunciar as seguintes:

- ✓ uma pesquisa comparativa a essa que abordasse a evolução do custo de capital, expansão do crédito e de linhas de longo prazo de empresas fechadas neste mesmo período. Nesse caso o maior desafio seria o de obter as Demonstrações Contábeis dessas empresas.
- ✓ A continuidade desse mesmo estudo buscando identificar se outras vantagens após a abertura de capital como o possível aumento do valor de mercado das companhias realmente ocorrem. Além disso, quais trocas de informações entre administradores e Mercado Financeiro beneficiam o planejamento dessas empresas. Isso realmente ocorre ?
- ✓ Outra alternativa de continuidade para a presente pesquisa seria a análise do custo médio ponderado do capital das empresas aqui analisadas em relação a

rentabilidade de suas atividades e se estas estão criando ou destruindo valor nos anos logo após a abertura de seus capitais segundo o conceito de EVA (ou *Economic Value Added*) criado pela Stern Stewart & Co. na década de 1990. Ela é uma medida de desempenho operacional que difere em relação a outras, pois, os acionistas cobram seus lucros e rentabilidade em cima do custo de todo o capital empregado por uma determinada empresa, incluindo capital próprio e de terceiros.

5- REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALDRIGHI, D. M., MAZZER NETO, R. Ownership and control in Brazilian limited liability companies. **Revista de Economia Política.**, Abr./Jun 2005, vol.25, no.2, p.115-137

ALTMAN, E. A further empirical investigation of the bankruptcy question. **Journal of Finance**, Vol. 39, No. 9, pp. 1069-1089, 1984

ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços – um enfoque econômico financeiro**. 7ed. São Paulo: Atlas, 2002

BAKER, M.; WURGLER, J. Market timing and capital structure. **Journal of Finance**, 2002 – Disponível em: <<http://www.blackwellpublishing.com>>. Acesso em 10.Mar.2006

BARBACHAN, J. S. F.; FONSECA, M. M. Concentração bancária brasileira: uma análise microeconômica. **Ibmec Business School**. São Paulo: Março, 2004

BARBOSA, G.; GÓES, T. Crédito e financiamento no Brasil. **Revista Conjuntura e Planejamento**, Univesidade Federal da Bahia, SEI, n.126, p.28-34, Salvador, Novembro, 2004.

BARCELOS, L. C. **Determinantes do acesso ao crédito empresarial no Brasil: teoria e evidências empíricas**. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Campus São Paulo, 2002

BECKER, J. General proof of Modigliani-Miller propositions I and II using parameter-preference theory. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, vol. 13, n.1, Mar. 1978

BREALEY, R. A.; MYERS, S.C. **Principles of corporate finance**. 7ed. New York: McGraw-Hill/ Irwin, 2003

BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. **Financial management – theory and practice**. 9th ed. Orlando-FL-USA: Dryden Press, 1999

BRIGHAM, E. F.; WESTON, J. F. **Fundamentos da administração financeira**. 10ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2004

BRITO, R. D.; LIMA, M. R.. A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: o caso do Brasil. **RBE – Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, Abr/ Jun, 2005

BURLINGHAM, B. **Small Giants – companies that choose to be great instead of big**. 1st ed. New York-USA: Portfolio Press, 2006

CANTILLO, M.; WRIGHT, J. **How do firms choose their lenders? An empirical investigation review of financial studies**. NBER n. 13, 2000. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com>. Acesso em 10.Out.2006.

CARROLL, C.D.; WEIL D.N.. Savings and growth. A reinterpretation. **NBER Working Paper** 4470, 1993. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com>. Acesso em 10.Out.2006.

CARVALHO, A. G. Lei de falência, acesso ao crédito empresarial e taxas de juros no Brasil. **Anais Febrabam**. São Paulo: Maio, 2003

CHARCHAT, G. E... **A triste história das aberturas de capital no Brasil**. Dissertação. (Mestrado em Mercado Primário de Ações/ Mercado de Capitais.) – Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ-COPPEAD, Rio de Janeiro, 2000.

COPELAND, T.; WESTON, F. **Financial theory and corporate policy**. 3 ed. Massachusetts: Addison-Wesley Publishing Company, 1992

COSTA, C. P. **Padrões de financiamento de longo prazo: um estudo da experiência brasileira**. Monografia apresentada a Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Campus São Paulo, 2003.

CRONQVIST, H.; NILSSON, M. Agency costs of controlling minority shareholders. **Working Paper Series in Economics and Finance** No. 364, 2003. Disponível em SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=338162. Acesso em Setembro, 20, 2006

CRUZ, André Pires da. **Impactos de fatores condicionantes aos volumes de crédito**. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Campus São Paulo, 2004

DEANGELO, H.; MARSULIS, R. W. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. **Journal of Financial Economics**, Madeson, v. 8, p. 3-29, 1980.

DEMIRGUÇ-KUNT, A.; CAPRIO, G. The role of long term finance: theory and evidence. **The World Bank Economic Review**, Feb,1997. Disponível em: <http://worldbank.com>. Acesso em 31.Ago.2005.

DEMIRGUÇ-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. Law, finance and firm growth. **Journal of Finance**, v.53, n.6, Dez,1998

_____. Funding growth in bank-based and market-based financial systems: evidence from firm level data. **The World Bank Economic Review**, 2001. Disponível em <http://worldbank.com>. Acesso em 31.Ago.2005.

DENIS, D. J.; MIHOV, V. T. The choice among bank debt, non-bank private debt and public debt: evidence from new corporate borrowings. **Journal of Financial Economics**, v.3, 2003

DIAMOND, D. Monitoring and reputation: the choice between bank loans and directly placed debt. **Journal of Political Economy**, Vol. 99, No. 4, Aug., 1991, pp. 689-721

DONALDSON, G., Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity. **Harvard Business School division of research**, 1961

DORNBUSCH, R; FISHER, S. **Macroeconomia**. São Paulo: Makron Books, 1991

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, corporation finance and theory of investment. **American Economic Review**, v.XLIX, n.4, 1959

EID JUNIOR, W; MATSUO, A. K. Influência de fatores macroeconômicos nas emissões primárias do mercado brasileiro. **In: Encontro Nacional de Pós Graduação e Pesquisa em Administração**, XVIII, Curitiba, 2004. *Anais eletrônicos ...* Curitiba: ENAMPAD, 2004. 1 CD-ROM

FACHIN, O. **Fundamentos de Metodologia**. São Paulo: Saraiva, 2001.

FAHRI, M. Crédito, mercado de capitais e perspectivas de crescimento. **Política Econômica em Foco**. Campinas: Unicamp, n.2, Mai-Ago 2003

FAMA, E. F., Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, n.25, 1970

FAMA, E. F., FRENCH, K. R.. The Cross-Section of Expected Stock Returns. **Journal of Finance**, Vol. 47, No. 2, Jun., 1992

_____. Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt. **CRSP Working Paper** No. 506, 2000. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=199431>>. Acesso 20.Set.2006

_____. The capital asset pricing model: theory and evidence. **Journal of Economic Perspectives**, 2004

FAMÁ, R.; BARROS, L., SILVEIRA, A.. A estrutura de capital é relevante? Novas evidências a partir de dados norte-americanos e latino-americanos. **Caderno de pesquisas em administração**. v8, n.08, São Paulo: abril/ junho, 2001

FAMÁ, R.; GRAVA, J.W.. Teoria da estrutura de capital. As discussões persistem. **Caderno de pesquisas em administração**. v1, n11, São Paulo: janeiro/março, 2000. Disponível em <<http://www.ead.fea.usp.br/cad-pesq/index.htm>>

FRANK, M. Z., GOYAL, V. K. Trade-off and pecking order theories of debt. **NBER Working Paper**, Fevereiro, 2005. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=670543>. Acesso em 20.Set.2006

FULGHIERI, P.; SUOMINEN, M. Does bad corporate governance lead to too little competition?. **University of Zurich Working paper**, 2005. Disponível em <<http://www.blackwellpublishing.com>>. Acesso em 1.Out.2006

GOLDFAJN, I.; HENNINGS K.; MORI H. Brazil's financial system: resilience to shocks, no currency substitution, but struggling to promote growth. **Stanford University Working Paper Series**, n.170, 2003. Disponível em: <<http://scid.stanford.edu/pdf/credpr170.pdf>>. Acesso em 1.Ago.2006

HARRIS, M.; RAVIV, A.. The theory of capital structure. **Journal of Finance**. v.46, March, 1991

HAUSLER, G. Global financial stability report. **International Monetary Fund Report**, September, 2005. Disponível em <<http://www.imf.org>>. Acesso em 15.Out.2005.

JENSEN, M.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. Lausanne, v. 3, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. **American Economic Review**, v.76, May, 1986

KAYO, E. K. **A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas**. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, FEA-USP, Campus São Paulo, 2002

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate Governance, investor protection and performance in emerging markets. – **World Bank Economic Review**, 2002. Disponível: <http://www1.fee.uva.nl/fm/Conference/Budapest%20Corporate%20Governance/1_multipart_xF8FF_2_CLSA_final.pdf>. Acesso em 1.Out.2006.

LAKATOS, E. M; MARCONI, M. A. **Metodologia científica**. 4ed. São Paulo: Atlas, 2004

LA PORTA, R.; LOPEZ-De-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R. Legal determinants of external finance. **Journal of Finance**, v.52, n3, , p.1131-1150, 1997

_____. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v.54, p.717-738, 1998

LEAL, R.P.C.; COSTA Jr, N. C. A.; LEMGRUBER, E. F. (Organizadores). **Finanças Corporativas**. São Paulo: Atlas, 2001

LEARY, M. T.; ROBERTS, M. R. The pecking order, debt capacity, and information asymmetry. **NBER Working Paper**, Fevereiro, 2006. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=555805>>. Acesso 1.Ago.2006

LELAND, H. E.; PYLE, D. H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. **Journal of Finance**, Vol. 32, No. 2, May, 1977

LEMMON, M. L.; ZENDER, J. F. Debt capacity and tests of capital structure theories. Washington, DC Meetings, **AFA**, 2003. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=334780>. Acesso 1.Ago.2006

MARKOWITZ, H.M. Portfolio selection. **Journal of Finance**, v.7, p.77-91, Mar.1952.

MILLER, M. H. Debt and taxes. **The Journal of Finance**. v.XXXII, n.2., 1977.

MINAYO, M. C. S. **O desafio do conhecimento – Pesquisa qualitativa em saúde**. 9ed. São Paulo: Hucitec, 2006.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment. **American Economic Review**, v.48, p.261-297, 1958

_____. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: reply. **American Economic Review**, Vol. 49, No. 4, 1959

_____. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **American Economic Review**, v.53, 1963

MODIGLIANI, F. Debt, dividend policy, taxes, inflation and market valuation. **Journal of Finance**, Vol. 37, No. 2, Papers and Proceedings of the Fortieth Annual Meeting of the American Finance Association, Washington, D.C., May, 1982

MORAES, E. G. **Determinantes da estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2005

MOTTA, F. C. P.; VASCONCELOS, I. F. G. **Teoria geral da administração**. 2ed. São Paulo: Thomson Pioneira, 2002

MYERS, S. C.. Determinants of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, p.147-176, Nov.1977

_____. The capital structure puzzle. **Journal of Finance**, v.39, n.3, July, 1984

MYERS, S. C., MAJLUF, N.S. Corporate financing and investment decisions when firms have informations that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v.13, 1984

NAKANE, M.; MUINHOS, M. Comparing equilibrium real of interest rates. **Working paper Series** v.101 – Banco Central do Brasil. Brasília: Março, 2006. Disponível em <<http://www.bacen.gov.br>>. Acesso em 1.Setembro.2006

PAPPAS, J. L., HAUGEN, R. A.. Equilibrium in the pricing of capital assets, risk-bearing debt instruments, and the question of optimal capital structure. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 6, No. 3, Jun., 1971

PEIXE, F. C. D. **Novo mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa**. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Campus São Paulo, 2003

PEROBELLI, F. FAMÁ, R.. Determinantes da estrutura de capital: Aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, n.37, 2002

PEROBELLI, F.. Determinantes da estrutura de capital: o que guia empresas Latino-Americanas na decisão de endividamento versus capital próprio?. **Discussion paper** of Regional Economics Applications Laboratory of University of Illinois, 2003. Disponível em: www.uiuc.edu/unit/real. Acesso em 10.Jul.2006

PINHEIRO, A. C. Judicial system performance and economic development. **Ensaio BNDES**, n2, 1996.

PINHEIRO, A. C.; CABRAL, C.. Mercado de crédito no Brasil: o papel do judiciário e outras instituições. **Ensaio BNDES**, n9, 1998.

PROCIANOY, J. L.; SCHNORRENBERGER, A. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 58, n. 1, 2004.

ROLL, R. A critique of the asset pricing theory's tests. **Journal of Financial Economics**, Mar.1977.

ROSS, S. A. The determination of financial structure: the incentive-signaling approach. **The Bell Journal of Economics**, Spring, n. 8, p.23-40, 1977.

_____, WESTERFIELD, R. W., JAFFE, J. **Administração financeira – Corporate finance**. 2ed. São Paulo: Atlas, 2002

RUBINSTEIN, M. E.. A mean-variance synthesis of corporate financial theory. **Journal of Finance**, Vol. 28, No. 1 (Mar., 1973), pp. 167-181

SANTOS, J. O.. **Análise de crédito – empresas e pessoas físicas**. 2ed. São Paulo: Atlas, 2003

SCHRICKEL, W. K. **Análise de credito - concessão e gerência de empréstimos**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2000

SECURATO, J. R. **Crédito- análise e avaliação do risco**. 1ed. São Paulo: Saint Paul Institute, 2002

SHARPE, S.A. Asymmetric information, bank lending and implicit contracts: a stylized model of customer relationships. **Journal of Finance**, 45, 1990.

SILVA, D. B. R. **O impacto de requerimentos de capital na oferta de crédito bancário no Brasil.** Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Campus São Paulo, 2005

SIQUEIRA LIMA, I.; ANDREZO, A. F. **Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais.** São Paulo: Pioneira, 1999

SOLOW, R. **A contribution to the theory of economic growth.** The Quarterly Journal of Economics, n.70, 1956

STIGLITZ, J. E. **A re-examination of the Modigliani-Miller theorem.** American Economic Review, n.59, 1969

STULTZ, R. **Managerial discretion and optimal financing policies.** Journal of Financial Economics, v.26, 1990

TERRA, P. R. S. **Determinants of corporate debt maturity in Latin América.** In: Encontro Nacional de Pós Graduação e Pesquisa em Administração, XVIII, Curitiba, 2004. *Anais eletrônicos ...* Curitiba: ENAMPAD, 2004. 1 CD-ROM

TITMAN S.; WESSELS R. **The determinants of capital structure choice.** Journal of Finance, Vol. 43, No. 1 , Mar., 1988

TITMAN, S. **The Modigliani and Miller Theorem and market efficiency.** NBER working paper n. 8641, 2001. Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w8641>>. Acesso em 1.Out.2006

TITMAN, S.; TWITE, G.; FAN, J.. **An international comparison of capital structure and debt market choice.** 2003. Disponível em SSRN: <http://www.papers.ssrn.com/sol3 /papers.cfm?abstract_id=423483>. Acesso em 15.Set.2006

WATSON, R., WILSSON, N. **Small and médium size enterprise financing: a note on some of the empirical implications of a Pecking Order.** Journal of Business & Accounting, vol. 29, 2002

WEISS, L. A. **Bankruptcy resolution: direct costs and violation of priority claims.** Journal of Financial Economics, v.27, 1990

ZANI, J. **Estrutura de capital: restrição financeira e sensibilidade do endividamento em relação ao colateral.** Dissertação (Mestrado em Administração) – Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2005