



Universidade de Brasília

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciências da Informação e Documentação

Departamento de Administração

KAREN DE REZENDE MACHADO

**Análise das mudanças na estrutura de capital de grandes  
empresas brasileiras de 2000 a 2009**

Brasília – DF

2011

KAREN DE REZENDE MACHADO

**Análise das mudanças na estrutura de capital de grandes empresas brasileiras de 2000 a 2009**

Projeto de monografia apresentado ao Departamento de Administração como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Administração, na modalidade à distância, pela Universidade de Brasília (UnB).

Professor Supervisor Dr. José Carneiro

Professor Tutor Wolney Resende de Oliveira

Brasília – DF

2011

Machado, Karen de Rezende.

Análise das mudanças na estrutura de capital de grandes empresas brasileiras de 2000 a 2009 / Karen de Rezende Machado – Brasília, 2011

40 f. : il.

Monografia (bacharelado) – Universidade de Brasília, Departamento de Administração - EaD, 2011.

Orientador: Mestre Riezo Almeida, Departamento de Administração.

1. Estrutura de Capital. 2. Endividamento. 3. Fontes de financiamento para grandes empresas. 4. Ofertas Públicas de Ações.

**KAREN DE REZENDE MACHADO**

**Análise das mudanças na estrutura de capital de grandes  
empresas brasileiras de 2000 a 2009**

A Comissão Examinadora, abaixo identificada, aprova o Trabalho de Conclusão  
do Curso de Administração da Universidade de Brasília da aluna

**Karen de Rezende Machado**

Prof. Wolney Resende de Oliveira

Professor-Orientador

Professor-Examinador

Professor-Examinador

Brasília, 11 de junho de 2011.

## RESUMO

O mercado de capitais brasileiro experimentou, na última década, uma intensa movimentação, com crescimento exponencial do número de investidores, das empresas listadas em bolsa de valores e das ofertas de ações. Nesse cenário, as ofertas de ações tornaram-se uma alternativa de financiamento cada vez mais popular para grandes empresas. Este trabalho procurou entender como as ofertas públicas primárias e secundárias de ações, no período de 2000 a 2009, influenciaram a estrutura de capital de grandes empresas. Para isso, foram analisados os índices de endividamento de 12 empresas não financeiras com os maiores valores de mercado em dezembro de 2009, que estivessem listadas na Bolsa de Valores de São Paulo antes de 2000. Observou-se uma tendência de queda no índice entre 2003 e 2007 – período no qual a Bolsa de Valores de São Paulo registrou excelente desempenho. Essa queda foi interrompida em 2008, com a crise financeira mundial, que provocou grande aversão ao risco no mundo todo. Buscou-se, ainda, identificar possíveis razões que tenham levado as empresas a optar por essa alternativa de financiamento. Foram analisados o balanço patrimonial dessas empresas, as ofertas públicas realizadas e os fatos relevantes publicados nos anos das ofertas e nos anos imediatamente posteriores. Por meio da análise desses fatos relevantes publicados nos anos das ofertas ou em anos imediatamente posteriores, observou-se que a maioria das ofertas de ações foi seguida de operações de aquisição e/ou incorporação, motivo, pelo qual, não houve grande impacto no índice de endividamento dessas empresas, já que os novos recursos foram rapidamente consumidos nessas operações.

Palavras-chave: 1. Estrutura de Capital. 2. Endividamento. 3. Fontes de financiamento para grandes empresas. 4. Ofertas Públicas de Ações.

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>6</b>
1.1. Formulação do problema .....	6
1.2. Objetivo Geral .....	6
1.3. Objetivos Específicos .....	6
1.4. Justificativa .....	7
<b>2. REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>8</b>
2.1. A economia brasileira no período de 2000 a 2009 .....	8
2.2. O mercado de capitais brasileiro .....	13
2.3. Fontes de financiamento para empresas e formação da estrutura de capital .....	17
2.4. O mercado de capitais como alternativa de financiamento para o setor produtivo ....	18
<b>3. MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA.....</b>	<b>21</b>
3.1. Tipos de Pesquisa .....	21
3.2. Amostra .....	22
3.3. Procedimentos de coleta e análise de dados .....	24
<b>4. RESULTADOS E DISCUSSÃO .....</b>	<b>26</b>
4.1. Índice de endividamento e correlações.....	26
4.2. Ofertas Públicas .....	29
4.3. Fatos Relevantes .....	31
<b>4. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES .....</b>	<b>34</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>36</b>

## **1. INTRODUÇÃO**

Na última década, o Brasil viveu um período de crescimento e estabilidade econômica que impactou positivamente o risco-país, atraindo grande volume de capitais estrangeiros, propiciou a expansão, a modernização e a internacionalização das empresas brasileiras e estimulou a criação de poupança interna. Nesse cenário, em especial entre 2003 e 2008, grandes e médias empresas passaram a buscar a bolsa de valores como alternativa de financiamento em ofertas públicas primárias e secundárias de ações, mudando o perfil de sua estrutura de capital.

### **1.1. Formulação do problema**

Nesse sentido, esta pesquisa pretende responder à seguinte indagação: como a busca pelo financiamento por meio da bolsa de valores alterou a estrutura de capital das grandes e médias empresas brasileiras no período de 2000 a 2009?

### **1.2. Objetivo Geral**

Determinar e analisar a evolução da relação entre capital próprio e capital de terceiros de grandes empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) no período de 2000 a 2009.

### **1.3. Objetivos Específicos**

- a) Identificar eventuais mudanças na estrutura de capital de grandes empresas na última década, no que diz respeito à participação de capital próprio e de terceiros;
- b) Verificar se há relação entre o índice de endividamento de grandes empresas com a taxa Selic e o índice Ibovespa;
- c) Identificar as razões que levaram a procura do financiamento por meio da bolsa de valores de São Paulo no período de 2000 a 2009.

#### **1.4. Justificativa**

O crescimento, o amadurecimento e a estabilização da economia brasileira nas últimas décadas ampliaram as fontes de obtenção de recursos para o setor produtivo, provocando, assim, mudanças na estrutura de capital das grandes corporações. Na década de 2000, em especial no período de 2003 a 2008, muitas empresas recorreram ao mercado de capitais como fonte de financiamento, por meio de ofertas públicas primárias e secundárias de ações. Tais mudanças influenciaram a capacidade de investimento e ampliação do parque de produção, o retorno aos sócios e acionistas e, até mesmo, os modelos de governança dessas empresas.

Por isso, o estudo das alterações na forma de captação de recursos e na consequente formação da estrutura de capital é importante para que o administrador possa entender melhor a capacidade de investimento da empresa, o relacionamento com acionistas e sócios, a relação entre fontes de capital e movimentos corporativos estratégicos e a própria organização da empresa em termos de políticas e práticas.

Para a sociedade, esse entendimento também é importante, em especial, no que diz respeito à formação bruta de capital fixo e à geração de emprego e renda, na medida em que a estrutura de capital de uma empresa contribui para explicar seu desempenho e seus projetos de investimento.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1. A economia brasileira no período de 2000 a 2009

A economia brasileira do início da década de 2000 se caracterizou por momentos de incertezas como reflexo das crises externas na Ásia (1997), na Rússia (1998) e na Argentina (2001), que pressionaram o mercado de câmbio, o crescimento da economia e, sobretudo, o custo de capital. Além disso, o cenário foi impactado, ainda, pelas incertezas geradas pela sucessão presidencial de 2002, com a ascensão do governo do Partido dos Trabalhadores (PT) que gerou, em especial, grande aversão ao risco no mercado.

Para Campos, o “período foi caracterizado por grande volatilidade no fluxo de capital externo e o Brasil sofreu grande impacto nos momentos de crises com impacto especial na Bolsa de Valores e no ingresso de capitais para investimentos” (2008, p.28).

A partir de 2003, no entanto, o cenário econômico brasileiro tornou-se mais favorável. Segundo o Relatório de Estabilidade Econômica do Banco Central (Bacen), de novembro de 2003 (BACEN, 2003, p.13),

O primeiro semestre de 2003 caracterizou-se pela reafirmação da credibilidade da política econômica e pela melhoria das expectativas que haviam se deteriorado no semestre anterior. O compromisso inequívoco com a austeridade fiscal e a prioridade no combate à inflação, bem como o envio ao Congresso Nacional dos projetos de reforma da Previdência Social e do Sistema Tributário Nacional dissiparam as incertezas remanescentes quanto à condução da política econômica pelo novo governo.

Os resultados da consistência das políticas foram a queda de mais de 500 p.b. no risco-país, o fortalecimento do real, a redução do cupom cambial, a consolidação do processo de controle da inflação, com convergência das expectativas para as metas anunciadas, as quedas expressivas na estrutura e termo de taxas de juros e a valorização das ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

Na edição do relatório de maio de 2004, o Bacen destaca o cenário favorável para a entrada de capital estrangeiros nos mercados emergentes (BACEN, 2004), em função da

aversão ao risco por parte dos investidores internacionais somada ao aumento da liquidez global. Essa liquidez é apontada como fruto da manutenção, pelo Federal Reserve (Fed), da política monetária acomodatória ao longo do segundo semestre de 2003, estimularam o aumento das aplicações nos países emergentes.

Especificamente sobre a economia brasileira, destaca (BACEN, 2004, p.15):

O quadro de ampla liquidez internacional e as avaliações positivas quanto à política econômica adotada no Brasil e suas perspectivas permitiram o aumento do fluxo de capitais e a recuperação no ingresso de investimentos estrangeiros diretos.

Assim, a partir de 2003 o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) registrou sucessivas altas até 2008, quando se deflagrou a Crise Financeira Internacional, em função do mercado *subprime* norte-americano, impactando negativamente as bolsas do mundo todo.

No Relatório de Estabilidade Financeira de maio de 2009, o Banco Central descreve o período da crise da seguinte forma (BACEN, 2009, p.15):

A partir de meados de setembro de 2008, na sequência da concordata de um importante banco de investimento norte-americano, os mercados financeiros internacionais depararam-se com uma forte pressão. O dólar norte-americano valorizou-se fortemente frente a diversas moedas, importantes índices representativos das bolsas de valores de várias economias sofreram perdas elevadas; e os *spreads* de crédito bancário, corporativo e soberano atingiram patamares bastante altos, sinalizando forte retração do crédito. A volatilidade tanto no mercado acionário quanto no mercado de divisas atingiu níveis bastante elevados. A intensificação da crise financeira levou a novas intervenções dos governos e bancos centrais ao redor do mundo. A deterioração das perspectivas de crescimento econômico nas maiores economias desenvolvidas e os efeitos das restrições de crédito internacional sobre os países emergentes, em especial os da Europa Central e do Leste, intensificaram a interação negativa entre a atividade econômica e o sistema financeiro.

[...]

A constatação de que as economias dos Estados Unidos da América (EUA), da Área do Euro e do Reino Unido estavam, de fato, se contraindo e que a duração dessa nova fase do ciclo econômico poderia ser maior do que anteriormente previsto exigiu, por parte dos bancos centrais dessas economias, postura mais agressiva no combate à crise de crédito.

Sobre os efeitos da crise na economia doméstica, o relatório (BACEN, 2009) destaca que com o aumento das incertezas no cenário internacional e com a queda no preço das commodities, a trajetória do nível de atividade e de produção de bens de capital apresentou significativa contração no último trimestre do ano. O agravamento dessa crise refletiu-se em significativo aumento da volatilidade no mercado de juros e de câmbio, com desvalorização expressiva da moeda brasileira nos meses de setembro e outubro.

Ao longo do segundo semestre de 2009, foi possível perceber melhor os reais efeitos da crise financeira mundial no País e no mundo, diminuindo a aversão ao risco e as incertezas por parte dos investidores, o que garantiu uma retomada parcial da estabilidade em muitas economias.

O Relatório de Estabilidade Financeira do Bacen de abril de 2010 avalia os impactos desse cenário na economia brasileira (BACEN, 2010, p.24).

Ao longo do segundo semestre de 2009, a melhora na evolução da economia mundial refletiu-se em menor aversão a risco nos mercados internacionais, o que favoreceu o ingresso de recursos no Brasil e contribuiu para a apreciação do real e para o bom desempenho dos mercados de capitais e, nos oito meses findos em fevereiro de 2010, o Ibovespa acumulou valorização de 40% em dólar.

[...]

As medidas de estímulo adotadas pelo governo para fazer frente à crise começaram a ser gradativamente revertidas em função da expansão da demanda interna e da melhora no desempenho econômico no segundo semestre.

Abaixo, apresentamos uma síntese de dados da economia brasileira que mostram o cenário macroeconômico do período de 2000 a 2009.

O risco-país mostrou tendência de queda a partir de 2003 até 2007, elevando-se novamente durante a crise financeira mundial. O mesmo movimento pode ser observado, em diferentes escalas, na cotação do dólar, na figura 2, e na Taxa SELIC, figura 3 – principal indexador do crédito no País.

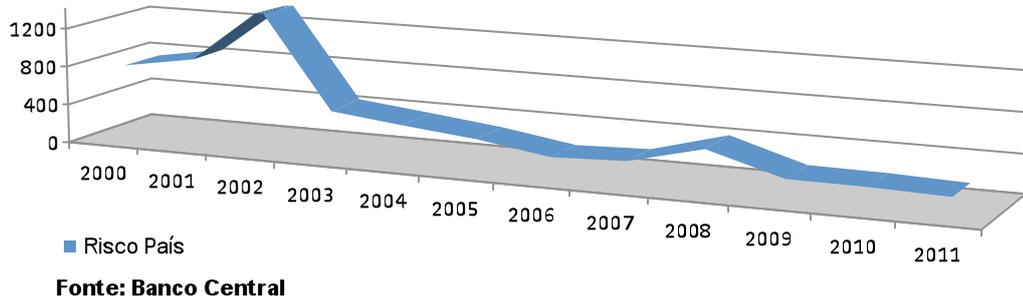


Figura 1 – Risco País

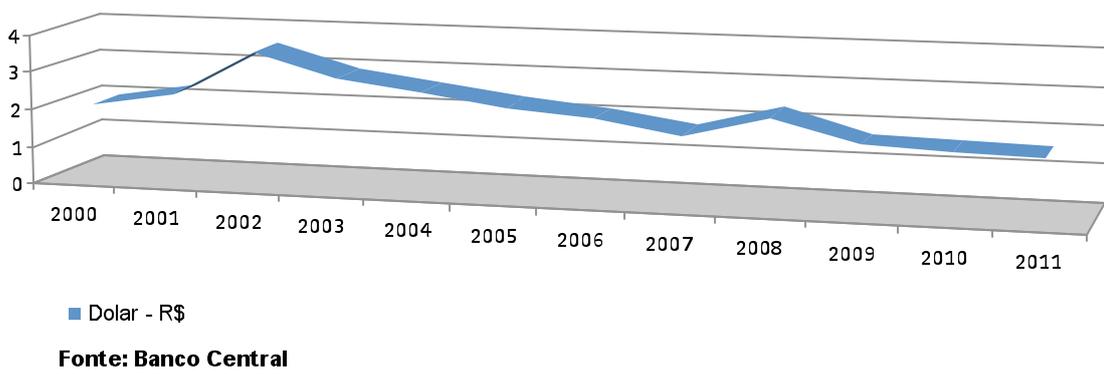


Figura 2 – Dólar (em R\$)

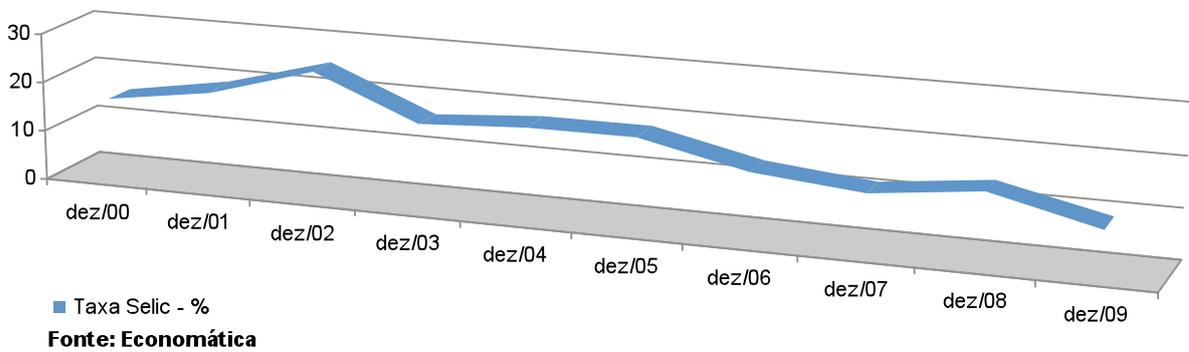
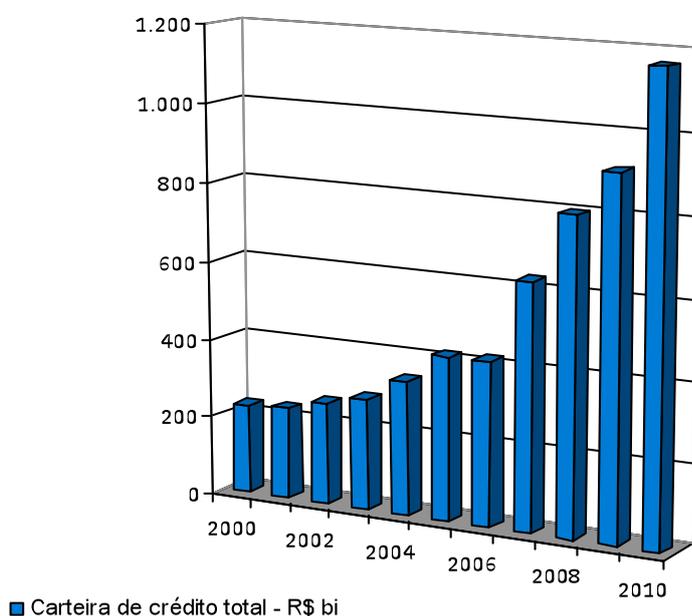


Figura 3 – Taxa SELIC (%)

Com a Taxa SELIC em queda, a carteira de crédito do Sistema Financeiro Nacional cresceu vigorosamente no período, como observado no gráfico da figura 4.

A Taxa SELIC é originada das taxas de juros efetivamente praticadas no mercado. A SELIC é um importante indicador do custo dos empréstimos no país.

Segundo o Banco Central, a SELIC pode ser 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” (BACEN, 2011).



**Fonte: Banco Central**

Figura 4 – Volume de Crédito do Sistema Financeiro Nacional – R\$ bi

Neste cenário de crescimento e confiança no País, a Bovespa também apresentou desempenho crescente até 2007, antes da crise financeira mundial, com o Ibovespa em sucessivas altas.

O Ibovespa pode ser definido como

o valor atual, em moeda corrente, de uma carteira teórica de ações constituída em 02/01/1968 (valor-base: 100 pontos), a partir de uma aplicação hipotética. Supõe-se não ter sido efetuado nenhum investimento adicional desde então, considerando-se somente os ajustes efetuados em decorrência da distribuição de

proventos pelas empresas emissoras (tais como reinversão de dividendos recebidos e do valor apurado com a venda de direitos de subscrição, e manutenção em carteira das ações recebidas em bonificação). Dessa forma, o índice reflete não apenas as variações dos preços das ações, mas também o impacto da distribuição dos proventos, sendo considerado um indicador que avalia o retorno total de suas ações componentes (BM&FBOVESPA, 2011).

O Ibovespa é o índice mais importante da bolsa de valores brasileira e retrata o comportamento dos principais papéis negociados na BM&FBovespa.

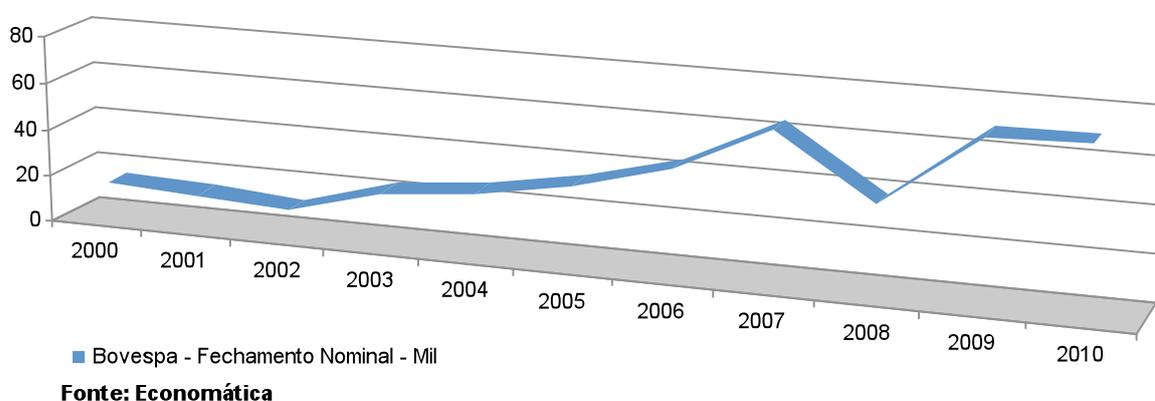


Figura 5 – Fechamento nominal da Bovespa (mil)

## 2.2. O mercado de capitais brasileiro

De acordo com o guia “Introdução ao mercado de capitais”, da BM&FBovespa (2010b, p.13),

O mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários que visa proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. É constituído pelas bolsas, corretoras e outras instituições financeiras autorizadas.

As bolsas são os locais que oferecem condições e sistemas adequados para a compra e venda de ativos de forma transparente. Além disso, orientam e fiscalizam os serviços de

intermediários, facilitam a divulgação periódica de informações sobre as empresas listadas e sobre os negócios realizados sob seu controle. Dessa forma, garantem liquidez às aplicações de médio e longo prazo por meio de seus pregões diários.

As corretoras são instituições financeiras credenciadas e habilitadas a negociar valores mobiliários em pregão, intermediando a execução de ordens e operações dos investidores nas bolsas.

Os principais instrumentos negociados no mercado de capitais são os títulos representativos do capital de empresas (ações) ou de empréstimos tomados, via mercado, por empresas (debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e *commercial papers*). Além disso, também fazem parte do mercado os certificados de depósitos de ações, derivativos e negociações com direitos e recibos de subscrição de valores mobiliários.

Para Nóbrega *et al.* (2000), a principal função do mercado financeiro é aproximar os dois agentes: o poupador, que tem excesso de recursos, porém não quer ou não tem oportunidade de investi-los diretamente em atividades produtivas; e o tomador, que não tem recursos acumulados e precisa investir.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é uma autarquia especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, criada pela Lei 6.385, de 07/12/76, com a responsabilidade de disciplinar, fiscalizar e promover o mercado de capitais brasileiro (BM&F BOVESPA, 2010b).

No Brasil, os ativos do mercado de capitais são negociados na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&F BOVESPA), criada em maio de 2008 com a integração da Bolsa de Mercadorias & Futuros e da Bovespa Holding, formando uma das maiores bolsas do mundo em valor de mercado. A BM&F BOVESPA acompanha todos os aspectos envolvidos nas transações, assegurando o cumprimento dos negócios realizados. Atualmente, todas as operações são realizadas via pregão eletrônico.

### **2.3. Fontes de financiamento para empresas e formação da estrutura de capital**

Segundo Assaf Neto (2002, p.23), “no desenvolvimento das atividades operacionais, as empresas suprem suas necessidades financeiras retendo lucros e efetuando captações no mercado financeiro”. Em outras palavras, para se manter ativa, a empresa precisa de capital.

O termo capital denota fundos de longo prazo de uma empresa (GITMAN, 1997). Com

exceção dos passivos circulantes, todos os itens do passivo (lado direito do balanço patrimonial) são fontes de capital de longo prazo. Assaf Neto (1998, p.36) afirma que “na consecução de suas atividades, as empresas utilizam duas fontes de recursos: recursos próprios e recursos de terceiros.

Para Ross, Westerfield e Jaffe (2002), é função do administrador financeiro levantar recursos para investimentos de longo prazo, encontrando o equilíbrio adequado entre capital de terceiros e capital próprio. Essas decisões se refletirão na estrutura de capital da empresa, influenciarão o valor de seus ativos, bem como sua capacidade de produção e investimento.

Por isso, Weston e Brigham (2000) afirmam que as empresas buscam explorar a melhor combinação de capital próprio e de terceiros, estabelecendo uma estrutura-meta de capital cujo *mix* de financiamento maximize os resultados de seus sócios ou acionistas. Para tanto, é importante entender a relação da fonte de recursos com risco, retorno e valor.

Também para Myers (1984), as empresas devem encontrar um ponto em que seja possível maximizar a relação entre capital próprio e de terceiros. O pensamento ficou conhecido como *Static Trade-off Theory*. Nesse sentido, os administradores financeiros devem aumentar o endividamento até o ponto em que o valor dos benefícios fiscais resultantes de juros adicionais seja compensado pelos custos adicionais de uma possível dificuldade financeira. Ou seja, para Myers não existe um ponto fixo ideal de *mix* de capital, e sim pontos ideais para determinados momentos. Para o autor, as empresas com ativos seguros devem operar com alto endividamento e as empresas com ativos menos rentáveis com baixo nível de dívidas.

O pensamento de Myers (1984) mostra-se bastante atual, uma vez que não há consenso na literatura ou no mercado sobre o *mix* ideal de capital de terceiros e próprio. Na verdade, o que se observa é que cada empresa de acordo com sua atividade, projetos de expansão, porte e, até mesmo, cultura organizacional apresenta seu próprio ponto ideal de endividamento e, por isso, decisões financeiras muito particulares. Os bancos, por exemplo, pela natureza de seu negócio – intermediação financeira – apresentam elevado índice de endividamento.

Sobre isso, Assaf Neto (2002, p.38) afirma:

... as decisões financeiras devem estabelecer a atratividade econômica da empresa promovendo sua continuidade e valorização. O retorno dos investimentos realizados deve, no mínimo, satisfazer as expectativas de remuneração dos proprietários de capital (credores e acionistas) de maneira a viabilizar economicamente a empresa.

Além disso, esse ponto ideal de equilíbrio entre capital próprio e de terceiros pode variar de acordo com mudanças nos cenários macro e microeconômicos.

O capital de terceiros inclui qualquer tipo de fundos de longo prazo, originados em empréstimos. Denomina-se alavancagem financeira a “participação de recursos de terceiros na estrutura de capital da empresa” (ASSAF NETO, 1998: 124).

Sobre recursos de terceiros, Assaf Neto (1998, p.37) afirma:

Os recursos de terceiros são originados de fontes externas, mais especificamente do mercado financeiro, podendo assumir a modalidade de empréstimos e financiamentos, descontos de duplicatas, repasses de recursos internos e em moeda estrangeira, colocação de debêntures etc. Deve ser notada, ainda, a existência de determinados passivos (basicamente de curto prazo) que não são provenientes de instituições financeiras, tais como créditos concedidos por fornecedores, contribuições e encargos sociais e impostos a recolher etc. denominados de passivos de funcionamento.

O custo do capital de terceiros é, em geral, menor do que as demais fontes de financiamento, sobretudo em função dos riscos das operações. De acordo com a legislação brasileira vigente, os credores têm direito prioritário sobre os lucros ou ativos existentes para pagamentos, inclusive sobrepondo-se ao direito de remuneração dos acionistas, seu risco é menor. Além disso, o pagamento de juros é despesa dedutível para fins de imposto de renda, reduzindo o custo da operação e fazendo com que o custo do capital de terceiros seja menor. Modigliani e Miller (1958) acreditam que, quanto maior a alavancagem da empresa, menor o montante de impostos pagos para um mesmo lucro antes de impostos (LAIR), evidenciando o benefício fiscal do endividamento. Por fim, quando da realização de um empréstimo, a instituição financeira já tem uma expectativa formalizada de recebimento das prestações, calculada com base em estudo da capacidade de pagamento da empresa. Mais um fator que mitiga os riscos do não recebimento.

Por outro lado, Baxter (1967), Warner (1977) e Altman (1984) apontam os custos de falência como o efeito negativo do endividamento, na medida em que as taxas de juros cobradas nos empréstimos aumentam proporcionalmente à participação de capital de terceiros na estrutura de capital de uma companhia.

Sobre a pertinência do uso de capital de terceiros, Assaf Neto (2002, p.194) pondera:

Em princípio, pode-se admitir que interessa o endividamento sempre que seu custo for menor que o retorno produzido pela aplicação desses recursos. Nessa situação em que o retorno do investimento do capital emprestado excede a seu custo de captação, a diferença positiva encontrada promove uma elevação mais que proporcional nos resultados líquidos dos proprietários, alavancando a rentabilidade.

Em situação inversa, quando a empresa toma emprestado a um custo superior a taxa de retorno que pode aplicar esses recursos, o proprietário cobre esse resultado desfavorável mediante seus resultados líquidos, onerando sua taxa de retorno.

Já o capital próprio consiste em recursos de longo prazo fornecidos pelos proprietários da empresa, os sócios ou acionistas. Para Assaf Neto (2002, p.36), “Os recursos próprios de uma empresa são os provenientes do capital subscrito e integralizado pelos sócios e dos lucros retidos”. Ao contrário dos empréstimos, cujo reembolso acontece em uma data definida, espera-se que o capital próprio permaneça na empresa por um período indefinido. Diferentemente da tomada de capital de terceiros, neste modelo, a remuneração do capital não é pré-determinada, dependerá do resultado do negócio e será realizada por meio de dividendos, juro sobre capital próprio e valorização das ações.

Na opinião de Assaf Neto (2002, p.38),

...ao investir seus recursos em determinada empresa, os acionistas exigem (esperam) determinado retorno pelo investimento de risco de maneira a remunerar o capital aplicado. Esse percentual de retorno sobre o capital investido requerido pelos acionistas reflete o custo dos recursos próprios da empresa.

[...]

Por apresentar risco maior, o acionista costuma exigir retorno maior pelo capital investido. Em verdade, quando a empresa se financia mediante recursos de terceiros (empréstimos, financiamentos etc), há um prazo de resgate e uma remuneração previamente estabelecidos, condições estas portadoras de uma garantia preferencial a qualquer distribuição de lucros aos acionistas. Enquanto a remuneração dos recursos de terceiros constitui-se em obrigação contratual prévia e formalmente convencionada, os rendimentos devidos aos proprietários são dependentes do desempenho da empresa. Em momento de retração (ou fracasso) dos negócios, a remuneração do capital próprio é normalmente comprometida pela necessidade de caixa da empresa, mantendo-se inalterados os desembolsos dos encargos dos credores.

Segundo a Teoria de *Pecking-Order* de Myers (1980), as empresas preferem usar recursos próprios a recursos de terceiros, priorizando o financiamento por lucros retidos, seguido de dívida e ações como último recurso.

O financiamento via mercado de capitais, em ofertas primárias ou secundárias de ações, é uma forma de acesso a recursos de longo prazo, geralmente com foco em viabilizar projetos de investimentos, promover o crescimento e a modernização das atividades e possibilitar operações de reestruturação de capital.

Opler e Titman (1994) afirmam que mudanças nos preços das ações incentivam alterações na estrutura de capital. Quando os ativos estão valorizados, as empresas emitem ações, alterando sua estrutura de capital.

O argumento de Opler e Titman (1994) mostra-se bastante pertinente sobretudo, quando nos debruçamos sobre os períodos de crise no mercado. Na mais recente, por exemplo, a crise do *subprime* (2008), o mercado de capitais brasileiro que registrava recordes anuais sequenciais de ofertas públicas, experimentou um período de congelamento em função, também, da queda do preço dos ativos. Muitas empresas cujos pedidos de registro de ofertas públicas já encontravam-se na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) cancelaram a emissão.

Para Cavalcanti e Misumi (2001), a captação de recursos pela oferta pública de ações é uma alternativa aos financiamentos bancários que viabiliza o acesso a recursos, no país e no exterior, para o financiamento de projetos de expansão e modernização, mudança de escala, diversificação de negócios e a reestruturação dos passivos financeiros.

Modigliani e Miller (1958) acreditam que a política de dividendos de uma empresa é fator importante na determinação do preço de seus papéis.

De fato, as empresas com maior *payout* apresentam, no geral, maior valorização se comparadas aos *players* do segmento. Entretanto, os autores se esquecem de mencionar a importância, também, da liquidez das ações, ou seja a facilidade que o investidor tem de transformar os papéis de uma empresa em moeda corrente – fator diretamente relacionado ao preço do ativo.

#### **2.4. O mercado de capitais como alternativa de financiamento para o setor produtivo**

Zingales (1995) apresentou uma das primeiras teorias formais que explica a decisão de uma empresa de fazer uma *Initial Public Offer* (IPO). Para ele, essa decisão constitui-se em uma oportunidade para o empreendedor vender a empresa e se beneficiar de parte da variação do fluxo de caixa futuro.

O modelo de Zingales (1995) peca ao não considerar outros fatores que levam uma empresa a ir à público, como demanda por recursos para financiar projetos e a necessidade de diversificação de risco.

A visão da BM&FBovespa (2010a), apresentada em seu *site*, é mais completa:

As empresas de capital aberto utilizam-se da Bolsa para captar recursos dos investidores com o objetivo de financiar seus projetos de investimento e se tornarem mais competitivas. Isso é essencial nos dias de hoje, já que o ambiente empresarial exige que os investimentos em modernização, atualização e pesquisa e desenvolvimento de novos produtos e processos sejam contínuos.

Em sua página na Internet, a BM&FBovespa (2010a) destaca cinco principais razões para se listar em bolsa: maior acesso a capital, liquidez patrimonial, ações como pagamento em aquisições, referencial de avaliação do negócio e melhora da imagem institucional.

O maior acesso a capital é importante, em especial, na necessidade de se financiar projetos de investimento. A bolsa, nesse caso, é uma alternativa ao financiamento por meio de recursos gerados pelo negócio – que limita os projetos da empresa aos recursos que ela é capaz de gerar naquele momento – e de capital de terceiros, por meio de dívida (empréstimos bancários, emissão de dívidas e securitização de recebíveis) – que aumenta a vulnerabilidade da empresa ao cenário econômico e a expõe a maior nível de risco. No caso de dívida, a empresa pode enfrentar ainda a escassez de recursos de longo prazo em função do perfil de seu negócio ou projeto, considerando que muitos bancos e fundos de investimento têm limites definidos de exposição ao risco por macrossetor.

O aumento da liquidez patrimonial refere-se a possibilidade de empreendedores e seus sócios transformarem, a qualquer tempo, as ações de tesouraria em dinheiro, por meio da venda em bolsa de valores.

Em transações de aquisições e incorporações, as ações podem ser usadas como forma de pagamento, criando alternativa para falta de disponibilidade de recursos líquidos e eliminando a necessidade de descapitalizar a empresa.

A listagem em bolsa cria, ainda, um referencial sobre o valor do negócio, a partir do valor das ações da empresa, que apontam a percepção de valor presente e futuro do investidor. Além disso, o desempenho das ações é importante ferramenta gerencial para avaliar a percepção do mercado acerca de estratégias corporativas (as boas, por exemplo, elevam o preço da ação).

Por fim, segundo a BM&F Bovespa (2009), uma empresa de capital aberto tem mais projeção e reconhecimento de seus públicos. “Isso acontece porque ela passa a ganhar visibilidade, ser regularmente mencionada na mídia e acompanhada pela comunidade financeira” (BM&F BOVESPA, 2009, p.10).

De fato, até mesmo por exigência legal e, também por tornar-se referência de mercado, a empresa de capital aberto goza de mais visibilidade nos meios de comunicação tradicionais. Como são obrigadas a dar publicidade a seus dados financeiros e patrimoniais, em função da Lei 4.004/76, estão sempre presentes na mídia e geralmente são usadas como parâmetros do setor.

Souza (2003) também destaca, como vantagens, a liquidez patrimonial (maior flexibilidade estratégica) e o fortalecimento da imagem institucional, e acrescenta: ampliação da base de captação de recursos, reestruturações societárias e aceleração da profissionalização.

Outros autores procuraram mensurar os motivos da procura do mercado de capitais a partir de modelos empíricos. Destacamos os trabalhos de Pagano (1998), sobre o mercado italiano, Boehmer e Ljungqvist (2004), sobre o mercado alemão; Kim e Weisbach (2008), com uma perspectiva mundial; Pannemans (2002), sobre o mercado belga, e Brau e Fawcett (2006), Brau, Ryan e DeGraw (2006), sobre o mercado norte-americano.

Pagano (1998) afirma que há uma redução no custo de capital em função de variáveis como alavancagem, lucratividade e tamanho da empresa. No entanto, essa redução, controlando as variáveis citadas, é apenas marginal. Nesse sentido, o autor acredita ser possível, também, aumentar o valor da empresa para uma futura venda.

Brau e Fawcett (2006) relacionam a busca do mercado de capitais como fonte de moeda corrente para uso em futuras aquisições e de recursos para projetos de investimentos.

Ainda na literatura estrangeira, mencionem-se Chemmanur e Fughieri (1999) que apontam as operações de bolsa de valores como alternativa para financiar projetos de investimentos quando o custo da emissão é menor do que o *spread* exigido pelo investidor privado.

Por fim, alguns autores estrangeiros, como Ritter and Welch (2002), Choe, Masulis e Nanda (1993), relacionam a busca pelo mercado de capitais com o cenário econômico. Para eles, em um cenário de exuberância no mercado (como foi de 2003 a 2008, no Brasil), as empresas ficam mais propensas a fazer ofertas públicas. O inverso também é verdade: num cenário em que poucas empresas fazem emissões, as empresas evitam o mercado.

### 3. MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA

#### 3.1 TIPOS DE PESQUISA

Este trabalho pode ser dividido em duas fases de pesquisa, classificadas de acordo com seus objetivos. A primeira, de acordo com Gil (2007, p.41), pode ser classificada como uma pesquisa exploratória, pois tem por objetivo “proporcionar maior familiaridade com o problema”, bem como “o aprimoramento de idéias ou a descoberta de intuições”.

A segunda fase do trabalho consistiu em uma pesquisa explicativa que, segundo Gil (2007, p.42), tem como preocupação central “identificar os fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência dos fenômenos”.

No que tange aos procedimentos técnicos adotados, a pesquisa desenvolvida pode ser classificada como bibliográfica, documental e estudo de caso. Segundo Gil (2007, p.43), a importância de se estabelecer também uma classificação a partir de procedimentos reside no fato de que “para analisar os fatos do ponto de vista empírico, para confrontar a visão teórica com os dados da realidade, torna-se necessário traçar um modelo conceitual e operativo da pesquisa”.

A pesquisa exploratória foi realizada por meio de levantamento bibliográfico e pesquisa documental acerca do tema estudado.

A pesquisa bibliográfica foi desenvolvida com base em material já elaborado, constituído principalmente de livros e artigos científicos. Esse trabalho é fundamental para a elaboração do referencial teórico e para delimitação dos objetivos.

Sobre a importância da pesquisa bibliográfica Gil (2007, p.45) afirma:

A principal vantagem da pesquisa bibliográfica reside no fato de permitir ao investigador a cobertura de uma gama de fenômenos muito mais ampla do que aquela que poderia pesquisar diretamente.

A pesquisa bibliográfica envolve as seguintes etapas: escolha do tema; levantamento bibliográfico preliminar; formulação do problema; elaboração do plano provisório de assunto;

busca das fontes; leitura do material; fichamento; organização lógica do assunto; e redação do texto (GIL, 2007).

Já a pesquisa documental vale-se de “materiais que não receberam ainda um tratamento analítico, ou que ainda podem ser reelaborados de acordo com os objetos da pesquisa” (GIL, 2007, p.45).

A pesquisa documental abrange as seguintes etapas: determinação dos objetivos; elaboração do plano de trabalho; identificação das fontes; localização das fontes e obtenção do material; tratamento de dados; confecção das fichas e redação do trabalho; e construção lógica e redação do trabalho (GIL, 2007).

A pesquisa explicativa foi feita por meio de levantamento, que consiste na obtenção de informações de amostra significativa e no seu posterior tratamento e análise quantitativa (GIL, 2007).

### **3.2 Amostra**

Sobre a escolha da amostra, Gil (2007, p.51) afirma:

Na maioria dos levantamentos, não são pesquisados todos os integrantes de uma população estudada. Antes seleciona-se, mediante procedimentos estatísticos, uma amostra significativa de todo o universo, que é tomada como objeto de identificação. As conclusões obtidas com base nessa amostra são projetadas para a totalidade do universo.

O levantamento foi realizado a partir de uma amostra de doze companhias abertas não-financeiras listadas na Bovespa antes de 2000 e que apresentaram maior valor de mercado em dezembro 2009.

Optou-se por eliminar as empresas financeiras (bancos, *holdings* de empresas financeiras, etc.) uma vez que essas instituições possuem um padrão de alavancagem diferenciado, considerando que seu principal negócio é a intermediação financeira.

Além disso, para conservar a comparabilidade da amostra, as empresas cuja listagem em bolsa aconteceu após 2000 foram eliminadas, já que não seria possível encontrar dados financeiros públicos dessas empresas.

Sobre a escolha de casos, Gil (2007, p.139) afirma:

Os estudos de caso podem ser constituídos tanto de um único quanto de múltiplos casos.

[...]

De modo geral, considera-se que a utilização de múltiplos casos proporciona evidências inseridas em diferentes contextos, concorrendo para a elaboração de uma pesquisa de melhor qualidade.

Dessa forma, chegou-se à seguinte amostra, grifada em amarelo no quadro abaixo. As empresas destacadas na cor vermelha foram eliminadas por serem instituições de natureza financeira. As empresas em azul foram eliminadas por terem sido listadas na Bolsa de Valores de São Paulo após 2000. OGX Petróleo abriu capital na BMF&Bovespa em 2006, JBS e Redecard em 2007 e Cielo em 2009.

Quadro 1 – Amostra da pesquisa

R\$ mil	
Empresa	Valor de Mercado <sup>1</sup>
Petrobras	347.084.650
Vale	243.203.602
ItauUnibanco	154.410.754
Bradesco	103.287.044
Ambev	98.213.284
Santander BR	92.046.540
Banco do Brasil	76.290.691
OGX Petróleo	55.267.270
Itausa	54.569.188
CSN	40.823.160
Eletrobras	40.100.342
Gerdau	37.941.907
BMF Bovespa	24.558.387
Usiminas	24.553.501
JBS	21.654.846
Vivo	21.599.693
Telesp	20.878.479
Cielo	20.866.266
BRF Foods	19.736.428
Redecard	19.512.128
Fibria	18.291.579
Souza Cruz	17.656.654

<sup>1</sup> Valor apurado em dezembro de 2009

### 3.3 Procedimentos de coleta e análise de dados

A coleta de dados das empresas selecionadas foi feita a partir das demonstrações contábeis das mesmas, mais especificamente do balanço patrimonial, no período de 2000 a 2009. Foram consideradas apenas as demonstrações contábeis de final de exercício.

Para Assaf Neto (2002, p.58),

O balanço apresenta a posição patrimonial e financeira de uma empresa em dado momento. A informação que esse demonstrativo fornece é totalmente estática e, muito provavelmente, sua estrutura se apresentará relativamente diferente algum tempo após seu encerramento. No entanto, pelas relevantes informações de tendências que podem ser extraídas de seus diversos grupos de contas, o balanço servirá como elemento de partida indispensável para o conhecimento da situação econômica e financeira de uma empresa.

A análise dos dados foi prioritariamente quantitativa, com foco na participação do capital próprio e de terceiros no balanço da empresa. Para verificar possíveis mudanças nessa composição, será calculado o índice de endividamento de cada empresa ao final de cada exercício fiscal.

Segundo Assaf Neto (2002, p.146), “o índice de endividamento é obtido pela relação entre o capital de terceiros e o capital próprio”. Ou seja, é o resultado da divisão do Passivo Total pelo Patrimônio Líquido.

Em outras palavras, o autor explica o significado do índice de endividamento:

[O índice de endividamento] mostra quanto a empresa tomou de empréstimo para cada \$ 1 de capital próprio aplicado. Por exemplo, se o quociente for igual a 0,90, significa que para cada \$1.000 dos acionistas, a empresa assumiu \$ 900 de dívidas. Ou em outras palavras, 90% do capital próprio encontra-se representado por dívidas (ASSAF NETO, 2002, p.147).

A partir do resultado desse levantamento, buscou-se, com apoio da pesquisa bibliográfica e documental atender aos objetivos específicos do trabalho.

Após o cálculo do índice de endividamento, determinou-se a média aritmética anual do endividamento da amostra.

Buscou-se, ainda, determinar a influência da Taxa SELIC e do Ibovespa no índice de endividamento das empresas. Para isso, foi calculado o coeficiente de correlação que mede o grau de associação entre duas variáveis (LEVINE, BERENSON & STEPHAN, 2000). Esse coeficiente é apresentado em uma escala de -1 a +1, valores que indicam, respectivamente, correlação negativa perfeita e correlação positiva perfeita.

Os dois indicadores foram escolhidos em função de sua influência na estrutura de capital da empresa: a SELIC, no capital de terceiros, e o Ibovespa, no capital próprio.

Foram, então, listadas, por meio de pesquisa nos sites da BM&FBovespa e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por ano, as ofertas públicas primárias e secundárias das empresas que compõem a amostra no período de 2000 a 2009.

Uma vez identificado o ano de cada oferta, foram analisados os fatos relevantes das companhias no ano em questão e no subsequente, também tendo como fonte os sites da BM&FBovespa e da CVM, a fim de buscar semelhanças entre os movimentos estratégicos daquelas empresas, que possam envolver o capital obtido nas ofertas.

## 4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

### 4.1 Índice de endividamento e correlações

O índice de endividamento foi calculado com base nas informações patrimoniais dos balanços das empresas selecionadas, em especial, no Passivo Total e no Patrimônio Líquido.

Tabela 1 – Passivo Total

	R\$ milhões									
	Dez/00	dez/01	Dez/02	Dez/03	Dez/04	Dez/05	Dez06	Dez/07	Dez/08	Dez/09
<b>Petrobras</b>	66.954	75.130	97.226	136.185	146.973	183.442	210.441	231.114	292.025	345.448
<b>Vale</b>	23.820	26.394	33.453	37.076	43.454	53.570	122.970	132.841	185.683	175.643
<b>Ambev</b>	8.637	11.025	12.377	14.826	33.000	33.473	35.626	35.458	37.253	40.079
<b>CSN</b>	15.276	13.428	15.429	22.515	24.698	24.441	25.022	27.045	31.491	29.162
<b>Eletrobras</b>	91.116	104.780	121.437	118.709	118.999	120.372	121.814	120.499	137.968	133.741
<b>Gerdau</b>	6.903	9.764	14.459	14.243	18.658	21.871	26.920	41.465	59.030	44.565
<b>Usiminas</b>	12.861	13.725	15.520	15.569	16.976	18.187	18.965	20.686	27.565	25.838
<b>Vivo</b>	6.200	6.869	9.650	13.470	14.128	13.783	17.534	18.083	23.777	22.007
<b>Telesp</b>	19.964	22.813	22.346	20.111	18.740	18.839	18.135	18.915	19.982	20.451
<b>BRF Foods</b>	2.233	2.423	3.007	2.778	2.524	3.631	4.827	6.540	11.215	25.701
<b>Fibria</b>	3.485	5.257	7.342	7.946	7.646	9.550	10.202	11.744	12.794	28.314
<b>Souza Cruz</b>	2.277	2.181	2.967	3.136	3.341	3.872	3.924	3.233	3.612	3.815

Fonte:  
Economática

Tabela 2 – Patrimônio Líquido

	R\$ milhões									
	Dez/00	dez/01	Dez/02	Dez/03	Dez/04	Dez/05	Dez06	Dez/07	Dez/08	Dez/09
<b>Petrobras</b>	24.946	28.967	34.325	49.367	62.272	78.785	97.531	113.854	138.365	159.465
<b>Vale</b>	10.566	11.767	12.751	14.940	18.169	24.052	39.099	57.029	96.275	95.737
<b>Ambev</b>	3.077	3.363	4.130	4.308	16.996	19.867	19.268	17.420	17.278	22.017
<b>CSN</b>	5.704	5.118	4.895	7.419	6.655	6.472	6.124	7.542	6.663	5.510
<b>Eletrobras</b>	62.136	64.286	66.551	67.838	69.874	75.715	77.836	79.963	85.618	76.092
<b>Gerdau</b>	2.365	2.686	3.293	4.128	6.074	8.042	9.965	12.713	20.167	18.507
<b>Usiminas</b>	3.473	3.358	3.033	3.999	5.949	8.753	10.418	12.474	15.029	15.814
<b>Vivo</b>	3.857	2.743	4.010	3.393	2.907	4.015	8.372	8.298	8.268	10.191
<b>Telesp</b>	14.464	14.699	14.483	12.269	11.399	10.204	10.610	9.905	10.046	10.057
<b>BRF Foods</b>	555	673	676	763	970	1.223	2.105	3.226	4.111	13.135
<b>Fibria</b>	2.318	2.602	2.796	3.415	3.917	4.162	5.114	5.632	4.132	10.015
<b>Souza Cruz</b>	1.199	1.255	1.502	1.537	1.616	1.651	1.680	1.576	2.128	1.895

Fonte:  
Economática

Para determinar o índice de endividamento, dividiu-se o passivo total das empresas pelo patrimônio líquido, ambos dados com posição de fim de exercício. Dessa forma, chegou-se aos dados apresentados na tabela 3.

Calculou-se, ainda, o índice médio de endividamento anual do conjunto das empresas, por meio de média aritmética.

Tabela 3 – Índice de Endividamento

	%									
	Dez/00	dez/01	Dez/02	Dez/03	Dez/04	Dez/05	Dez06	Dez/07	Dez/08	Dez/09
Petrobras	169%	159%	183%	176%	136%	133%	116%	103%	111%	117%
Vale	126%	124%	162%	148%	139%	123%	215%	133%	93%	84%
Ambev	181%	228%	200%	244%	94%	69%	85%	104%	116%	82%
CSN	168%	162%	215%	204%	271%	278%	309%	259%	373%	429%
Eletrobras	47%	63%	83%	75%	70%	59%	57%	51%	61%	76%
Gerdau	192%	264%	339%	245%	207%	172%	170%	226%	193%	141%
Usiminas	270%	309%	412%	289%	185%	108%	82%	66%	84%	63%
Vivo	61%	151%	141%	297%	386%	243%	110%	118%	188%	116%
Telesp	38%	55%	54%	64%	65%	85%	71%	91%	99%	103%
BRF Foods	303%	260%	345%	264%	160%	197%	129%	103%	173%	96%
Fibria	50%	102%	163%	133%	95%	130%	100%	109%	210%	183%
Souza Cruz	90%	74%	98%	104%	107%	135%	134%	105%	70%	101%
<b>Média</b>	<b>141%</b>	<b>163%</b>	<b>200%</b>	<b>187%</b>	<b>160%</b>	<b>144%</b>	<b>131%</b>	<b>122%</b>	<b>147%</b>	<b>133%</b>

Fonte:  
Economática

Observa-se que no período de 2003 a 2006, há uma tendência de queda do índice de endividamento para a maioria das empresas que compõe a amostra. Essa tendência é evidenciada também na média dos índices de endividamento calculada.

O desempenho sinaliza menor participação de recursos de terceiros no capital das empresas.

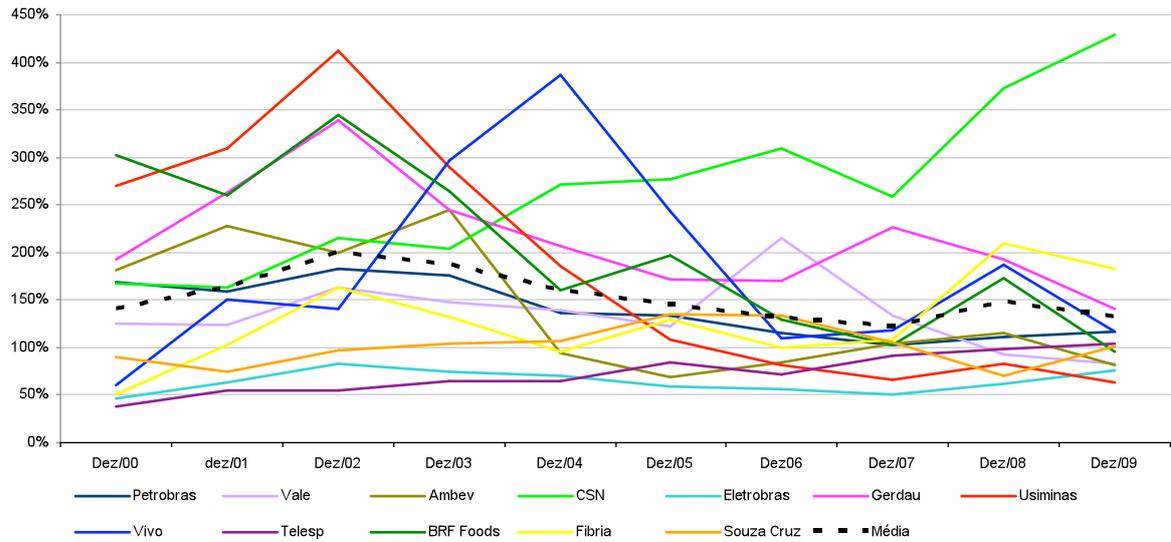


Figura 6 – Índice de Endividamento

Ressalte-se que o Ibovespa registrou desempenho positivo crescente de 2003 a 2007, conforme apresentado no gráfico a seguir.

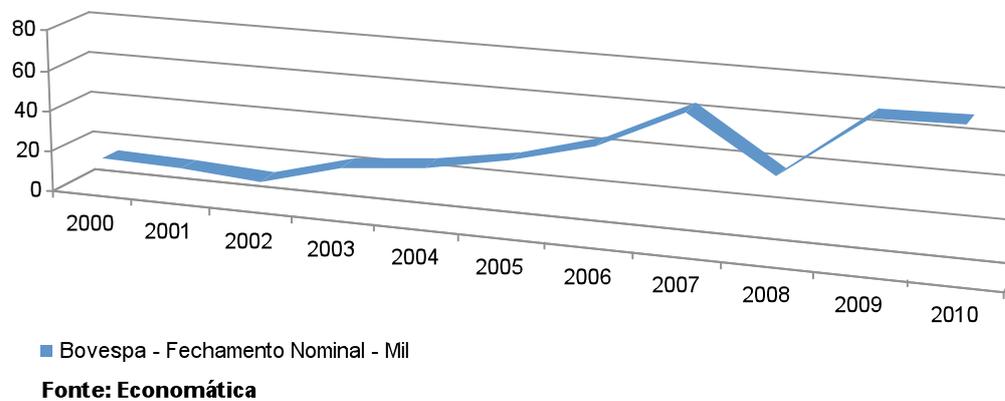


Figura 7 – Fechamento Nominal da Bovespa

Em 2008, ano da crise financeira mundial, o índice de endividamento mostra-se maior do que o registrado em 2007 para 75% da amostra.

O gráfico abaixo mostra a evolução da Taxa SELIC, principal índice de referência para determinação das taxas de empréstimos financeiro, no período de 2000 a 2009.

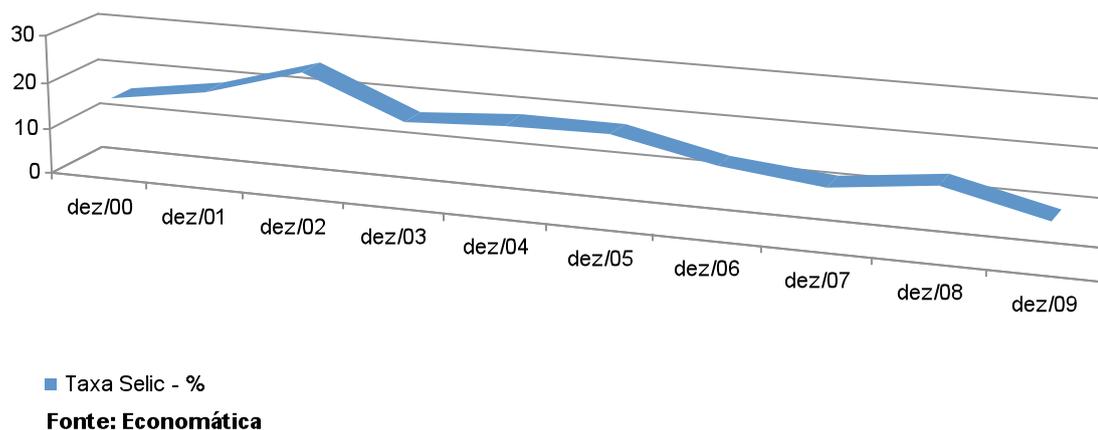


Figura 8 – Taxa SELIC (%)

Com objetivo de determinar a influência desses dois indicadores – Ibovespa e SELIC – nas decisões de financiamento das empresas e conseqüente formação de sua estrutura de capital e de seu índice de endividamento, calculou-se a correlação entre as variáveis citadas e a média anual do índice de endividamento da amostra, com o uso do Microsoft Excel.

O coeficiente de correlação entre o Ibovespa e média do índice de endividamento no grupo no período de 2000 a 2009 foi de -0,74, indicando baixa associação entre as variáveis.

Já o coeficiente de correlação entre a Taxa SELIC e média do índice de endividamento no grupo no período foi de +0,82, indicando forte relação entre as variáveis.

#### 4.2 Ofertas Públicas

Por meio de pesquisa nos sites da Comissão de Valores Mobiliários e da BMF&Bovespa, foram tabuladas as ofertas públicas primárias e secundárias realizadas pelas

empresas que compõem a amostra no período de 2000 a 2009. As ofertas foram assinaladas no quadro a seguir:

Quadro 3 – Ofertas Públicas Primárias e Secundárias de Ações

	Dez/00	dez/01	Dez/02	Dez/03	Dez/04	Dez/05	Dez06	Dez/07	Dez/08	Dez/09	Total
Petrobras		Oferta		Oferta							2
Vale			Oferta						Oferta		2
Ambev						Oferta					1
CSN				Oferta							1
Eletronor		Oferta									1
Gerdau					Oferta				Oferta		2
Usiminas								Oferta			1
Vivo				Oferta	Oferta				Oferta		3
Telesp										Oferta	1
BRF Foods							Oferta		Oferta	Oferta	3
Fibria				Oferta							1
Souza Cruz											0
<b>Operações</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>18</b>

Fontes: BM&FBovespa e CVM

As operações do período somaram 18 ofertas. Conforme mostrado no quadro, apenas uma empresa da amostra não realizou oferta pública nesse período. Ressalte-se que, 50% das ofertas realizadas aconteceram no período de 2003 a 2007, quando a média do índice de endividamento da amostra apresenta queda; e 72% das ofertas aconteceram até 2008, quando se deflagrou a crise financeira mundial, em setembro.

Se, por um lado, a queda da Taxa SELIC neste período contribuía para queda das taxas de juros dos empréstimos praticados por bancos, por outro, também impulsionava o apetite de risco dos investidores, que buscavam melhor remuneração para seu capital no mercado acionário.

No decorrer da pesquisa para identificar ofertas na BM&FBovespa, observou-se que, além das ofertas públicas realizadas no país neste período, muitas empresas também realizaram operações na bolsa americana – New York Stock Exchange (NYSE) – por meio de American Depositary Receipts (ADR). Os dados foram confirmados, ainda, no site oficial da Nyse. Essas operações são apresentadas no quadro abaixo:

Quadro 4 – Emissão de American Depositary Receipts (ADR)

	Dez/00	dez/01	Dez/02	Dez/03	Dez/04	Dez/05	Dez06	Dez/07	Dez/08	Dez/09	Total
Petrobras	ADR	ADR				ADR					3
Vale	ADR		ADR								2
Ambev*											0
CSN								ADR			1
Eletronor									ADR		1
Gerdau			ADR								1
Usiminas						ADR					1
Vivo									ADR		1
Telesp*											0
BRF Foods	ADR						ADR				2
Fibria	ADR									ADR	2
Souza Cruz											0
<b>Operações</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>14</b>

Fontes: CVM e Nyse

Onze empresas da amostra são listadas na NYSE, entretanto, no período apenas nove fizeram emissões. Ambev e Siderurgia Nacional lançaram ADRs em 1997 e Telesp em 1998, mas não fizeram novas emissões no período do estudo.

As emissões de ADRs neste período – em especial de 2003 a 2008 – foram favorecidas pela estabilidade da economia brasileira, conforme apresentado no item 2, Referencial Teórico, deste trabalho, e pelo desempenho do Ibovespa, que aumentou o apetite dos mercados internacionais por papéis brasileiros.

### 4.3 Fatos Relevantes

Na última etapa da pesquisa foram analisados os fatos relevantes registrados no ano das ofertas ou no ano imediatamente posterior, disponíveis no Site da BM&FBovespa e/ou da Comissão de Valores Mobiliários.

Observou-se que grande parte das empresas anunciaram incorporações e/ou aquisições e/ou operações internacionais. A Petrobras, por exemplo, após a oferta de 2001, adquiriu, em 2002, participações detidas pela Petrobras Distribuidora em 13 companhias estaduais de distribuição de gás canalizado SULGÁS, SCGÁS, COMPAGÁS, CEG-RIO, MSGÁS, BAHAGÁS, ALGÁS, EMSERGÁS, COPÉRGÁS, PBGÁS, POTIGÁS, CEGÁS e RONGÁS). Após a oferta de 2003, a companhia comprou ações da Perez Companc S.A (Argentina) no mesmo ano e, em 2004, adquiriu participação na Gasmig e da Agip.

A Vale, por sua vez, no ano seguinte à oferta de 2002, adquiriu a Caemi, a CST, a Mitsui e a Elkem Rana SA. No ano seguinte à oferta de 2008, incorporou suas subsidiárias integrais Sociedade Mineração Estrela do Apolo S.A. e Mineração Vale Corumbá S.A.

A AmBev, após a oferta de 2005, aumentou sua Participação na empresa Quilmes S.A. em 2006.

A CSN, em 2004, comprou a totalidade das ações detidas pela TKS no capital social da GalvaSud S.A.

A Gerdau anunciou, em 2004, ano de oferta, que sua subsidiária Gerdau Ameristeel, na América do Norte, assinou contrato para aquisição dos Ativos da NORTH STAR STEEL,, e no ano seguinte, adquiriu a CORPORACIÓN SIDENOR, S.A. da Espanha. Em 2008, ano de outra oferta, adquiriu participação adicional na Sidenor e 28,88% do capital da sociedade Aços Villares S.A.

A Usiminas, no ano de sua oferta, adquiriu o controle integral da ZAMPROGNA e adquiriu a totalidade das cotas representativas do Capital Social das empresas: Mineração J.Mendes Ltda; SOMISA Siderúrgica Oeste de Minas Ltda. e Global Mineração Ltda.

Em 2003, também ano de oferta, a Vivo adquiriu o controle da TCO e no ano subsequente incorporou as ações das sociedades controladas pela TCO.

A BR Foods, em 2006, adquiriu 51% do Capital da Batávia e, em 2007, assinou contrato de aquisição da Plusfood e comprou ações da Eleva.

Esses são apenas alguns exemplos das operações realizadas nos anos em que ocorreram as ofertas ou nos subsequentes. Para não estendermos demais o trabalho, apresentamos, a seguir, quadro resumo dessas operações. As aquisições – parciais e totais –, bem como as incorporações foram agrupadas e segmentadas apenas quanto a territorialidade, em nacionais e internacionais.

Quadro 5 – Operações registradas por meio de fato relevante após ofertas de ações

	Dez/00	dez/01	Dez/02	Dez/03	Dez/04	Dez/05	Dez06	Dez/07	Dez/08	Dez/09	Dez/10
Petrobras		▲	●	▲ ■	■						
Vale			▲ ■	■					▲	◆	
Ambev						▲ ■	▼				
CSN				▲	■						
Eletrobras		▲									
Gerdau					▲ ■	■			▲ ■ ●		
Usiminas								▲	●		
Vivo				▲ ●	▲ ◆				▲ ◆		
Telesp										▲	◆
BRF Foods							▲ ●	●	▲ ●	▲ ◆	
Fibra				▲	●						
Souza Cruz											

▲ Oferta   ● Aquis. Nacional   ■ Aquis. Exterior   ◆ Incorp. Nacional   ▼ Incorp. Exterior

Fontes: BM&Fbovespa e CVM

Essas operações ajudam a explicar a pouca variação do índice de endividamento, apesar das ofertas públicas realizadas no período, uma vez que a capitalização era, na maioria das vezes, seguida de grande saída de recursos para essas operações.

As operações também sugerem o motivo das ofertas: grande necessidade de recursos líquidos por parte das empresas, sem grande impacto negativo em sua estrutura de capital e na capacidade de produção.

## 5. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

O presente trabalho teve por objetivo analisar a evolução da relação entre capital próprio e capital de terceiros (índice de endividamento) das doze maiores empresas brasileiras não-financeiras, listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) antes de 2000, durante o período de 2000 a 2009.

A proposta do trabalho foi elaborada a partir da observação de que, no período supracitado, houve relevante aumento das ofertas públicas de ações no País. Dessa forma, quis-se entender, então, qual foi a influência dessas operações na estrutura de capital das grandes empresas brasileiras.

Da mesma forma, quis-se entender o porquê desse movimento de busca pela bolsa de valores quando, na maioria dos casos, o capital de terceiros apresenta custo menor em relação ao capital próprio, como apontam Modigliani e Miller (1958) e Assaf Neto (2002).

A análise da relação entre capital próprio e capital de terceiros mostrou que houve uma tendência de queda do índice de endividamento de grande parte das empresas no período de 2003 a 2007. Essa tendência é também verificada no índice médio anual de endividamento do grupo.

O movimento pode ser explicado pela melhora das condições macroeconômicas do País no período citado, pela queda da Taxa SELIC – que influencia tanto no custo do empréstimo (menor), quanto no apetite de risco dos investidores (maior) –, pelo desempenho positivo do Ibovespa e pela procura estrangeira por papéis brasileiros.

A partir de 2008, o índice de endividamento da maior parte do grupo e também a média do grupo mostra uma tendência de alta. Nesse período, quando deflagrou-se a crise financeira mundial, o custo do capital de terceiros aumentou, bem como a aversão ao risco, que impactou as bolsas de valores do mundo inteiro.

Quando foi analisada a influência da Taxa SELIC e do Ibovespa no índice de endividamento, por meio do coeficiente de correlação, observou-se baixa relação do índice com o Ibovespa e forte relação com a Taxa SELIC (+0,82).

Para identificar possíveis razões que tenham levado essas empresas à busca pela bolsa de valores, foram mapeadas as ofertas de ações primárias e secundárias realizadas no período e analisados fatos relevantes subsequentes. Observou-se que em quase 100% dos casos, as ofertas eram seguidas de operações de aquisição, incorporação e internacionalização.

Como pontuado no Referencial Teórico, em transações de aquisições e incorporações, as ações de uma empresa podem ser utilizadas como forma de pagamento (troca de ações). Essa é uma alternativa, por exemplo, para a falta de liquidez e caixa das empresas.

O movimento de aquisições e incorporações também indica, em parte, por quê as ofertas de ações não impactaram sobremaneira a estrutura de capital das empresas. Podemos supor, a partir do presente estudo, que os recursos obtidos nas ofertas foram destinados às operações de aquisições e incorporações. Uma vez que logo após a capitalização, houve grande saída de recursos para essas operações, o impacto sobre a estrutura de capital é reduzido.

Dessa forma, foram atendidos os objetivos gerais e específicos do trabalho, descritos nos itens 1.2 e 1.3.

Durante a pesquisa, observou-se, ainda, que nove empresas (75%) lançaram *American Depositary Receipts* (ADR) no período, mais uma evidência da busca por capital próprio e do desejo de internacionalização. Ressalte-se que, embora não haja registro de novas emissões no período, outras duas empresas também possuem ADR. A análise dos fatos relevantes desses momentos, como foi feito com as ofertas da Bovespa, poderia ser um passo complementar para esse pesquisa e ofereceria subsídios mais claros acerca das intenções do uso do capital obtido nessas operações.

Outra possível abordagem para dar continuidade ao estudo sobre o uso de capital próprio e de terceiros por empresas, seria a análise da capitalização por meio de reservas de lucro.

O estudo poderia ser, ainda, complementado pela análise da influência da emissão de dívidas (debêntures) na estrutura de capital da empresa. Esse tipo de operação, que dispensa um intermediador financeiro, também tem se tornado cada vez mais popular e tem sido uma alternativa de financiamento para empresas, contribuindo para um mix de capital ainda mais diverso.

## REFERÊNCIAS

- ALTMAN, Edward I. **A further empirical investigation of the bankruptcy cost question.** The Journal of Finance, Malden, MA, v.39, n.4, p.1067-1089, Sept. 1984.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro.** 7. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- BACEN. **Relatório de Estabilidade Econômica.** Nov. 2003.
- BACEN. **Relatório de Estabilidade Econômica.** Mai. 2004.
- BACEN. **Relatório de Estabilidade Econômica.** Mai. 2009.
- BACEN. **Relatório de Estabilidade Econômica.** Abr. 2010.
- BACEN. **Site Oficial do Banco Central.** Disponível em: <[www.bacen.gov.br](http://www.bacen.gov.br)>. Acesso em: 15 jan. 2011.
- BAXTER, Nevins D. **Leverage, risk of ruin and de cost of capital.** The Journal of Finance, Malden, MA, v.22, n.3, p.395-403, Sept. 1967.
- BM&FBOVESPA. **Como e por que tornar-se uma companhia aberta: utilizando o mercado de capitais para crescer.** BM&F Bovespa: São Paulo, out. 2009.
- BM&FBOVESPA. **Empresas: soluções para empresas/emissores.** Disponível em: <[www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_abertura\\_capital.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_abertura_capital.asp)>. Acesso em: 28 mai. 2010.
- BM&FBOVESPA. **Introdução ao Mercado de Capitais.** BM&F Bovespa: São Paulo, mai. 2010.
- BM&FBOVESPA. **Site oficial da BM&FBovespa.** Disponível em: <[www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br)>. Acesso em: 01 fev. 2011.
- BOMFIM, Livia Pontes de Miranda; SANTOS, Carolina Macagnani dos; e JÚNIOR, Tabajara Pimenta. **Processos de abertura de capital de empresas brasileiras em 2004 e 2005: razões e percepções.** Revista de Administração, São Paulo, v.42, n.4, p.524-534, out./nov./dez. 2007

BRAU, James C., e FAWCETT, Stanley E. **Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice**. The Journal of Finance. Vol. LXI, No.1, fev. 2006.

BRAU, James C., RYAN, Patrícia A., DEGRAW, Irv. **Initial Public Offerings: CFO Perceptions**. The Financial Review 41, p. 483-511, 2006.

BRAU, James., FRANCIS, B., e KOHERS, N. **Anatomy of initial public offerings of common stock**. Journal of Finance 43, 1988, p. 789–822.

CAMPOS, Vera Lúcia de Assis. **Por que uma empresa faz um IPO? Um estudo de Caso**. Rio de Janeiro, 2008. Dissertação de mestrado.

CAVALCANTI, F.S.C.; MISUMI, J.Y. **Mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

CHEMMANUR, Thomas J., FULGHIERI, Paolo. **A Theory of the Going Public Decision**. Review of Financial Studies 12, 1999, p. 249-279.

CHOE, Hyuk, MASULIS, Ronald, e NANDA, Vikram. **Common stock offerings across the business cycle: Theory and evidence**. Journal of Empirical Finance 1, p. 3–31, 1993.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Site oficial da Comissão de Valores Mobiliários**. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 01 fev. 2011.

GIGLIO, Alex del. **A Evolução do Mercado de Capitais e a Estrutura de Capital das Companhias Brasileiras**. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10438/3372>>. Acesso em: 29 março 2010.

GITMAN, L. J. **Princípios da Administração Financeira**. São Paulo: Harbra, 1997.

GOMES, Matheus Norberto. **Os Investimentos Estrangeiros em Ações como Fonte de Financiamento para as Empresas Brasileiras**. Atualidade Econômica n. 49, ano 18, p. 06-09, 2006.

KIM, Woojin; WEISBACH, Michael S. **Motivations for Public Equity Offers**. 2008.

LEVINE, David M., BERENSON, Mark L. & STEPHAN, David. **Estatística: teoria e aplicações**. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

LJUNGQVIST, Alexander & BOEHMER, Ekkehart. **On the decision to go public : Evidence from privately-held firms**. Discussion Paper Series 1: Economic Studies 2004,

16, Deutsche Bundesbank, Research Centre, 2004.

MYERS, S. C. **The capital structure puzzle.** *Journal of Finance* 39, p. 575–592, 1984.

MODIGLIANI, F.; e MILLER, M. H. **The cost of capital, corporate finance and the theory of investment.** *The American Economic Review*, Cambridge, MA, v.48, n.3, p.201-297, jun. 1958.

MODIGLIANI, F.; e MILLER, M. **Corporate income taxes and the cost of capital: A correction.** *American Economic Review* 53, p. 433–443, 1963.

NÓBREGA, M. et al. **O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil.** São Paulo: Bovespa, 2000.

OLIVEIRA, Raquel de Freitas; SCHIOZERT, Rafael Felipe, e SAITO, Richard. **A recente onda de abertura de capital de bancos no Brasil.** Disponível em: <[virtualbib.fgv.br/ocs/index.php/ebf/9EBF/paper/view/866/154](http://virtualbib.fgv.br/ocs/index.php/ebf/9EBF/paper/view/866/154)>. Acesso em: 29 março 2010.

OPLER, T.; TITMAN, S. **Financial distress and corporate performance.** *Journal of Finance*, Malden, MA, n.49, p.1015-1040, 1994.

PAGANO, Marco. **The Changing Microstructure of European Equity Markets,** *CSEF Working Papers 04*, Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF), University of Naples, Italy, 1998.

PANNEMANS, Sabine. **Going Public: Opportunism or Necessity? Empirical Evidence From Belgian IPOs.** Eunip Conference, 2002.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, W.; JAFFE, F. **Administração Financeira.** São Paulo: Atlas, 2002.

SOUZA, A.T. **Bolsa de valores como fonte de financiamento.** *Revista FAE Business*, Rio de Janeiro, n.6, ago. 2003. Disponível em: <[www.fae.edu/publicacoes/fae\\_business.asp](http://www.fae.edu/publicacoes/fae_business.asp)>. Acesso em: 15 mai. 2010.

WARNER, Jerold B. **Bankruptcy costs: some evidence.** *The Journal of Finance*, Malden, MA, v.32, n.2, p.337-347, May 1977.

WELCH, Ivo e RITTER, Jay. **A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations.** Yale ICF Working Paper No. 02-01, 8 fev. 2002.

WESTON, J.F; BRIGHAM, E.F. **Fundamentos da administração financeira**. São Paulo: Makron Books, 2000.

ZINGALES, Luigi (1995), **Insider Ownership and the Decision to Go Public**. The Review of Economic Studies, Vol. 62, No. 3, p. 425-448, jul. 1995.