



LC/BRS/R.183 /c.1
Junho de 2007
Original: português

CEPAL
COMISSÃO ECONÔMICA PARA A AMÉRICA LATINA E O CARIBE
Escritório no Brasil

O Financiamento Externo no Ciclo Recente da Economia Brasileira

Ricardo P. Câmara Leal & André L. Carvalhal da Silva



Documento elaborado no âmbito do Convênio CEPAL/IPEA. As opiniões aqui expressas são de inteira responsabilidade dos autores, não refletindo, necessariamente, a posição das instituições envolvidas.

O Financiamento Externo no Ciclo Recente da Economia Brasileira

Ricardo P. Câmara Leal & André L. Carvalhal da Silva

Apresentação

Este estudo faz uma avaliação da evolução e dos determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras de forma comparada, com particular ênfase no financiamento externo. Uma das principais conclusões é que os fatores intrínsecos ao país de origem são quase tão importantes quanto determinantes da estrutura ao nível da firma. Os fatores setoriais não são tão importantes. Em termos de endividamento geral, as empresas brasileiras vêm se comportando de maneira diferente daquelas de outros mercados emergentes, particularmente os asiáticos. Enquanto as empresas do Brasil vêm aumentando o nível de endividamento em geral, naqueles países a tendência é de diminuição. No Brasil, é recente a estabilidade econômica e a baixa volatilidade cambial, o ciclo econômico, bem como elementos da qualidade das instituições, tal como o judiciário, são fundamentais no aumento do endividamento. Empresas em países com mais restrições de crédito se endividam mais quando a economia cresce. A demanda por instrumentos de proteção cambial caiu nos últimos tempos mas a oferta parece ter sido adequada para atendê-la. O prazo dos instrumentos de *hedge* está aumentando, apesar da redução da demanda. Não se encontrou evidência de que as empresas de capital aberto brasileiras estejam se comportando de forma muito diferente das empresas em outros países em desenvolvimento com risco similar no endividamento externo. Uma revisão de literatura extensa é realizada sobre o assunto, incluindo-se trabalhos sobre empresas de capital fechado. Dados brasileiros sobre todos estes aspectos também são apresentados.

O trabalho consiste de uma revisão do padrão de financiamento das empresas brasileiras, ao nível da empresa, a partir de resenha de artigos selecionados, da compilação de alguns dados pelos os autores e da análise empírica comparativa do ciclo da economia, considerando a disponibilidade de recursos externos, o risco país e outros elementos comparativos, do mercado de câmbio e de *hedge* cambial e dos determinantes do endividamento externo das empresas brasileiras. Procurou-se empregar os dados disponíveis mais recentes possíveis, às vezes sendo somente 2005 e por vezes 2006.

Inicia-se com uma análise comparativa do padrão de financiamento, ou estrutura de capitais, das empresas nacionais com as de outros mercados emergentes e desenvolvidos e alguns fatos estilizados são relacionados. Além disso, uma análise comparativa internacional de fatores que influenciam o acesso ao financiamento é realizada, a partir de dados disponíveis na literatura, bem como de uma discussão analítica de trabalhos existentes. Tanto empresas de capital aberto, listadas e não listadas, quanto empresas de capital fechado são contempladas na análise comparativa, na medida do possível. Entende-se como empresa de capital aberto aquela tem suas ações negociadas em bolsas de valores, portanto, “listada em bolsa”. As ações de empresas não listadas são negociadas em mercado de balcão não organizado, isto é, fora de bolsas. Prossegue-se com uma análise comparativa de características da estrutura de capitais de empresas emissoras e não emissoras de dívida

no mercado de capitais, bem como com a apresentação de alguns dados sobre a evolução recente da captação de recursos via ADR, informando sobre o tipo de empresa beneficiada, setor de atuação, propriedade de capital e outros atributos relevantes.

Em primeiro lugar foi realizada uma análise comparativa da estrutura de capitais das empresas brasileiras de capital aberto em relação a outros mercados relevantes. A pergunta que se desejava responder é se há diferenças relevantes entre o padrão de financiamento das empresas nacionais e as de outras economias. Outro objetivo era relacionar fatos estilizados provenientes da literatura a respeito do padrão de financiamento das empresas em mercados emergentes e desenvolvidos. A influência de fatores ao nível de país, tais como a qualidade de regime jurídico, corrupção, crescimento econômico, inflação, qualidade das práticas de governança corporativa, grau de concentração dos direitos de propriedade e outros serão comparados ao poder explicativo do setor de atividades. Nesta seção também será apresentada uma análise descritiva comparativa da estrutura de capitais de empresas brasileiras e internacionais de capital aberto listadas e não listadas e de capital fechado.

Depois de considerada a análise comparativa da estrutura de capitais das empresas brasileiras com as empresas de outras economias foi feita uma análise dos determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras por meio da resenha da literatura nacional existente. Nesta parte, mantidos os fatores ao nível do país constantes, procurar-se-á relacionar os fatores que ao nível da firma parecem discriminar entre a proporção de dívida e capital próprio empregada pelas empresas de capital aberto brasileiras e compará-los com os resultados globais resenhados.

Prosegue-se com uma análise das características das empresas emissoras de dívida, doméstica ou internacional, e das características das empresas emissoras de ADR, em particular. Uma análise da correlação entre o nível de valorização relativa do mercado de ações e a atividade no mercado primário de ações também é oferecida. A seguir, apresenta-se uma breve discussão sobre os fatores que influenciam o acesso ao crédito no Brasil por meio de uma resenha de literatura recente e de ações em curso ou planejadas. Uma resenha de algumas mudanças recentes também é incluída.

A seguir, o comportamento recente da captação de recursos externos de empresas brasileiras é analisado de forma comparativa, considerando-se o custo de captação em diferentes mercados, o risco país destes mercados e a disponibilidade de recursos no mercado externo. O ciclo de investimentos da economia influencia positivamente o ritmo de demanda por recursos internos e externos, como seria de se esperar. Nesta parte do trabalho, relatamos o comportamento das contas externas do Brasil e de outras economias emergentes, e realizamos uma análise do uso e da liquidez do mercado internacional de bônus por empresas brasileiras, de países emergentes e desenvolvidos. De forma geral, concluímos que as empresas brasileiras têm usado recursos externos com intensidade semelhante àquelas de outros países emergentes, o que faz com que o crescimento esperado na utilização deste mercado seja enorme uma vez que os indicadores de qualidade de crédito do Brasil vêm melhorando bastante. Finalmente, é feita uma análise do impacto do risco cambial sobre o uso de recursos externos por parte das empresas brasileiras. Constatase que quando a volatilidade de curto prazo aumenta, as empresas evitam o uso de recursos externos e aumentam sua demanda por instrumentos de proteção de curto prazo. Por outro

lado, constata-se, mais recentemente, que o prazo dos instrumentos de *hedge* vem aumentando, apesar de uma demanda reduzida, diante da menor volatilidade cambial. Nota-se uma preocupação maior com a proteção de longo prazo diante da menor volatilidade de curto prazo. A menor volatilidade de curto prazo também permite que os agentes intermediários se interessem por oferecer instrumentos de prazo mais longo a um custo mais atraente para as empresas. Conclui-se o trabalho com a discussão de algumas questões propostas, um resumo das principais constatações e possíveis conseqüências de política.

1. ANÁLISE COMPARATIVA DA LITERATURA SOBRE ESTRUTURA DE CAPITAIS DE EMPRESAS LISTADAS DE CAPITAL ABERTO

Há vários estudos que procuraram analisar a evolução da estrutura de capitais de empresas em mercados emergentes tanto no tempo quanto de forma seccional. A apresentação destes estudos e suas principais conclusões ou fatos estilizados será feita em duas partes. Em primeiro lugar serão discutidos os estudos mais antigos, que consideram a década de 1980 até 1990. Predominam estudos descritivos nestes períodos. A seguir, os estudos para períodos mais recentes são apresentados. Neste grupo estão estudos com modelos seccionais (amostras de empresas em certo instante do tempo) bem como análises das empresas no tempo. A análise da influência do país de origem e do setor de atividade, além dos fatores ao nível da firma, é central para os estudos deste grupo que procuram fatores explicativos para as diferenças entre os padrões de financiamento das empresas nos diversos países considerados.

1.1 Estudos da Década de 80

Alguns estudos seminais, de natureza descritiva, foram os pioneiros a apresentar elementos sobre o padrão de financiamento das empresas em mercados emergentes na década de 80. Entre eles estão os de Singh (1994), Glen e Pinto (1994) e Booth, Aivazian, Demirgüç-Kunt e Maksimovic (2001), nos quais baseia-se esta análise. A análise comparativa destes estudos lança mão de dados contábeis, cujos critérios e qualidade variam de país para país. Portanto, sempre há que se ter uma certa cautela neste tipo de análise, mas não há alternativa a estes dados. De maneira geral, estes estudos mostram as empresas brasileiras usando mais lucros retidos do que capital de terceiros de longo prazo, como seria de se esperar. Entretanto, como usam um número limitado de empresas de capital aberto com ações em bolsa, estes estudos apresentam um viés para as maiores empresas do país e seus resultados não podem ser generalizados. Alguns se apressam em concluir que as empresas brasileiras usam mais o capital próprio do que o capital de terceiros, o que é correto, desde que se ressalve que o uso de capital próprio obtido por meio de emissão de ações não é tão comum, tendo havido alguns anos de “hot issues”, como 1986 e, mais recentemente, 2006 e 2007.

Alguns autores, como Singh (1994) e Levine (2002) classificam o financiamento no Brasil como baseado no mercado em vez de baseado em bancos. Esta é uma classificação difícil. Por um lado, apenas 30% das empresas brasileiras emitem debêntures no Brasil (ver Leal e Carvalhal da Silva, 2006) e, historicamente, o número de emissões de ações é relativamente pequeno, o crédito bancário tem sido escasso e de curto prazo, com a exceção dos programas do BNDES e outros similares. Portanto, o padrão de financiamento das

empresas brasileiras não tem se caracterizado, nos últimos 20 anos, por meio do uso crescente e consistente do mercado de capitais, embora isto pareça ser verdade nos últimos anos, nem podemos dizer que os bancos brasileiros fizeram do crédito para as empresas a sua prioridade no mesmo período. A classificação que domina na literatura comparativa de estrutura de capitais internacional é a de que a forma de financiamento dominante no Brasil é via o mercado, pelo menos para as maiores empresas de capital aberto listadas em bolsa, que são, em geral, o objeto destes estudos. Entretanto, sabe-se que isto pode não ser verdade para a maioria das empresas no país. Além disso, a dominância dos lucros retidos como forma de financiamento pode dar a entender que as empresas brasileiras usam muito o capital próprio, mas isto pode apenas refletir que o uso do capital de terceiros durante a maior parte dos últimos 20 anos foi difícil, senão proibitivo.

Booth & alli (2001) analisam empresas em 10 mercados emergentes, Brasil, Coréia do Sul, Índia, Jordânia, Malásia, México, Paquistão, Tailândia, Turquia e Zimbábue entre 1980 e 1990, dependendo do país. Os estudos de Singh (1994) e Glen e Pinto (1994) também tratam dos mesmos países e período, são mais descritivos, e apresentam conclusões similares na parte descritiva. Esta seção se concentrará na síntese e implicações para este estudo dos resultados apresentados por Booth & alli (2001). Veja a tabela 1 para um sumário de algumas informações compiladas a partir de alguns destes artigos.

Estes autores procuram analisar se as decisões de financiamento são substancialmente diferentes entre os países desenvolvidos e emergentes, se os determinantes da estrutura de capital são os mesmos entre estes dois grupos de países e se a influência destes determinantes é reforçada mediante o uso de fatores ao nível de país na análise na seccional dos dados. Estas perguntas tornarão a ser formuladas por outros pesquisadores que realizaram análises similares para períodos mais recentes ou para regiões geográficas específicas. A amostra de Booth & alli (2001) concentra-se em no máximo 100 empresas de maior porte em cada país, sofrendo, portanto, do viés em favor das empresas maiores, gerando conclusões que podem não ser generalizáveis para as empresas de menor porte.

Os autores analisam o comportamento do endividamento total e do endividamento de longo prazo (ver tabela 1). Em geral, todos os estudos definem o endividamento total como a proporção entre o endividamento total (passivo menos o patrimônio líquido) e o passivo total (passivo mais patrimônio líquido). O passivo circulante, portanto, que tem características peculiares, é incluído no cálculo do endividamento total. De Jong & alli (2006) não recomendam que se analise o endividamento total, uma vez que o passivo circulante é dominado por receptíveis decorrentes da atividade, que são determinados por fatores completamente diferentes. O interesse maior deste estudo é o passivo de longo prazo. Neste caso, a proporção de endividamento de longo prazo é definida como o endividamento de longo prazo (passivo menos passivo circulante menos patrimônio líquido) dividido pelo passivo total menos o passivo circulante mais o patrimônio líquido, conforme empregado por Booth & alli (2001).

Na análise descritiva, o Brasil fica entre os países de baixo endividamento. O nível de endividamento médio no período 1985-1991, portanto um período de elevadas taxas de inflação no Brasil, é de 30,3% para o endividamento total e de 9,7% para o endividamento de longo prazo. A tabela 1 reproduz os resultados descritivos dos estudos mais antigos.

Portanto, um primeiro fato estilizado a respeito do financiamento no Brasil, pode ser: no período de inflação elevada, o nível de endividamento das empresas brasileiras era bem menor do que o observado em economias emergentes de tamanho comparável e em economias desenvolvidas.

O nível de endividamento das empresas também reflete a volatilidade do investimento registrado no período. Entre 1985 e 1991 o nível de investimento (razão entre a formação bruta de capital fixo e o PIB) apresentou valores muito altos e muito baixos em relação à média histórica de 30 anos (20,4% entre 1976 e 2005). Portanto, em um cenário de inflação elevada sucessivos planos econômicos, rompimento de contratos e volatilidade de investimento, o nível de endividamento das empresas brasileiras foi bastante baixo. No mesmo período foram registradas taxas elevadas de crescimento do PIB (cerca de 7% em 1985 e 1986) entremeadas com taxas praticamente nulas de crescimento (1988 e 1990). Portanto, o período foi de muita incerteza na economia, o que não favorece o endividamento, particularmente o de longo prazo. Além disso, a liquidez internacional à época era bem menor e a integração entre o mercado financeiro dos países emergentes com o dos países centrais ainda incipiente. Um fato estilizado que se pode derivar é que em períodos de grande volatilidade do investimento e incerteza econômica, mesmo anos de taxa de investimento elevado não induzem o aumento do nível de endividamento de longo prazo.

De forma geral, o endividamento das empresas nas economias emergentes é menor do que o apresentado pelas empresas nas economias desenvolvidas na década de 80. Outro fato interessante é que a diferença entre o endividamento total e o de longo prazo é mais pronunciada entre as economias emergentes do que entre as desenvolvidas, denotando a maior dificuldade das empresas nestes países obterem financiamento de longo prazo. As razões para tal, ao nível de país, serão exploradas abaixo.

Ainda analisando os dados na tabela 1, vemos que a taxa de retenção de lucros no Brasil é a maior dos 10 mercados emergentes. De fato, o Brasil apresenta uma taxa de retenção próxima dos 100% no período, demonstrando que o financiamento externo é diminuto durante o período de alta inflação. Neste contexto, financiamento externo não quer dizer financiamento obtido em outros países e sim financiamento que não provém da geração interna de recursos pela empresa. Ainda na tabela 1, pode-se ver que o financiamento do crescimento dos ativos líquidos deve-se, na maior parte, à retenção de lucros, depois ao financiamento via ações e, por último, ao financiamento via dívida de longo prazo. O financiamento dos ativos líquidos por retenção é maior do que a média dos 10 países emergentes analisados enquanto o financiamento externo, seja por dívida ou ações, é menor que a média. Outro fato estilizado que podemos derivar desta análise é que durante o período de alta inflação dos anos 80, o financiamento externo teve um papel menos relevante do que o financiamento interno para as maiores empresas de capital aberto brasileiras.

Booth & alli (2001) analisam os determinantes da estrutura de capital, ao nível da firma, controlando para efeitos de países e dos setores de atividades. Como as condições institucionais variam muito entre os diversos países, é possível que a decisão de estrutura de capital varie muito também. De fato, é isto que acontece. Algumas das variáveis ao nível

da firma apresentam um comportamento mais uniforme do que outras. Por exemplo, na maioria dos casos, o tamanho da firma está relacionado positivamente com o nível de endividamento. A lucratividade (retorno sobre ativos) relaciona-se negativamente com o endividamento. Outras variáveis, como a alíquota de imposto, a proporção de ativos tangíveis, o risco do negócio e a relação valor de mercado – valor contábil dos ativos não apresentam comportamento consistente e significativo na maioria dos casos, indicando que as situações em cada país podem diferir bastante, levando a influências diferentes em cada país. No caso do Brasil, o nível de endividamento de longo prazo varia negativa e significativamente com a proporção de ativos tangíveis, o que é curioso, com o risco de negócios e com a lucratividade e positiva e significativamente com o tamanho da empresa. Booth & alli (2001) concluem que os fatores que determinam o nível de endividamento nos países emergentes, em geral, são similares aos fatores empregados nos países desenvolvidos, mas, algumas vezes, seus sinais são contraditórios. Eles atribuem este conflito à maior dependência dos passivos circulantes por parte dos países emergentes, cujos determinantes podem ser diferentes dos determinantes do passivo de longo prazo.

Booth & alli (2001) analisam alguns elementos institucionais e macroeconômicos no período e concluem que não é fácil agrupar os países segundo estas características. Algumas das características analisadas incluem a taxa de inflação, crescimento do PIB, capitalização do mercado de ações em relação ao PIB, alíquota de imposto de renda, grau de proteção ao investidor, entre outras. Veja Booth & alli (2001, p. 92) para uma lista completa.

O grau de desenvolvimento do mercado de ações, segundo diversos tipos de medida, parece estar positivamente relacionado com o nível de financiamento externo via ações e negativamente relacionado com o financiamento via títulos de dívida de longo e de curto prazo. Da mesma forma, o grau de desenvolvimento do mercado bancário também parece estar relacionado com o volume de emissões de títulos de dívida corporativa. O crescimento econômico real influencia positivamente a taxa de endividamento e a inflação a influencia negativamente. O nível de endividamento parece ser maior onde a tributação é maior, ou seja, onde a vantagem tributária da dívida é maior.

Finalmente, Booth & alli (2001) fazem uma análise do poder explicativo comparativo de variáveis que indicam o país de origem e das variáveis ao nível da firma e concluem que as variáveis ao nível do país explicam uma proporção um pouco maior da variância do endividamento total que as variáveis ao nível da firma. Por outro lado, dependendo do modelo, as variáveis ao nível da firma explicam tanto ou mais que as variáveis mudas de país de origem para o endividamento de longo prazo. Portanto, um fato estilizado final importante para nossa análise é que as características institucionais e macroeconômicas de um país são importantes elementos para explicar a decisão de financiamento das empresas, sem que isso signifique que se deva descartar determinantes desta decisão ao nível da firma. A próxima seção retorna em mais detalhe a esta questão por meio de estudos mais recentes que atribuem peso maior às variáveis ao nível da firma do que às variáveis ao nível do país, sem considerar que estas sejam irrelevantes.

Tabela 1
Indicadores de Estrutura de Capitais (1980-1990)

País	Nº Firmas	Período	End. Tot.	End. LP	Alíquota	At. Tang.	Risco	Retorno	Tx. Ret.	Interno	Ext. Aç.	Ext. Div.
<i>Países Emergentes:</i>												
Brasil	49	85-91	30,3	9,7	13,9	67,5	9,0	6,7	98,3	46,0	37,2	5,6
México	99	84-90*	34,7	13,8	26,3	32,8	5,6	8,1	n/d	23,1	64,7	1,0
Zimbábue	48	80-88	41,5	13,0	28,9	44,4	5,7	11,6	61,7	57,0	43,5	0,0
Malásia	96	83-90*	41,8	13,1	32,2	57,6	4,5	6,9	51,7	29,7	48,0	12,0
Jordânia	38	83-90	47,0	11,5	16,3	47,3	7,5	6,8	48,0	54,8	25,5	5,8
Tailândia	64	83-90	49,4	n/d	28,8	36,0	3,4	13,0	48,7	14,7	n/d	n/d
Turquia	45	83-90*	59,1	24,2	29,7	41,1	5,5	9,9	37,8	13,4	66,6	16,9
Paquistão	96	80-87	65,6	26,0	12,4	38,2	6,2	9,4	65,9	67,5	5,2	23,9
Índia	99	80-90	67,1	34,0	21,8	41,0	4,5	7,1	68,0	38,1	16,3	38,9
Coréia do Sul	93	80-90	73,4	49,4	29,9	48,9	3,1	3,7	65,7	15,8	46,9	30,4
<i>Média Emergentes</i>			<i>53,3</i>	<i>23,1</i>	<i>25,1</i>	<i>43,0</i>	<i>5,1</i>	<i>8,5</i>	<i>60,6</i>	<i>36,0</i>	<i>39,3</i>	<i>14,9</i>
<i>Países Desenvolvidos:</i>												
Reino Unido	608	91	57,8	29,7	n/d	45,3	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d
Canadá	318	91	60,3	48,4	n/d	66,8	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d
EUA	2580	91	66,1	49,0	n/d	52,0	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d
Japão	514	91	66,8	42,6	n/d	42,3	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d
Itália	118	91	67,4	42,6	n/d	43,5	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d
France	225	91	68,8	44,9	n/d	41,7	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d
Alemanha	191	91	72,0	60,0	n/d	40,6	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d
<i>Média Desenvolvidos</i>			<i>65,6</i>	<i>45,3</i>	<i>n/d</i>	<i>47,5</i>	<i>n/d</i>	<i>n/d</i>	<i>n/d</i>	<i>n/d</i>	<i>n/d</i>	<i>n/d</i>

Fonte: as informações para mercados emergentes são médias provenientes de Booth & alli (2001), exceto as proporções medianas de financiamento interno e externo e de retenção de lucros, provenientes de Singh (1994); informações originais para as estimativas para os mercados desenvolvidos provêm de um balanço padronizado agregado em Rajan & Zingales (1995). Mercados ordenados segundo o endividamento total. "End. Tot." é a razão entre o endividamento total e o ativo total. "End. LP" é o endividamento de longo prazo definido como o endividamento total menos o passivo circulante sobre o endividamento total menos o passivo circulante mais o patrimônio líquido. O endividamento de longo prazo para os países desenvolvidos foi calculado segundo a fórmula usada por Booth & alli (2001) para os países emergentes, para efeito de comparação, a partir de dados da tabela II de Rajan & Zingales (1995). "Tx. Ret." é a taxa de retenção de lucros definida como o lucro líquido menos dividendos como proporção do lucro líquido; "Interno" é o percentual da mudança no ativo total financiada pela retenção de lucros. "Ext. Aç." é o percentual da mudança no ativo total financiada pela emissão de ações. "Ext. Div." é o percentual da mudança no ativo total financiada pela emissão de dívida. "Externo" e "Interno" aqui não significam financiamento em países estrangeiros, exclusivamente, apenas financiamento externo à empresa. "Alíquota" é a alíquota média calculada entre o lucro antes de imposto e depois de imposto. "At. Tang." é a proporção de ativos tangíveis definida como o ativo total menos o ativo circulante sobre o ativo total. "Risco" é o desvio-padrão do retorno sobre ativos. "Retorno" é retorno sobre ativos, definido como o lucro antes de impostos dividido pelo ativo total.

* Os períodos para o cálculo das taxas de retenção de lucros e das proporções de financiamento interno e externo são diferentes para estes países, sendo 1980-90 para o México, 1980-88 para a Malásia e 1982-1990 para a Turquia.

n/d é não disponível.

Tabela 2
Indicadores de Estrutura de Capitais (1997-2001)

Grupos de países	Nº Países	End. Cont.	End. Merc.	Alíquota	At. Tang.	Risco	Cresc.	Tamanho	Liquidez	Retorno	Nº Firmas
Todos	42	0,139	0,129	26,591	0,394	0,055	1,805	5,029	2,221	0,099	11849
Desenvolvidos	22	0,145	0,116	25,335	0,331	0,062	1,986	5,359	2,342	0,089	9685
Emergentes	20	0,133	0,142	27,973	0,463	0,048	1,605	4,667	2,087	0,111	2164
Europeus Desenvolvidos	16	0,141	0,111	25,266	0,312	0,059	2,054	5,522	2,340	0,094	3204
Europeus Emergentes	4	0,085	0,083	25,595	0,470	0,048	1,691	4,273	2,008	0,158	90
Ásia - Emergentes	8	0,131	0,142	38,294	0,412	0,057	1,879	5,274	2,450	0,079	1511
Japão e Cingapura	2	0,105	0,101	28,935	0,334	0,041	1,317	4,075	1,842	0,073	3230
Canadá e EUA	2	0,194	0,147	24,155	0,371	0,083	2,348	5,590	3,009	0,073	2950
América Latina	5	0,144	0,165	19,110	0,535	0,033	1,249	4,756	1,936	0,109	191
Austrália e N. Zelândia	2	0,177	0,143	23,465	0,442	0,089	1,745	5,105	2,200	0,082	301
Índia e Paquistão	2	0,192	0,194	16,550	0,460	0,050	1,555	1,720	1,570	0,149	271
<i>Brasil</i>	<i>1</i>	<i>0,164</i>	<i>0,162</i>	<i>22,070</i>	<i>0,485</i>	<i>0,044</i>	<i>0,951</i>	<i>6,840</i>	<i>1,297</i>	<i>0,118</i>	<i>101</i>

Fonte: médias calculadas pelos autores a partir da tabela 1 de De Jong & alli (2006). Países desenvolvidos: Alemanha, Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Cingapura, Dinamarca, Espanha, EUA, Finlândia, França, Grécia, Holanda, Irlanda, Itália, Japão, Nova Zelândia, Noruega, Portugal, Reino Unido, Suécia e Suíça. Países emergentes: Argentina, Brasil, Chile, China, Colômbia, Coreia do Sul, Croácia, Filipinas, Hong Cong, Hungria, Índia, Indonésia, Malásia, México, Paquistão, Peru, Polônia, Tailândia, Taiwan e Turquia. Europeus emergentes. "End. Cont." é o endividamento contábil, definido como o endividamento de longo prazo sobre o ativo contábil total. "End. Merc." é o endividamento a valores de mercado, definido como o endividamento de longo prazo dividido pelo ativo a valores de mercado, definido como o ativo contábil menos o patrimônio líquido contábil mais o patrimônio líquido a valores de mercado. "Alíquota" é a alíquota média de impostos de cada ano. "At. Tang." como ativos permanentes divididos pelo ativo total. "Risco" é o desvio padrão do EBTIDA durante o período. "Cresc." são as oportunidades de crescimento, definidas como o valor de mercado do ativo total dividido pelo valor contábil do ativo total. "Tamanho" é definido como o logaritmo natural da receita total. "Liquidez" é definida como a razão entre o ativo circulante e o passivo circulante. "Retorno" é o EBTIDA sobre o ativo total. A fonte original dos dados empregados por De Jong & alli (2006) é o Compustat Global

1.2 Estudos Recentes

Esta seção examina artigos que lidam com períodos mais recentes - sempre com amostras bem maiores, tanto em número de países quanto em representatividade da amostra de cada país. Em alguns destes estudos ainda pode haver o problema do viés para as empresas de capital aberto listadas em bolsa. Os estudos revistos incluem De Jong, Kabir & Nguyen (2006), Jalal (2006), Glen & Singh (2004) e Fan, Titman, & Twite (2006), com menções ocasionais a outros estudos recentes. Com a exceção do estudo de Glen & Singh (2004), que é mais descritivo, todos os demais experimentam modelos que incluem variáveis ao nível do país, do setor de atividade e da firma. De forma geral, pode-se antecipar, como já se concluíra para o período mais antigo, que estar sediada em certo país é um elemento importante para explicar a decisão de estrutura de capitais de uma empresa.

Inicia-se com uma análise descritiva, onde se procura verificar comportamento do nível de endividamento e outras variáveis ao nível da firma. A seguir se passa à análise das variáveis ao nível do país. Nessa parte, procurou-se resumir diversas métricas a respeito das instituições e do comportamento macroeconômico dos países para sustentar a discussão. Finalmente, contempla-se o resultado de modelos que incluem tanto os determinantes da estrutura de capital ao nível da firma, quanto os fatores ao nível de país e as variáveis mudas de setor de atividade.

Em termos do comportamento do nível de endividamento e de outras variáveis ao nível da firma, a tabela 2 apresenta algumas características comparativas do Brasil com outros países. A tabela foi elaborada a partir de informações compiladas no artigo de De Jong & alli (2006). Embora a fórmula de cálculo do nível de endividamento nas tabelas 1 e 2 não seja a mesma, o nível de endividamento de longo prazo, aparentemente, cresceu no Brasil no período mais recente.

Glen & Singh (2004) têm como objetivo estabelecer fatos estilizados a respeito de indicadores financeiros contábeis de empresas em países emergentes e desenvolvidos. Eles analisam quase 8.000 empresas em 44 países no período entre 1994 e 2000 visando entender o impacto de fatores de país e de setor de atividade sobre o comportamento das variáveis contábeis ao nível da empresa disponíveis. Uma variável que é importante em todo tipo de análise seccional em finanças corporativas é o tamanho da empresa. Glen & Singh (2004) se preocupam em verificar se esta variável comporta-se de forma diferente nos países emergentes em relação aos desenvolvidos. A conclusão é que a distribuição, em sua parte central, é similar, e que a diferença entre as distribuições está nos extremos, havendo mais firmas muito grandes na amostra dos países desenvolvidos e mais firmas muito pequenas (para o tipo de amostra em questão) nos países emergentes. De qualquer forma, para a maior parte da amostra, as distribuições são similares. Como se verá, esta variável é um importante determinante de diversos tipos de decisão de financiamento e de práticas de governança corporativa (veja Leal & Saito, 2003; Leal & Carvalhal da Silva, 2006, 2007).

Da mesma forma que os estudos mais antigos, Glen & Singh (2004) concluem que as empresas em economias emergentes usam menos dívida de longo prazo do que aquelas em

mercados desenvolvidos. Eles constatam que o nível de endividamento está caindo com o tempo nas economias emergentes. Além disso, as empresas em economias emergentes apresentam uma proporção maior de ativos fixos do que aquelas dos mercados desenvolvidos e que os retornos contábeis sobre o ativo e sobre o patrimônio líquido são menores e mais voláteis para a amostra das empresas das economias emergentes. Os retornos contábeis dos mercados emergentes no período 1994-2000, e também entre 1980-1990 na tabela 1, são menores que os da tabela 2 com os dados de De Jong & alli (2006) para 1997-2001. Isso talvez seja uma influência da redução da volatilidade nos emergentes e também dos retornos ruins no mercado estadunidense em 2000 e 2001 com o fim da bolha da Internet e os atentados terroristas. Como é o caso na maioria dos artigos examinados, Glen & Singh (2004) alegam que sua amostra inclui um número bem menor do que o total de empresas listadas em bolsa nos países que a compõe, com isto sendo mais acentuado nos mercados emergentes.

Glen & Singh (2004) concluem que 88% da variação na seccional do tamanho da empresa é explicado possivelmente por variáveis ao nível da empresa. Da variação explicada por fatores de país e setor de atividade, 85% da variação é explicada pelo país de origem da empresa. Embora o grau explicativo do setor de atividade seja semelhante entre os países emergentes e desenvolvidos, ele explica muito menos do que o país de origem. Para este período mais recente, nos diversos trabalhos examinados, o poder explicativo dos fatores ao nível da firma é claramente maior que o dos fatores ao nível de país, sem que estes últimos deixem de ter importância. Os fatores de setor de atividades, entretanto, têm importância menor.

Este resultado também é constatado por Terra (2002) para uma amostra de empresas de 7 países latino-americanos entre 1986 e 2000, para um conjunto de variáveis mudas de país e alguns fatores macroeconômicos. Este autor alega que não há confirmação para os resultados de Booth & alli (2001) na América Latina, mas suas conclusões devem ser tomadas com cautela porque pode ser que as grandes semelhanças, mais que as diferenças, entre os países da região tenham influenciado seus resultados. Além disso, como o autor inclui tanto o período mais recente quanto parte do mais antigo na amostra, seus resultados podem tender para o período maior, o mais recente. Ainda para a América Latina, Perobelli & Famá (2003) alegam que os fatores determinantes da estrutura de capital ao nível da firma variam de país para país, como é usual nas análises feitas individualmente para os países da amostra, mas não empregam fatores ao nível do país para fazer uma comparação de seu poder explicativo em relação às variáveis ao nível da firma.

Ao examinar os níveis de endividamento total, Glen & Singh (2004) constatam que eles eram maiores nos mercados emergentes do que nos desenvolvidos, apesar de estarem em declínio nos mercados emergentes durante o período, tendo se tornado menores nos mercados emergentes ao final do período de análise (mediana de 49% para os emergentes contra 52% para os desenvolvidos em 2000). O endividamento total maior nos mercados emergentes pode indicar o papel mais preponderante do passivo circulante nestas economias. Ao examinar o endividamento excluindo o passivo circulante, eles constatam que ele também declina no período, com uma mediana de 13% para os mercados emergentes e de 16% para os desenvolvidos em 2000, consistentemente com os dados de De Jong & alli (2006) na tabela 2. Portanto, as empresas em economias emergentes usam

muito mais o passivo circulante e menos o passivo de longo prazo do que as empresas em países desenvolvidos. Os autores também constatarem que empresas maiores apresentam endividamento mais alto, o que é verificado por outros autores para este período e períodos anteriores. Considerando-se o passivo em relação ao valor de mercado da firma, em Fan & alli (2006), o Brasil, mais uma vez, aparece entre os países com maior endividamento total como proporção do valor de mercado da firma (mediana de 47%) e os países em desenvolvimento também apresentam maior endividamento total (mediana de 27%) do que as empresas em países desenvolvidos (mediana de 22%). Quando Fan & alli (2006) consideram somente o endividamento de longo prazo, as coisas mudam. O Brasil aparece com um endividamento de longo prazo mediano, como proporção do endividamento total, e não do valor de mercado da firma, de 51%, para uma mediana dos emergentes em geral de 46% e uma mediana para os desenvolvidos de 64%.

No caso do Brasil, Glen & Singh (2004) mostram que a mediana do endividamento total variou entre 42% em 1995 e 62% em 2000, para as 31 companhias analisadas em 1995 e as 117 analisadas em 2000, respectivamente. Já o nível de endividamento mediano de longo prazo, excluindo o passivo circulante, variou entre 17% em 1995 e 25% em 2000. Portanto, o passivo circulante mediano, por diferença, variou entre 25% e 37% no período. Com a estabilização econômica, o uso de capital de terceiros aumentou, tanto na forma de passivo circulante quanto nas demais formas. O comportamento mediano do Brasil está em oposição ao da maioria dos mercados emergentes, provavelmente um efeito da inflação mais baixa no Brasil e, talvez, dos efeitos posteriores à crise da Ásia nos países asiáticos. Para os EUA, por exemplo, a mediana do endividamento não circulante era de 13% em 2000. Portanto, ou as empresas brasileiras usam mais o endividamento de longo prazo do que as estadunidenses (o numerador é maior) ou o ativo das empresas brasileiras que aparece no balanço é significativamente depreciado em relação às empresas dos EUA (denominador pequeno), talvez ainda consequência do período de elevada inflação, ou, ainda, o patrimônio líquido em relação ao ativo total das empresas nos países desenvolvidos é bem maior do que o patrimônio líquido das empresas brasileiras. O patrimônio líquido pequeno no Brasil não seria surpresa uma vez que o financiamento por meio de ações não é fácil nem barato (ver, por exemplo, Rocca, Silva & Carvalho, 1998; Leal, 2004). Na tabela 2 podemos ver que o endividamento de longo prazo médio das empresas de capital aberto no Brasil é maior do que a média dos países desenvolvidos, emergentes e europeus. Como é difícil acreditar que, em um mercado onde o endividamento de longo prazo é difícil e disponível para um conjunto relativamente pequeno de empresas, as empresas consigam relativamente em maior abundância do que nos EUA, deve-se suspeitar dos resultados apresentados por Glen & Singh (2004) para o Brasil. Ou os números são representativos apenas de um pequeno conjunto de empresas, o que é verdadeiro, ou o patrimônio líquido das empresas brasileiras é menor porque o valor contábil de suas ações e o volume de financiamento via mercado de ações é menor, o que possivelmente também é verdade, pois será mostrado que a relação valor de mercado sobre o valor contábil da ação das empresas brasileiras era muito baixo até recentemente.

Em termos de estrutura de ativos, parece haver uma proporção maior de ativos fixos nas empresas de mercados emergentes (55% de mediana em 2000) do que nos mercados desenvolvidos (43% de mediana), com o Brasil aparecendo com 61% de ativos fixos. Os autores atribuem esta diferença ao fato de que a mão de obra mais qualificada e melhor

remunerada dos países desenvolvidos é um ativo intangível, enquanto que a mão de obra barata e menos qualificada dos países emergentes deve ser combinada com uma dose maior de ativos fixos. Outra interpretação possível é que o setor de serviços, particularmente o de mais alta tecnologia, é mais importante nos países centrais do que nos periféricos.

Do ponto de vista da rentabilidade contábil, tanto em relação aos ativos quanto ao patrimônio líquido, a lucratividade dos países emergentes é significativamente menor do que a das empresas nos países desenvolvidos entre 1994 e 2000, mas isso não é verdade entre 1997 e 2001 na amostra de De Jong (2001), sintetizada na tabela 2. Em 2000, a mediana do retorno sobre ativos nos desenvolvidos era de 4,2% ao ano e em relação ao patrimônio líquido era de 7,4%, enquanto que nos mercados emergentes estas medianas eram de 3,5% e 7,3%, respectivamente, segundo Glen & Singh (2004), muito próximas portanto. O retorno sobre o patrimônio líquido médio das empresas em economias emergentes apresentou uma volatilidade muito maior do que os correspondentes em empresas de países desenvolvidos, entre 1994 e 2000, segundo Glen & Singh (2004), mas são menos voláteis entre 1997 e 2001. Os EUA, em particular, apresentam grande volatilidade, como já havia sido comentado, possivelmente em decorrência do fim da bolha da Internet e aos atentados de 11 de setembro de 2001. Glen & Singh (2004) acrescentam que retornos mais baixos correspondem a países e períodos de maior inflação. Em conclusão, os autores alegam que a maior parte da variação nas medidas contábeis estudadas é explicada por fatores ao nível da firma, mas que fatores de país apresentam poder explicativo maior do que fatores setoriais. Os autores concluem, também, que há menos diferenças entre os mercados emergentes e desenvolvidos do que se imagina e que as empresas em mercados emergentes estão tão sujeitas às pressões da competição quanto as localizadas em mercados desenvolvidos. Assim sendo, as políticas econômicas deve se concentrar tanto na competitividade do mercado de financiamento quanto no mercado de produto.

De Jong & alli (2006) também analisam um conjunto grande de países emergentes e desenvolvidos (42) no período compreendido entre 1997 e 2001 visando verificar o impacto de fatores ao nível da firma e ao nível do país como determinantes da estrutura de capitais das empresas. Além disso, eles investigam se os fatores de país, além de afetar a estrutura de capitais diretamente, a afetam por meio de sua influência sobre os determinantes locais da estrutura de capitais, de forma indireta e, de fato, demonstram que isto acontece. Portanto, a importância dos fatores de país é ainda maior, uma vez que afetam tanto a estrutura de capital diretamente, quanto indiretamente. Os autores também alegam que estudos anteriores, essencialmente os demais citados neste artigo, supõem que o efeito dos fatores a nível da firma afetam com a mesma intensidade a estrutura de capitais dos diversos países analisados, enquanto isso não é verdadeiro porque este impacto pode ser intensificado ou atenuado pela influência dos fatores de país sobre os fatores locais ao nível da firma.

Glen & Singh (2004) apresentam alguns fatos estilizados, ao nível macro, sobre as economias emergentes. Eles argumentam que a competição no mercado de produtos em economias emergentes é tão ou mais acirrada do que em mercados desenvolvidos e que, em princípio, este não deveria ser um fator que distingue os dois grupos de economias. Quanto ao mercado de trabalho, eles seriam mais flexíveis nos mercados desenvolvidos.

Finalmente, alegam que há grande consenso sobre o menor grau de desenvolvimento dos mercados de capitais em países emergentes. Estes fatos estilizados podem ter grandes implicações para explicar problemas legais e regulatórios nos mercados emergentes.

Um elemento macro interessante é o timing do financiamento com o ciclo econômico. Korajczyk & Levy (2003), para os EUA, sugerem que empresas sem restrições para o financiamento atuam de maneira contra-cíclica, isto é, elas emitem menos dívidas quando o crescimento econômico é maior. Uma explicação seria a remuneração dos executivos, que é menor quando o retorno do mercado de ações é menor, levando-os a preferir a emissão de dívidas, que mitigam os problemas de agência. Por outro lado, a maioria das empresas teria restrições ao financiamento, e preferem aumentar o nível de endividamento quando os retornos do mercado de ações, e o crescimento econômico, são maiores. Seria mais fácil tomar empréstimos quando a lucratividade da empresa é maior. Ao se extrapolar estas conclusões para os mercados emergentes, onde a maioria das empresas deve sofrer sérias restrições ao financiamento, pode-se oferecer mais um fato estilizado: onde as empresas sofrem restrições de financiamento, o endividamento aumenta com o crescimento econômico, que é o que se observa nos trabalhos de Booth & alli (2001) e De Jong & alli (2006), entre outros.

De Jong & alli (2006) examinam os fatores ao nível das firmas e concluem que empresas maiores e com mais ativos tangíveis tendem a apresentar mais endividamento de longo prazo e que a rentabilidade mantém uma relação negativa com o nível de endividamento de longo prazo para a maioria dos países. Outras variáveis examinadas não apresentaram resultados claros. Os autores encontram sustentação para corroborar estudos anteriores em que estes fatores ao nível da firma afetam a decisão sobre a estrutura de capital na forma preconizada pela teoria e que estas teorias têm a capacidade de explicar a escolha sobre a estrutura de capitais em vários países (veja discussão específica para o Brasil a seguir). Entretanto, eles não aceitam a hipótese de que os coeficientes do impacto de cada um destes fatores ao nível da firma sejam iguais para todos os países.

Sobre os fatores ao nível do país, De Jong & alli (2006) indicam, como em outros estudos, que o crescimento econômico, a taxa de inflação, a abertura comercial e o ambiente legal influenciam a estrutura de capitais dos países e que o poder explicativo destes fatores, controlado para os fatores ao nível da firma, é considerável. Um fato estilizado que se deriva de De Jong & alli (2006) é que em países com economia mais estável (maior crescimento e menor inflação) e com melhor cumprimento das leis, as empresas não somente contraem mais dívidas, assim como alguns determinantes da estrutura de capitais têm seus efeitos realçados.

Fan & alli (2006) também estudam os determinantes da estrutura de capitais de 23.192 empresas de 39 países, emergentes e desenvolvidos, no período entre 1991 e 2000. Como nos demais estudos, as empresas listadas de capital aberto predominam. Eles procuram distinguir fatores que influenciam o endividamento de curto e de longo prazo, além de empregar uma grande quantidade de fatores ao nível dos países. Outra inovação é que os autores analisam as interações entre fatores de países. Em consonância com outros estudos, os autores concluem que os fatores ao nível da firma oferecem o maior poder explicativo, seguidos dos fatores ao nível do país, que são mais importantes do que o setor de atividades

da firma. Entre os fatores ao nível do país empregados, estão o nível de tributação, métricas para a qualidade das instituições legais e financeiras, assim como medidas de desenvolvimento econômico e de inflação.

Ao nível do país, um dado novo trazido por Fan & alli (2006) é que o nível de endividamento é menor em países onde o tratamento tributário dos dividendos é mais favorável. O mercado de trabalho raramente é incluído entre os fatores de país. Fan & alli (2006) empregam um sub-rogado para o poder dos sindicatos e concluem que o endividamento é maior onde os sindicatos são mais fortes. Uma explicação oferecida é que o endividamento é empregado como elemento de barganha pela firma nas negociações com os sindicatos, como um fator que ameaça a existência da firma e do emprego. Outro elemento ao nível de país considerado pelos autores são os montantes relativos de depósitos bancários. Em países onde eles são maiores, há mais endividamento de curto prazo. Além disso, em países onde o estado controla mais bancos, as empresas tendem a ser mais endividadas no longo prazo, o que é interpretado pelos autores como um possível uso maior de subsídios ou um “capitalismo de compadres”. Seguindo com os fatores ao nível dos países, e consistentemente com outros autores, o endividamento de longo prazo é maior onde o sistema jurídico é menos viciado e mais empregado para a resolução de conflitos. Ao analisar a influência de medidas de corrupção, os autores concluem que firmas em países mais corruptos ou sistemas legais mais frágeis usam mais endividamento de curto prazo e são mais endividadas de forma geral. Por outro lado, países de tradição jurídica de direito consuetudinário usam mais o endividamento de longo prazo e são menos endividadas em geral. Entretanto, se os países com esta tradição jurídica são mais corruptos, os possíveis efeitos positivos do direito consuetudinário desaparecem.

Da discussão acima, podemos derivar alguns fatos estilizados. O poder explicativo das variáveis ao nível da firma é maior do que o dos fatores ao nível do país, que por sua vez explicam mais do que os fatores sobre o setor de atividade da empresa. Os fatores de país, pelo menos, não devem ser descartados em um estudo seccional de diversos países. Outro fato estilizado que podemos derivar é que quanto maior for a corrupção e menor for o grau de aplicação das leis, maior será o endividamento de curto prazo e menor o uso de endividamento via mercado de capitais e de emissões de ações.

Assim como em outros estudos, Fan & alli (2006) concluem que os determinantes da estrutura de capitais são razoavelmente consistentes entre os países, mas algumas diferenças não deixam de ser observadas. A rentabilidade contábil está negativamente relacionada com o endividamento, como é comum, mas sua influência sobre a estrutura de capitais tende a enfraquecer em função de menores incentivos tributários para a retenção de lucros em países desenvolvidos, porém se fortalece em países mais corruptos. Possivelmente, empresas em países mais corruptos se esquivam de praticar uma taxa de pagamento de dividendos maior porque o financiamento por meio da emissão de ações pode ser difícil ou caro. A proporção de ativos tangíveis e o tamanho da firma se apresentaram positivamente relacionados com o endividamento total das firmas.

Fan & alli (2006) estudam explicitamente o efeito dos fatores de países sobre o prazo de vencimento da dívida. O prazo é significativamente menor em países mais corruptos, com mais depósitos bancários e em países desenvolvidos com maior controle estatal sobre os

bancos e maior em países com tradição de direito consuetudinário e em países em desenvolvimento com maior controle estatal sobre os bancos. De forma geral, o prazo da dívida é maior onde a economia é mais desenvolvida, mas não se encontra uma relação entre o prazo e a taxa de inflação, ao contrário de outros estudos. Este último resultado, que à primeira vista parece intrigante, é interpretado por Fan & alli (2006) como função do período analisado. No período mais recente, as taxas de inflação declinaram significativamente na maioria dos países, deixando de ser um fator com capacidade explicativa na análise seccional da amostra global de endividamento corporativo. Portanto, um fato estilizado sobre o prazo da dívida é que ele aumenta com o grau de desenvolvimento do mercado financeiro e da economia em geral, onde a dominância dos bancos é menor e o grau de aplicação das leis é melhor.

Ao nível de fatores que diferenciam os países quanto à estrutura de capitais, um estudo inovador é o de Jalal (2006). O autor emprega um modelo explicativo do nível marginal de endividamento em função das necessidades externas de financiamento das empresas e interpreta o coeficiente derivado deste modelo como um indicador do grau de eficiência do mercado financeiro do país. Quanto mais próximo de 1 for o coeficiente, mais as necessidades externas de financiamento são atendidas por meio da emissão marginal de dívida. O Brasil aparece com o maior coeficiente de todos os países analisados, 0,24 e, portanto, segundo a interpretação dada por Jalal (2006), com o mercado financeiro menos eficiente entre os 38 países analisados no período entre 1980 e 2005. Certamente, este resultado tão desfavorável para o país, deve muito ao período de grande instabilidade nos anos 80. Este coeficiente mantém uma correlação consistente com diversos indicadores do grau de desenvolvimento, qualidade das instituições e do mercado financeiro dos países.

O estudo de Jalal (2006) inclui somente as maiores empresas na amostra, como é praxe. À medida que o mercado de ações se desenvolve, naturalmente, há um uso menor do endividamento. O melhor desenvolvimento do mercado de ações está associado ao maior desenvolvimento econômico, ao maior grau de proteção aos acionistas e ao menor grau explicativo das necessidades de financiamento externo sobre o endividamento marginal. Por outro lado, onde o mercado bancário é relativamente maior e as taxas de inflação mais elevadas, o poder explicativo das necessidades externas de financiamento sobre a emissão marginal de dívida é maior. A inflação apresenta um comportamento não linear. A emissão marginal de dívida diminui quando a inflação é ou muito baixa ou muito alta. Para valores intermediários de inflação, há uma relação positiva com a emissão marginal de dívida. De forma geral, onde há fatores políticos, econômicos ou legais que complicam o desenvolvimento do mercado de ações é onde há maior nível de endividamento marginal.

Um dado muito interessante a respeito da emissão de ações e dívida apresentado por Jalal (2006) é que, em 2004, 45% das empresas emitiram ações de forma líquida enquanto somente 32% emitiram dívida de forma líquida. Entretanto, quando se examina este dado separando-se as firmas entre países emergentes e desenvolvidos, o quadro muda. 50% das empresas dos países desenvolvidos foram emissoras líquidas de ações enquanto somente 30% delas foram emissoras líquidas de dívida. Já nos países emergentes, 43% das firmas foram emissoras líquidas de dívida e somente 30% foram emissoras líquidas de ações. Portanto, o nível de endividamento marginal tem muito a ver com o nível de desenvolvimento do país e, conseqüentemente, com a qualidade das instituições, com a

estabilidade da economia, e outros fatores ao nível do país. Sendo assim, não é surpresa que o coeficiente do modelo estimado por Jalal (2006) seja mais elevado para os países de menor renda per capita e menor para os países de maior renda. Quanto maior for este coeficiente, menor o grau de desenvolvimento do mercado de ações e menor o grau de emissões líquidas de ações por parte das empresas destes países.

2. ANÁLISE COMPARATIVA DA LITERATURA SOBRE ESTRUTURA DE CAPITAIS DE EMPRESAS NÃO LISTADAS E DE CAPITAL FECHADO

Esta seção apresenta uma análise comparativa de estrutura de capitais de empresas de capital fechado ou de capital aberto não listadas. Empregam-se informações dos artigos de Giannetti (2003), Hall, Hutchinson & Michaelas (2004), Leal (2001) e Dos Santos (2005), bem como uma compilação recente feita para este artigo a partir de dados da Receita Federal.

Giannetti (2003) argumenta que o fato surpreendente de que fatores institucionais tenham uma influência menor do que os fatores ao nível da firma deve ser consequência do tipo de amostra empregada na maioria dos estudos: empresas de capital aberto em bolsa. A amostra de Giannetti (2003) trata de empresas européias não listadas em bolsa e oferece uma oportunidade de um olhar sobre sua estrutura de capitais, pouco estudada na literatura. Em seu estudo, ela encontra diferenças significativas entre o nível de endividamento dos países, que são mais acentuadas quando se examinam somente as empresas não listadas, e ela acrescenta que estas diferenças se devem principalmente às instituições. A amostra usada inclui 61.557 empresas da Bélgica, Espanha, França, Holanda, Irlanda, Itália, Portugal e Reino Unido entre 1993 e 1997. Hall & alli (2004) usam uma amostra dos mesmos países para 1995, chegando a conclusões similares sobre a influência dos fatores de países, mas sem analisar em detalhes as interações entre estes fatores e os determinantes ao nível da firma. Por isso, esta análise prossegue somente resenhando as conclusões de Giannetti (2003).

Alguns fatos estilizados sobre empresas não listadas emergem da análise de Giannetti (2003). Elas são mais endividadas, mesmo depois de se controlar para os determinantes da estrutura de capitais usuais. O tamanho das empresas de um país também é um fator determinante da estrutura de capitais. As empresas menores são mais endividadas e em prazos mais curtos do que as maiores. Uma constatação interessante é que as empresas menores do Reino Unido são aquelas que apresentam o maior nível de endividamento, talvez porque o ambiente legal seja o mais favorável ao mercado de capitais. O maior uso do mercado de capitais pelas empresas maiores leva os bancos a se interessarem mais pelas empresas menores. Assim, o maior grau de desenvolvimento e de qualidade institucional de um país pode influenciar tanto o maior grau de endividamento de longo prazo das empresas maiores quanto das empresas menores, as primeiras usando mais o mercado de capitais e as outras mais o mercado de crédito bancário. Outro fato estilizado importante é que onde há maior proteção ao crédito há mais empréstimos para empresas com menos ativos tangíveis.

Há confirmação para o comportamento de alguns fatores ao nível da firma que já foram discutidos anteriormente. Por exemplo, a rentabilidade apresenta relação negativa com o nível de endividamento. As firmas com mais ativos tangíveis cuja vida útil é mais longa

apresentam maior grau de endividamento de longo prazo. A concentração do direito de propriedade parece estar relacionada negativamente com o uso do mercado de ações. Estas empresas procuram financiar seu crescimento com o emprego de dívida. Apesar disso, empresas com maior potencial de crescimento são menos endividadas nos países em que o mercado de ações é menos desenvolvido.

Giannetti (2003) estuda a relação da idade da firma com o endividamento. À medida que a idade da empresa aumenta, seu nível de endividamento tende a diminuir de forma mais acelerada. Pode ser que empresas bem estabelecidas consigam atrair novo capital acionário, por meio de mecanismos alternativos à emissão pública de ações. As empresas mais maduras apresentam maior endividamento nos países onde o mercado de debêntures é mais desenvolvido, mas esse efeito é irrelevante para as empresas mais jovens.

Quanto ao prazo de vencimento da dívida, há uma relação inversa entre prazo e a volatilidade do retorno sobre ativos somente nos países onde a qualidade de proteção ao credor é pior. Não se constata esse efeito nos países que oferecem melhor proteção ao crédito. As empresas tentam compatibilizar a vida de seus ativos com o prazo de suas dívidas e a capacidade de oferecer garantias também mantém relação positiva com o prazo da dívida. As empresas mais endividadas apresentam mais dívida de longo prazo do que as empresas menos endividadas. Por fim, o prazo da dívida é mais curto nos países onde há maior concentração bancária.

No Brasil, Dos Santos (2005) apresenta algumas estatísticas descritivas para 57 empresas de capital aberto para 2003, com um endividamento total médio de 28%. Barros (2005) apresenta uma média de 30,8% para o endividamento total em relação ao ativo contábil e de 31,7% em relação ao valor de mercado dos ativos para 153 empresas listadas na Bovespa entre 1998 e 2003. Para as maiores empresas abertas brasileiras, De Jong & alli (2006) apresentam uma média de 47% para o endividamento total sobre o valor de mercado dos ativos para o período 1991-2001. Glen & Singh (2004) apresentam uma média de 62% para o endividamento total sobre o valor contábil dos ativos para 117 empresas abertas em 2000. Portanto, há grandes variações entre as amostras empregadas por diversos autores, sendo que as dos estudos brasileiros, como o de Barros (2005), tendem a ser mais representativas das empresas de capital aberto listadas. A comparação da estatística de Dos Santos (2005) e Barros (2005) não permite concluir que o grau de endividamento das empresas listadas e não listadas seja diferente. A diferença, entretanto, entre os resultados de Barros (2005) e aqueles dos estudos internacionais permite concluir que as maiores empresas listadas empregam mais endividamento que as menores empresas listadas.

Leal (2001) apresenta a média, por quartis da variável tamanho da empresa, do endividamento de empresas de capital aberto brasileiras entre 1996 e 2000. As empresas maiores apresentam endividamento de longo prazo e total maiores e endividamento de curto prazo menor. Os custos do financiamento parecem ser bem maiores para as empresas menores. A média para as empresas de capital aberto maiores é de 29,5% para o endividamento total e de 16,9% para o endividamento de longo prazo. Em uma amostra de 206.096 empresas brasileiras, obtida do Anuário da Receita Federal, o endividamento total é de 44.4% e o endividamento de longo prazo é de 23.3% na média, como esta amostra é amplamente dominada por empresas pequenas de capital fechado ou limitado, verifica-se

que o nível de endividamento total parece ser bem maior nas empresas pequenas mas o de longo prazo é até mais alto. Na tabela 3 apresentamos dados comparativos das empresas listadas e não listadas.

Como conclusão podemos dizer que as empresas menores apresentam maior nível de endividamento com prazos mais curtos. Entretanto, quando o mercado de capitais é desenvolvido, ou o mercado bancário é pouco concentrado, as empresas menores podem se endividar mais usando mais dívidas de longo prazo, talvez como consequência da melhor qualidade geral das instituições uma vez que o grau de desenvolvimento do mercado de ações está relacionado com isso. Melhor grau de proteção ao crédito está positivamente ligado ao prazo da dívida.

Tabela 3
Estrutura de Capital e Indicadores Financeiros (em R\$ milhões) das Companhias Brasileiras em 2004

Indicadores	Todas as Cias	Cias Listadas
Ativo total (AT)	19,83	4.493,11
Passivo exigível (PE) / AT (%)	56,72	59,34
Passivo exigível curto prazo (PECP) / AT (%)	25,67	33,07
Passivo exigível longo prazo (PELP) / AT (%)	31,05	26,27
Financiamento (F) / AT (%)	20,36	24,02
Financiamento curto prazo (FCP) / AT (%)	8,04	11,15
Financiamento longo prazo (FLP) / AT (%)	12,32	12,87
Receita bruta	15,92	3.649,38
Lucro operacional	0,73	651,03
Retorno sobre o ativo ROA (%)	3,68	7,11
# Cias	149.203	228

Fonte: Receita Federal e Economática.

3. DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAIS NO BRASIL

3.1 Composição e Determinantes

Inicia-se a análise pela composição da estrutura de capitais das empresas brasileiras, que sabidamente não podem contar com um mercado de capital plenamente desenvolvido. Não é surpreendente que o uso de endividamento de longo prazo seja limitado e que a principal fonte de recursos seja a retenção de lucros. Isto limita seriamente a capacidade de crescimento das empresas nacionais. O endividamento tem sido a forma preferida de financiamento junto ao mercado de capitais e o papel do mercado acionário é limitado, como retratado por Sanvicente (2001) e Soares e Procianoy (2000). Soares and Procianoy (2000) sugerem que há mais uso de endividamento depois do Plano Real e que o novo

endividamento é predominantemente de curto prazo. Pode ser que estas constatações estejam mudando nos últimos, particularmente em 2005, 2006 e 2007.

Rodrigues Jr. e Melo (1999) examinaram o fluxo de caixa de empresas de capital aberto entre 1987 e 1996 e concluíram que elas financiavam uma média de 64% de suas necessidades por meio de lucros retidos, 30% com endividamento e somente 6% com emissão de ações. Zonenschain (1998) apresenta resultados similares. Estes autores acreditam que os estudos que os precedem são falhos porque utilizaram dados de balanço patrimonial, que são distorcidos pela inflação e sujeitos a manobras para diminuir a tributação.

Estudos sobre a composição da estrutura de capitais de um grupo abrangente de empresas brasileiras foram feitos por Moreira e Puga (2001), Rocca et al (1998) e Leal (2001). Eles examinaram as decisões de financiamento de uma vasta amostra de firmas industriais brasileiras. Moreira e Puga (2001) usaram a base de dados da Receita Federal para obter informações de 4312 firmas que representavam 53% da produção industrial em 1997. Os principais problemas com esta base de dados são a sua natureza tributária e os incentivos que as firmas podem ter para omitir informações. Como nos demais estudos, Moreira e Puga (2001) concluem que as empresas brasileiras dependem mais do financiamento por meio de recursos próprios do que a média de outras nações em desenvolvimento. A média para todas as empresas de capital nacional era de 54%, com pequenas empresas usando 63% do financiamento via recursos próprios, e grandes empresas 44%. As maiores empresas usavam mais financiamento via ações (26%) do que as menores (17%). Eid Jr.(1996) apresenta resultados similares por meio de uma pesquisa por questionário feita com uma amostra de empresas de capital aberto e de capital fechado de vários portes. Moreira e Puga (2001) encontram uma maior utilização do endividamento (25%) do que em estudos anteriores, o que reflete a expansão do mercado de debêntures depois do Plano Real.

Pereira (2000) sugere que, apesar de limitado, o uso de endividamento de longo prazo cria valor no Brasil uma vez que o endividamento pode reduzir os conflitos de interesse entre os administradores e os acionistas. Por outro lado, Procianoy & Schnorrenberger (2004) alegam que há mais aversão ao endividamento e ao risco financeiro nas empresas cujo controle é mais concentrado. Leal & Carvalho da Silva (2007) não encontram relação entre o endividamento total e o grau de concentração de controle sobre o capital votante e sobre o capital total do principal acionista, nem para um índice que mede a qualidade das práticas de governança corporativa ao nível das empresas. Por outro lado, Mendes (2002) encontra relação negativa e significativa entre o grau de separação dos direitos de voto e dos direitos de propriedade (capital total) e o grau de endividamento total para uma amostra de 197 empresas de capital aberto no ano de 1998. Por outro lado, nem todas as variáveis de grau de concentração de direitos de voto e de propriedade, na estrutura direta ou indireta de controle, apresentaram significância estatística. Da mesma forma, usando os dados de estrutura de capital de 1998 de Gomes e Leal (2000), Nascimento (2000) não encontra evidência da influência do grau de concentração dos direitos de voto e propriedade sobre o endividamento total, depois de considerados os determinantes usuais da estrutura de capitais. Os resultados nacionais sobre a influência de variáveis relacionadas ao governo

corporativo e ao grau de concentração do controle acionário sobre a estrutura de capitais não apresentam evidência forte desta relação.

Barros (2005) examina a influência das características pessoais dos principais gestores da empresa (fundador, outra geração, diretor-presidente, presidente do conselho) como empreendedores ou não. O autor conclui que as empresas com gestores otimistas ou excessivamente confiantes, como seria o caso de empreendedores fundadores, apresentam maior nível de endividamento. Por outro lado, consistentemente com outros estudos nacionais, Barros (2005) não encontra uma relação significativa do grau de concentração dos direitos de voto sobre o nível de endividamento. Aparentemente, características pessoais, têm forte influência sobre as decisões empresariais, incluindo o grau de endividamento de uma empresa.

Leal (2001) examina três amostras para descrever as escolhas de financiamento de empresas brasileiras. A primeira consiste em dados de 1999 compilados pela Secretaria da Receita Federal. A amostra não inclui instituições financeiras. Empresas muito pequenas que se enquadram no “Simples” também não estão incluídas. A base de dados Econômica é a segunda escolha de dados e a amostra consiste em empresas listadas em bolsa em dezembro de 2000 analisadas a partir de dezembro de 1996. Bancos e empresas de seguros foram novamente excluídos. A terceira escolha de dados consiste nas 500 maiores e melhores empresas não-financeiras brasileiras (“Maiores & Melhores”) segundo a revista Exame entre 1996 e 2000 e contém empresas de capital aberto e fechado. Rocca et al. (1998) examinam uma amostra de 644 empresas abertas e fechadas obtida do banco de dados da Austin Rating.

Os resultados de Leal (2001) e Rocca et al. (1998) indicam que um pequeno número de grandes empresas de capital aberto tem acesso aos mercados de crédito e de capitais com despesas de juros relativamente baixas. As empresas menores usam mais dívida de curto prazo do que de longo prazo. As dívidas de curto prazo podem ser mais caras para as empresas menores do que as de longo prazo. O financiamento de longo prazo pode, simplesmente, não estar disponível para estas empresas. A emissão de ações é mínima. O retorno sobre os ativos é muito menor que o custo de financiamento. As empresas de capital fechado têm um nível de endividamento bem menor que o das empresas de capital aberto. O custo do passivo oneroso é menor para as empresas de capital aberto e para empresas maiores. O problema crítico identificado aqui é a escassez de financiamento por meio de passivo de longo prazo para uma ampla gama de empresas.

Dados de 2004 foram empregados para uma análise mais recente para este trabalho. A tabela 3 mostra a estrutura de capitais das companhias brasileiras incluídas no anuário estatístico da Receita Federal em 2004. Ao todo, são 149.203 companhias que apresentaram declaração no regime de lucro real. Para efeito de comparação, ilustram-se também os mesmos indicadores para as companhias abertas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). No final de 2004, existiam 358 companhias listadas na Bovespa. Esta amostra inclui as 228 empresas que continham todas as informações de estrutura de capital necessárias para a realização dos cálculos na tabela 3. Como não se obteve dados mais recentes da Receita Federal, manteve-se a análise em 2004 com a expectativa de que estes dados não tenham se alterado demasiado entre 2004 e 2006.

A diferença de tamanho entre os dois grupos de companhias é nítida. Em média, o ativo total e a receita bruta de todas as companhias são de R\$ 19,83 milhões e R\$ 15,92 milhões para todas as companhias e R\$ 4,49 bilhões e R\$ 3,65 bilhões para as companhias listadas, respectivamente.

A estrutura de capital das companhias foi estudada analisando todo o passivo exigível e apenas os passivos referentes a financiamentos tanto no curto como no longo prazo. O item financiamentos inclui empréstimos bancários, notas promissórias (*commercial papers*), debêntures, bônus emitidos no mercado internacional, entre outros tipos de financiamento. Pode-se notar que as companhias listadas tendem a possuir uma estrutura de capital mais alavancada do que as demais companhias, tanto no que se refere ao passivo exigível (59,34% e 56,72% dos ativos, respectivamente), como também nos financiamentos (24,02% e 20,36% dos ativos, respectivamente). Uma outra diferença entre os dois grupos de empresas está no prazo médio do passivo exigível, que é mais concentrado no curto prazo nas companhias listadas, enquanto o inverso acontece com as demais companhias. Em relação aos financiamentos, a maior parte está no longo prazo.

Estas evidências confirmam alguns dos fatos estilizados derivados acima, como a predominância do passivo circulante e do curto prazo para empresas menores, enquanto o financiamento de longo prazo fica concentrado com as empresas maiores. Lucinda & Saito (2005) confirmam que empresas com mais ativos tangíveis usam mais dívida, preferindo dívida contratada de forma privada à emissão pública, mas, à medida que aumenta o exigível de longo prazo, aumenta a diversificação das fontes de financiamento, como já havia sido constatado em outros estudos. O tamanho da empresa também mantém relação positiva e significativa com a diversificação das fontes de financiamento.

Pode-se notar também que a rentabilidade operacional das empresas listadas é bem superior à das demais companhias. Em média, o lucro operacional e o retorno sobre ativo (ROA) são de R\$ 0,73 milhões e 3,68% para todas as companhias e R\$ 651,03 milhões e 7,11% para as companhias listadas, respectivamente, entretanto, como a base de dados empregada para as empresas menores é de cunho tributário, pode haver subestimação dos lucros para estas companhias.

A tabela 4 mostra os indicadores de estrutura de capital, tipos de financiamentos, fluxo de fundos e custos financeiros das companhias listadas divididas em quartis, de acordo com o tamanho dos ativos. Pode-se perceber que as empresas listadas maiores são mais alavancadas do que as empresas listadas menores e que seus financiamentos são mais concentrados no longo prazo, enquanto que as empresas menores se endividam mais no curto prazo. Portanto, mesmo entre as companhias listadas o fato estilizado se repete.

Em relação aos tipos de financiamentos, as empresas menores recorrem majoritariamente aos empréstimos com bancos nacionais (19,58% dos ativos), tendo pouco acesso às debêntures (0,14% dos ativos) e aos mercados de internacionais de bancos (3,85% dos ativos) e eurobônus (0% dos ativos). Por outro lado, as empresas maiores têm mais acesso aos mercados de eurobônus (3,39% dos ativos), debêntures (5,00% dos ativos) e empréstimos com bancos internacionais (10,32% dos ativos). O padrão de financiamento diferenciado de acordo com o tamanho da empresa (no que se refere a prazo e tipos de

fontes de financiamento) se reflete nos custos dos financiamentos, que atingem, na média, 45,10% para as empresas menores e 28,42% para as empresas maiores.

Tabela 4
Estrutura de Capital, Tipos de Financiamentos, Fluxo de Fundos e Custos Financeiros das Companhias Listadas Classificadas por Tamanho (Ativo Total)

Indicadores	1Pequenas	2	3	4 Grdes
Ativo total (AT)	141,04	720,20	2.087,95	15.203,25
<i>Estrutura de Capital</i>				
Financiamento (F) / AT (%)	23,57	22,65	22,99	26,85
Financiamento curto prazo (FCP) / AT (%)	15,65	11,86	8,19	8,89
Financiamento longo prazo (FLP) / AT (%)	7,92	10,80	14,80	17,96
<i>Tipos de Financiamentos</i>				
Debêntures / AT (%)	0,14	1,57	2,31	5,00
Bancos nacionais / AT (%)	19,58	12,46	12,15	8,14
Eurobônus / AT (%)	0,00	1,38	1,16	3,39
Bancos internacionais / AT (%)	3,85	7,24	7,37	10,32
<i>Fluxo de Fundos</i>				
Das operações / total de fundos obtidos (%)	68,48	64,23	57,59	69,06
De emissão de ações/total de fundos obtidos (%)	4,11	1,38	4,09	3,23
De terceiros / total de fundos obtidos (%)	27,41	34,40	38,33	27,71
<i>Custos Financeiros</i>				
Despesas financeiras / Financiamentos (%)	45,10	37,35	38,65	28,42
Despesas financeiras / AT (%)	6,64	6,76	6,42	5,77
<i>Outros</i>				
Retorno sobre o ativo ROA (%)	4,71	5,34	9,52	8,88
Frequência acionistas estrangeiros (%)	10,53	15,79	24,56	33,33
Frequência de empresas emitindo ADRs (%)	5,26	22,81	22,81	59,64

Fonte: Econômica e Comissão de Valores Mobiliários

Pode-se notar também que, em média, as empresas listadas maiores são mais rentáveis do que as empresas listadas menores. O ROA médio das empresas maiores e menores foi de 8,88% e 4,71%, respectivamente. Além disso, as empresas maiores possuem mais acionistas estrangeiros no controle e emitem mais ADR no mercado internacional.

A tabela 5 mostra os indicadores de estrutura de capital, tipos de financiamentos, fluxo de fundos e custos financeiros das companhias listadas divididas em quartis de acordo com a carga de despesas financeiras como percentual dos financiamentos. A primeira conclusão é que as empresas maiores são as que possuem menor custo financeiro. Como consequência natural, a alavancagem das empresas maiores é maior do que as empresas menores. Estas

últimas recorrem principalmente ao fluxo de suas operações para financiar suas necessidades de capital (95,56% dos recursos obtidos vêm das operações e apenas 1,32% vem de terceiros). Por sua vez, as empresas maiores, por possuírem menores custos financeiros, recorrem mais ao financiamento de terceiros (35,40%).

Tabela 5
Estrutura de Capital, Tipos de Financiamentos, Fluxo de Fundos e Custos Financeiros das Companhias Listadas Classificadas por Despesas Financeiras

Indicadores	1	2	3	4
	Altos			Baixos
Ativo total (AT)	1.672,71	3.407,46	5.193,74	7.698,53
<i>Estrutura de Capital</i>				
Financiamento (F) / AT (%)	11,82	24,76	28,09	31,40
Financiamento curto prazo (FCP) / AT (%)	7,72	11,88	11,70	13,28
Financiamento longo prazo (FLP) / AT (%)	4,11	12,87	16,38	18,12
<i>Tipos de Financiamentos</i>				
Debêntures / AT (%)	1,54	3,87	2,42	1,20
Bancos nacionais / AT (%)	6,97	12,96	16,15	16,25
Eurobônus / AT (%)	0,34	0,52	1,10	3,97
Bancos internacionais / AT (%)	2,97	7,41	8,42	9,98
<i>Fluxo de Fundos</i>				
Das operações / total de fundos obtidos (%)	95,56	50,89	49,41	63,32
De emissão de ações / total de fundos obtidos (%)	3,13	4,71	3,58	1,29
De terceiros / total de fundos obtidos (%)	1,32	44,40	47,00	35,40
<i>Custos Financeiros</i>				
Despesas financeiras / Financiamentos (%)	84,68	33,26	22,06	9,52
Despesas financeiras / AT (%)	8,12	8,26	6,22	2,99
<i>Outros</i>				
Retorno sobre o ativo ROA (%)	6,38	4,55	7,72	9,80
Frequência de acionistas controladores estrangeiros (%)	28,07	15,78	24,56	15,78
Frequência de empresas emitindo ADRs (%)	21,05	21,05	33,33	35,09

Fonte: Economática e Comissão de Valores Mobiliários

Em relação aos tipos de financiamento, as empresas com alto custo financeiro recorrem majoritariamente aos empréstimos com bancos nacionais, enquanto as empresas com menores custos financeiros empregam com mais intensidade os bancos internacionais e eurobônus. Pode-se notar que as empresas com menores custos financeiros também possuem maior rentabilidade operacional.

Conclui-se, então, que as constatações dos estudos brasileiros são consistentes com aquelas que foram apresentadas sobre o Brasil quando se resenhou as conclusões de estudos que consideram amostras de diversos países. O uso do mercado de capitais, tanto interno quanto

externo, concentra-se nas empresas maiores, que obtêm financiamento a prazos mais longos e menores custos de uma diversidade maior de bancos e mercados.

Passa-se agora para alguns estudos sobre os determinantes das escolhas da estrutura de capitais feitas por empresas brasileiras. Somente Moreira e Puga (2001) usam uma amostra representativa. Eles mostram que firmas menores, menos intensivas em capital, mais lucrativas e que apresentam maior crescimento usam mais financiamento via recursos próprios do que junto ao mercado de capitais. O financiamento via o mercado de capitais, tanto por endividamento como por ações, é mais importante para empresas maiores, mais intensivas em capital, menos lucrativas e com crescimento mais lento.

Eid Jr. (1996) pesquisou 161 empresas, sendo 59% sociedades por ações, 35% sociedades limitadas e 6% de outros tipos de organizações, tais como fundações. Sua amostra consiste em 97,5% de empresas do setor privado. As empresas parecem preferir o endividamento à emissão de ações para financiar novos projetos e grandes empresas mostram um comportamento oportunista quando se financiam, ao invés de procurar uma estrutura de capital ideal. Por exemplo, 80% das empresas de capital aberto no estudo consideraram suas ações subvalorizadas.

Os estudos que só consideram empresas de capital aberto, como os de Perobelli e Famá (2001), Gomes e Leal (2000) e Kayo e Famá (1997), entre vários outros, mostram que elas usam mais endividamento (tanto de curto prazo quanto total) quando elas são menores, têm um crescimento mais lento, têm mais ativos tangíveis e maior participação dos acionistas controladores. Os resultados dos estudos empíricos são consistentes com a teoria do *pecking order* e mostram que as firmas geralmente usam lucros retidos, dívidas e, então, ações, nesta ordem. Uma nova teoria, a das janelas de oportunidade, onde o nível de endividamento subsequente à emissão inicial de ações, deve cair, não foi confirmada no Brasil por Basso & alli (2004).

A evidência empírica sobre os determinantes da estrutura de capitais é contraditória. Análises econométricas ora apontam para a estratégia definida como *pecking order*, ora apontam para a estratégia do *trade-off*. Outras análises, mais recentes, contemplam o *market timing* (como Basso & alli, 2004). Possivelmente, a dificuldade se dá porque a análise seccional, geralmente empregada nestes estudos, tem problemas sérios, que vão desde o grande erro-padrão dos coeficientes estimados, ao baixo coeficiente de determinação das regressões, terminando com os inevitáveis problemas de relações endógenas. Por isso, Prates & Leal (2005), perguntaram às empresas em que baseiam suas decisões de financiamento. Eles empregaram uma amostra de conveniência de empresas de capital aberto e fechado com financiamento junto ao BNDES e não identificaram uma estratégia predominante que explique o comportamento das empresas da amostra, nem tampouco encontraram sustentação para a estratégia do *pecking order*, mas os dados evidenciaram tanto o uso de uma estratégia de *trade-off* quanto de *market timing*.

3.2 Condicionantes do Acesso ao Crédito

Esta seção analisa brevemente alguns dos principais fatores que influenciam o acesso ao crédito por parte das empresas brasileiras. O foco não é na pessoa física nem no micro-

crédito ou crédito para pessoas jurídicas muito pequenas, uma vez que estes condicionantes podem manter pouca relação com a estrutura de capitais das empresas maiores, que são as que potencialmente têm acesso ao mercado internacional de capitais. O relatório World Bank (2004) apresenta uma análise detalhada sobre o acesso a serviços financeiros no Brasil, com um foco na exclusão financeira da qual é vítima grande parte da população e das empresas pequenas. Entretanto, este relatório também resenha alguns elementos relevantes para as empresas maiores, sem falar no fato de que alguns dos fatores macro são comuns a todos os tipos de devedores. Esta breve resenha também se baseará em Leal (2001) que procurou rever a literatura doméstica sobre o assunto para este projeto do Banco Mundial. Ainda no Brasil, há os trabalhos seminiais de Pinheiro & Cabral (1998) e de Pinheiro (2000) que serviram de base para os comentários dos trabalhos referenciados e que trazem um grande número de detalhes sobre a influência do judiciário na economia e no crédito, em particular. Finalmente, o relatório do Banco Central (2005) sobre o mercado de crédito e o spread bancário foi uma fonte importante.

Obviamente, do ponto de vista macro, o nível das taxas de juros é um dos principais condicionantes do acesso ao crédito no país. As altas taxas de juros e os elevados *spreads* bancários representam uma grande barreira para muitos tomadores. Foi somente nos últimos anos que o nível de crédito bancário privado como percentual do PIB passou os níveis de 1994, chegando a 32,7% ao final de 2005. Este percentual é menor que o apresentado por muitos países emergentes e, certamente, que o de países desenvolvidos, e é um forte indicador do grau de baixo desenvolvimento da intermediação bancária como fonte de recursos para o crédito privado. Do ponto de vista estritamente doméstico, o Banco Central (2005) não atribui a nenhum segmento específico este crescimento, julgando-o generalizado. É claro que sempre se pode destacar a introdução do crédito consignado e inovações no crédito habitacional.

Um dos fatores limitadores do crédito, possivelmente, é o deslocamento dos tomadores privados causado pelo governo ao colocar seus títulos junto às instituições bancárias para financiar suas crescentes necessidades. A dívida interna brasileira não pára de crescer desde muito tempo e atingiu mais de 1 trilhão de reais em 2006. Uma discussão sobre o assunto, que transcende os objetivos deste artigo, pode ser encontrada em Leal & Carvalhal da Silva (2006), que citam vários artigos nacionais, ao discutir a possível influência deste deslocamento sobre o mercado doméstico de debêntures. O fato é que não se pode obter uma relação segura de causa e efeito quando se examina somente o Brasil. Por outro lado, estudos que examinaram o deslocamento usando amostras de muitos países não encontraram evidências para sustentá-lo. Entretanto, o fato de não haver sustentação em uma amostra seccional de países não exclui a possibilidade de haver o deslocamento em alguns dos países da amostra.

Arida, Bacha & Resende (2005) discutem três hipóteses comumente listadas por diversos comentaristas para as altas taxas de juros antes de introduzir sua argumentação sobre a incerteza de jurisdição. A primeira seria a do mau equilíbrio, alegando que os juros reais são muito altos porque o Banco Central é excessivamente conservador e preocupado com sua reputação de quase-independência. A outra é o deslocamento causado pelos títulos federais e, a terceira, é a vulnerabilidade da economia brasileira a choques externos. A discussão destes autores, a partir daí, concentra-se no judiciário. Vários autores também

relatam diversos problemas com o judiciário, como o relatório do Banco Mundial já citado, onde trabalhos de autores nacionais são comentados, além dos importantes trabalhos de Pinheiro (2000) e Pinheiro & Cabral (1998).

Sem querer estender muito esta discussão, sabe-se que o judiciário brasileiro pode ser moroso, oferecer inúmeras oportunidades de recursos e atrasos, é formalista, podendo até mesmo ter um viés pró-devedor, o que reduz muito o grau de proteção legal oferecido ao credor. Além do judiciário propriamente dito, outros elementos que aumentam o risco de jurisdição no Brasil são a natureza potencialmente intervencionista do Estado brasileiro e a não convertibilidade plena do real. Arida & alli (2005) argumentam que esta incerteza é o resultado de um processo histórico e que não pode ser alterada rapidamente. Passos graduais que podem levar a uma redução da incerteza de jurisdição seriam o término das poupanças compulsórias, que sustentam vários tipos de financiamento a taxas fora do mercado; a plena convertibilidade do real; a substituição de impostos que não incidem sobre a renda, como a CPMF, e o aumento da integração do Brasil com economias com menor risco de jurisdição.

Um estudo do Banco Central (2005) tenta identificar os principais componentes do spread bancário. Entre os componentes maiores estão as despesas administrativas do banco, o spread para inadimplência e, em escala menor, impostos, cuja participação no spread vem se elevando, e os depósitos compulsórios. Portanto, uma vez mais, fatores macro limitam fortemente o crédito, direta ou indiretamente, por meio de sua influência sobre a taxa de juros. Por exemplo, o spread sobre a inadimplência, segundo os autores, corresponderia aos altos custos de recuperação judicial do crédito. Por outro lado, os custos administrativos no Brasil parecem ser bem mais altos do que em outros países latino-americanos. Por isso, várias iniciativas vêm sendo implementadas para tentar reduzir os custos administrativos e de inadimplência no Brasil. Por exemplo, a ampliação da Central de Risco de Crédito do Banco Central, a portabilidade e maior acesso a informações sobre o histórico de crédito dos devedores, a proposta de construção e uso compartilhado de um banco de dados de informações positivas de crédito, a ação permanente do Banco Central no sentido de racionalizar suas exigências burocráticas, a regulamentação das operações com derivativos de risco de crédito e a introdução da validação jurídica de contratos criados por meio eletrônico.

Outras iniciativas vêm sendo tomadas no âmbito do judiciário, como a maior educação dos juízes em relação a questões financeiras, na tentativa de reduzir um possível viés anti-credor, a simplificação do processo de recuperação judicial da dívida, com medidas já implantadas, como a súmula vinculativa e a fusão das ações de conhecimento e de execução visando acelerar o processo, além de várias propostas em trâmite no Congresso Nacional, tendo como possível consequência a redução do tempo que leva a ação judicial, a criação de varas específicas para o direito societário e a proposta de desvinculação do principal da dívida em ações que questionam o juros, ficando o principal devido fora da ação, ainda em estudo. Lei recente sobre o financiamento de imóveis estabelece que o pagamento das parcelas dos valores não sujeitos a contestação legal devem continuar a ser pagos. O reconhecimento do valor legal da validação eletrônica de instrumentos de dívida acelera o processo operacional bancário sem que com isso o banco fique sujeito ao formalismo desnecessário de assinaturas etc, de que tanto padece o judiciário brasileiro.

Medidas como estas, e várias outras, relacionadas em Banco Central (2005), visam reduzir o risco de crédito representado pelo uso do judiciário para postergar o pagamento de dívidas, por exemplo.

Outras iniciativas, como uma redução do compulsório, ajudam muito. Maiores reduções dos depósitos compulsórios poderão ser ainda mais benéficas. Está em estudo a redução da carga tributária indireta sobre a intermediação financeira e a eliminação da incidência de IR e CSLL sobre créditos não recebidos. Os impostos sobre certos tipos de créditos já foram reduzidos, como o IOF sobre empréstimos pessoais. Outra medida importante é a securitização de créditos bancários. O emprego promissor dos Certificados de Cédula de Crédito Bancário - CCCB, como título executivo judicial, cujo processo de recuperação na justiça é mais rápido do que passível de securitização, pode trazer mais liquidez ao sistema. A extensão da alienação fiduciária para o crédito imobiliário e outros tipos de crédito sobre bens fungíveis também foi promovida, o que acelera o processo de evacuação do imóvel no caso de inadimplência. O esclarecimento, por meio de medida provisória, que o uso de juros compostos não se aplicaria ao SFN também pode ajudar muito. A flexibilização das regras de direcionamento do crédito para os bancos também pode ajudar na redução do *spread* bancário (Banco Central, 2005, p. 42). Entre as grandes medidas já implantadas, o crédito consignado representou uma inovação que trouxe um grande número de novos tomadores pessoa física para o mercado. O novo SPB e a nova Lei de Falências também devem ser lembrados.

Do ponto de vista da concentração bancária, não se encontrou na literatura evidência de que o grau de concentração bancária do Brasil seja particularmente pior que o existente em muitos países desenvolvidos e em desenvolvimento. Não parece que este seja um fator preponderante na limitação do crédito para as empresas maiores. Entre outros estudos, veja as conclusões de Banco Central (2005, p. 113) sobre o assunto.

Por fim, nota-se que vários comentaristas julgam que o fato de a lei de falências não diferenciar as dívidas segundo o seu prazo, somente segundo suas garantias, pode introduzir uma desvantagem comparativa para os títulos de curto prazo, como os *Commerical Papers*, em relação às debêntures. As leis de outros países procuram diferenciar segundo o prazo dos títulos, dando prioridade a títulos de prazo menor em relação a títulos de prazo maior, dentro de uma mesma categoria legal de títulos.

3.3 Análise de Empresas Emissoras

A tabela 6 mostra os indicadores de estrutura de capital, tipos de financiamentos, fluxo de fundos e custos financeiros das companhias listadas que emitiram e que não emitiram ações em 2004. Podemos notar que as empresas que emitem ações também recorrem bastante a terceiros (42,66%) para financiar suas atividades. Em contraste, as empresas que não emitiram ações financiam suas atividades em grande parte com o fluxo das operações (71,80%).

O nível de alavancagem e o tipo de financiamento são semelhantes para as companhias que emitiram e que não emitiram ações. No entanto, os financiamentos das empresas que emitem ações se concentram mais fortemente no longo prazo, quando comparado com as

empresas que não emitem ações. Em relação aos custos de financiamento, as empresas que emitem ações apresentam despesas financeiras menores do que as empresas que não emitem. Vale notar também que as empresas emissoras são mais rentáveis e lançam mais ADR no mercado internacional.

Tabela 6
Estrutura de Capital, Tipos de Financiamentos, Fluxo de Fundos e Custos Financeiros das Companhias Listadas Emissoras e Não Emissoras de Ações

Indicadores	Emissoras	Não Emissoras
Ativo total (AT)	6.964,53	3.630,30
<i>Estrutura de Capital</i>		
Financiamento (F) / AT (%)	24,47	23,86
Financiamento curto prazo (FCP) / AT (%)	9,41	11,75
Financiamento longo prazo (FLP) / AT (%)	15,06	12,11
<i>Tipos de Financiamentos</i>		
Debêntures / AT (%)	3,04	1,99
Bancos nacionais / AT (%)	13,09	13,08
Eurobônus / AT (%)	1,98	1,31
Bancos internacionais / AT (%)	6,36	7,49
<i>Fluxo de Fundos</i>		
Das operações / total de fundos obtidos (%)	45,02	71,80
De emissão de ações/total de fundos obtidos (%)	12,33	0,00
De terceiros / total de fundos obtidos (%)	42,66	28,20
<i>Custos Financeiros</i>		
Despesas financeiras / Financiamentos (%)	31,09	39,58
Despesas financeiras / AT (%)	6,10	6,50
<i>Outros</i>		
Retorno sobre o ativo ROA (%)	8,73	6,55
Frequência de acionistas controladores estrangeiros (%)	13,56	23,67
Frequência de empresas emitindo ADRs (%)	38,98	23,67

Fonte: Economática e Comissão de Valores Mobiliários.

A tabela 7 mostra os indicadores de estrutura de capital, tipos de financiamentos, fluxo de fundos e custos financeiros das companhias que recorrem ao mercado internacional (eurobônus, ADR e bancos internacionais). Conforme o esperado, as companhias maiores são aquelas que possuem acesso ao mercado internacional. Além disso, as companhias que têm alternativas de captar no exterior são mais alavancadas e os financiamentos tendem a se concentrar no longo prazo. Podemos notar também que as empresas com acesso ao mercado internacional possuem maior rentabilidade operacional.

Tabela 7
Estrutura de Capital, Tipos de Financiamentos, Fluxo de Fundos e Custos Financeiros
das Companhias com Fontes Internacionais de Financiamento

Indicadores	Emitem Eurobônus	Não Emitem Eurobônus	Emitem ADRs	Não Emitem ADRs	Usam Banco Intl	Não Usam Banco Intl
Ativo total (AT)	15.801,02	2.087,17	11.791,31	1.706,52	6.235,91	866,19
<i>Estrutura de Capital</i>						
Financiamento (F) / AT (%)	29,91	22,76	25,44	23,47	24,55	22,90
Financiamento curto prazo (FCP) / AT (%)	9,76	11,44	10,11	11,54	10,44	12,62
Financiamento longo prazo (FLP) / AT (%)	20,15	11,32	15,33	11,93	14,11	10,28
<i>Tipos de Financiamentos</i>						
Debêntures / AT (%)	5,41	1,59	3,23	1,89	2,78	1,16
Bancos nacionais / AT (%)	7,98	14,17	10,44	14,09	9,50	20,54
Eurobônus / AT (%)	8,45	0,00	2,78	0,99	1,62	1,20
Bancos internacionais / AT (%)	8,07	7,01	8,99	6,51	10,65	0,00
<i>Fluxo de Fundos</i>						
Das operações / total de fundos obtidos (%)	53,94	67,14	66,92	64,00	69,44	55,08
De emissão de ações/total de fundos obtidos (%)	2,83	3,27	5,14	2,46	2,73	4,16
De terceiros / total de fundos obtidos (%)	43,23	29,59	27,93	33,54	27,82	40,76
<i>Custos Financeiros</i>						
Despesas financeiras / Financiamentos (%)	23,29	40,38	30,94	39,84	32,95	46,60
Despesas financeiras / AT (%)	6,42	6,40	5,49	6,75	6,41	6,38
<i>Outros</i>						
Retorno sobre o ativo ROA (%)	8,36	6,85	8,07	6,75	8,42	4,39
Frequência de acionistas controladores estrangeiros (%)	17,50	22,00	28,57	18,18	23,38	16,22
Frequência de empresas emitindo ADRs (%)	60,00	21,00	100,00	0,00	34,42	13,51

Fonte: Economática e Comissão de Valores Mobiliários.

As firmas que emitem eurobônus também tendem a emitir debêntures no mercado doméstico e a captar empréstimos bancários no exterior, lançando mão de toda a variedade de fontes de financiamento que lhes estão disponíveis. Suas despesas financeiras são menores (23,29%) do que das empresas que não emitem eurobônus (40,38%). Como consequência, o capital de terceiros financia 43,23% das operações das empresas que emitem eurobônus, mas apenas 29,59% das empresas que não emitem eurobônus. Em geral, 60% das empresas que emitem eurobônus possuem ADR no exterior.

As firmas com ADR tendem a ser mais alavancadas do que as empresas que não emitem ADR. Uma possível explicação é que, em geral, as empresas com ADR são grandes e possuem diversas alternativas de financiamento no mercado doméstico e internacional. Pode-se perceber que as empresas com ADR empregam mais debêntures, eurobônus e empréstimos bancários internacionais do que as empresas sem ADR. Além disso, as empresas com ADR têm menores custos de financiamento (30,94%) quando comparado com as empresas sem ADR (39,84%). Vale notar ainda que quase 30% das empresas com ADR no exterior são controladas por acionistas estrangeiros

As firmas que possuem empréstimos bancários no exterior são mais alavancadas, têm menores custos financeiros e possuem mais financiamentos no longo prazo quando comparadas com as empresas que não possuem empréstimos bancários no exterior. Em geral, as firmas que possuem empréstimos bancários no exterior são empresas grandes e com acesso a outras fontes de financiamento (inclusive ADR, com 34% das empresas emitindo papéis no exterior).

A tabela 8 mostra os setores que possuem mais companhias com acesso ao mercado internacional. Conforme o esperado, os setores mais representativos são aqueles em que as empresas são maiores, tais como, telecomunicações, energia elétrica, petróleo e gás, siderurgia e metalurgia. Portanto, não fica claro que o fator mais influente seja o setor de atividade, em vez de, simplesmente, o porte da companhia.

Singh (1994) afirma que as emissões de ações são mais frequentes nos períodos em que os múltiplos de mercado, tais como preço-lucro (P/L), estão mais elevados. Estes seriam momentos de maior valorização relativa do mercado, quando o preço das ações está elevado e, portanto, o custo do capital acionário está baixo. Portanto, nesta seção, verificaremos qual tem sido a correlação da valorização relativa do mercado brasileiro com a quantidade e o volume de emissões de ações no mercado primário. Cabe também dizer que, no caso de uma empresa sem crescimento, o inverso do P/L é o custo de capital acionário. Portanto, em geral, quanto maior o P/L menor o custo de capital acionário.

O gráfico 1 apresenta a relação entre o volume emitido em dólares e o nível do Ibovespa real entre 1978 e 2006. Visualmente, parece haver uma correlação entre o valor real das ações e o volume emitido no ano. A correlação entre as variáveis é de 0,48, portanto suficientemente elevada para sustentar tal afirmativa. O gráfico 2 apresenta a evolução da relação preço-lucro (P/L) do índice IFC para o mercado brasileiro e o volume emitido em dólares entre 1986 e 2006. A correlação entre as variáveis é de 0,20 e parece haver alguma sustentação para a afirmativa de Singh (1994). Por fim, como já foi dito antes, Leal (2004) também apresenta evidência de que há uma relação entre o número de emissões no mercado

primário de ações e valor do Ibovespa real. A tabela 9 apresenta os dados empregados na confecção dos gráficos, além do número de emissões por ano e o valor da emissão média. Podemos ver que o valor da emissão média passou de 6 milhões de dólares em 1978 para algo entre 100 a 200 milhões de dólares recentemente. Embora o número de emissões por ano tenha caído, o mercado hoje não pode ser comparado com o de 30 anos atrás, quando as empresas emitiam com fortes incentivos fiscais para alocação de suas ações em fundos setoriais e fundos de incentivos fiscais, como os DL-157. A tabela 9 sugere que o mercado primário de ações brasileiro ingressou em uma nova fase que ainda não é devidamente capturada pelos modelos empíricos revistos anteriormente, que grupam vários anos, em geral ainda na década de 90. Finalmente, cabe dizer que o volume elevado de emissões em meados dos anos 90 tem relação com o processo de privatizações, que já está encerrado.

Tabela 8
Número de Companhias com Acesso ao Mercado Internacional por Setor

Setor	Eurobônus	ADRs	Banco Intl
Alimentos e Bebidas	2	5	10
Comércio	1	3	3
Construção	1	2	5
Eletroeletrônicos	0	0	4
Energia Elétrica	10	12	20
Máquinas Industriais	0	0	3
Mineração	2	1	3
Minerais não Metálicos	0	0	3
Outros	5	5	18
Papel e Celulose	1	3	5
Petróleo e Gás	4	1	5
Química	2	4	14
Siderur e Metalurgia	2	6	18
Telecomunicações	9	13	18
Têxtil	1	3	13
Transporte Serviços	0	2	3
Veiculos e Peças	0	3	9
# Cias	40	63	154

Fonte: Economática e Comissão de Valores Mobiliários.

Tabela 9
Mercado Primário de Ações: Abertura e Aumentos de Capital por Emissão Pública de Ações

Ano	#	Volume	Em. Méd.	P/L	P/B	Ibov Real
1978	74	445,6	6,0	n/d	n/d	74,19
1979	72	564,7	7,8	n/d	n/d	65,56
1980	123	649,1	5,3	n/d	n/d	44,96
1981	72	290,4	4,0	n/d	n/d	49,26
1982	90	468,5	5,2	n/d	n/d	40,42
1983	72	249,2	3,5	n/d	n/d	124,78
1984	120	529,5	4,4	n/d	n/d	208,93
1985	119	585,3	4,9	n/d	n/d	312,70
1986	154	1197,7	7,8	2,9	0,6	267,71
1987	53	387,1	7,3	6,6	0,3	70,00
1988	76	522,9	6,9	4,7	0,5	162,98
1989	93	761,3	8,2	5,9	0,7	161,21
1990	58	633,6	10,9	4,7	0,3	41,74
1991	49	720,2	14,7	15,5	0,8	173,83
1992	28	627,0	22,4	-24,4	0,4	154,18
1993	25	840,0	33,6	12,6	0,5	304,02
1994	46	2258,6	49,1	13,1	0,6	349,08
1995	31	2111,1	68,1	36,3	0,5	300,30
1996	24	9205,0	383,5	13,9	0,7	449,64
1997	23	3655,4	158,9	12,9	1,0	605,86
1998	20	3494,5	174,7	7,1	0,6	396,32
1999	10	1467,8	146,8	25,1	1,6	832,10
2000	6	769,9	128,3	12,0	1,4	676,60
2001	6	625,2	104,2	8,9	1,2	545,29
2002	4	370,1	92,5	13,7	1,3	358,00
2003	2	174,3	87,2	10,2	1,8	656,18
2004	9	1552,0	172,4	10,6	2,0	689,41
2005	13	1860,9	143,1	10,6	2,1	869,78
2006	29	6565,7	226,4	12,6	2,6	1114,00

Notas: Número, Volume de Emissões e emissões médias ("Em. Méd.") em milhões de US\$. Fonte: Anuário e Informativo CVM, ofertas registradas. Relação preço-lucro (P/L) e relação preço-valor patrimonial (P/B) obtidas do Emerging Stock Markets Factbook (IFC) e Global Stock Markets Factbook (Standard & Poors). Nível do Ibovespa real calculado pelos autores, descontando o IGP-DI anual (1978=100). Fonte: Económica.

Gráfico 1 - Volume de Emissão Primária de Ações e Ibovespa Real
 (Ibovespa real ajustado pelo IGP-DI. Volume de emissões pelo dólar médio do ano. Fonte: CVM e Econômica)

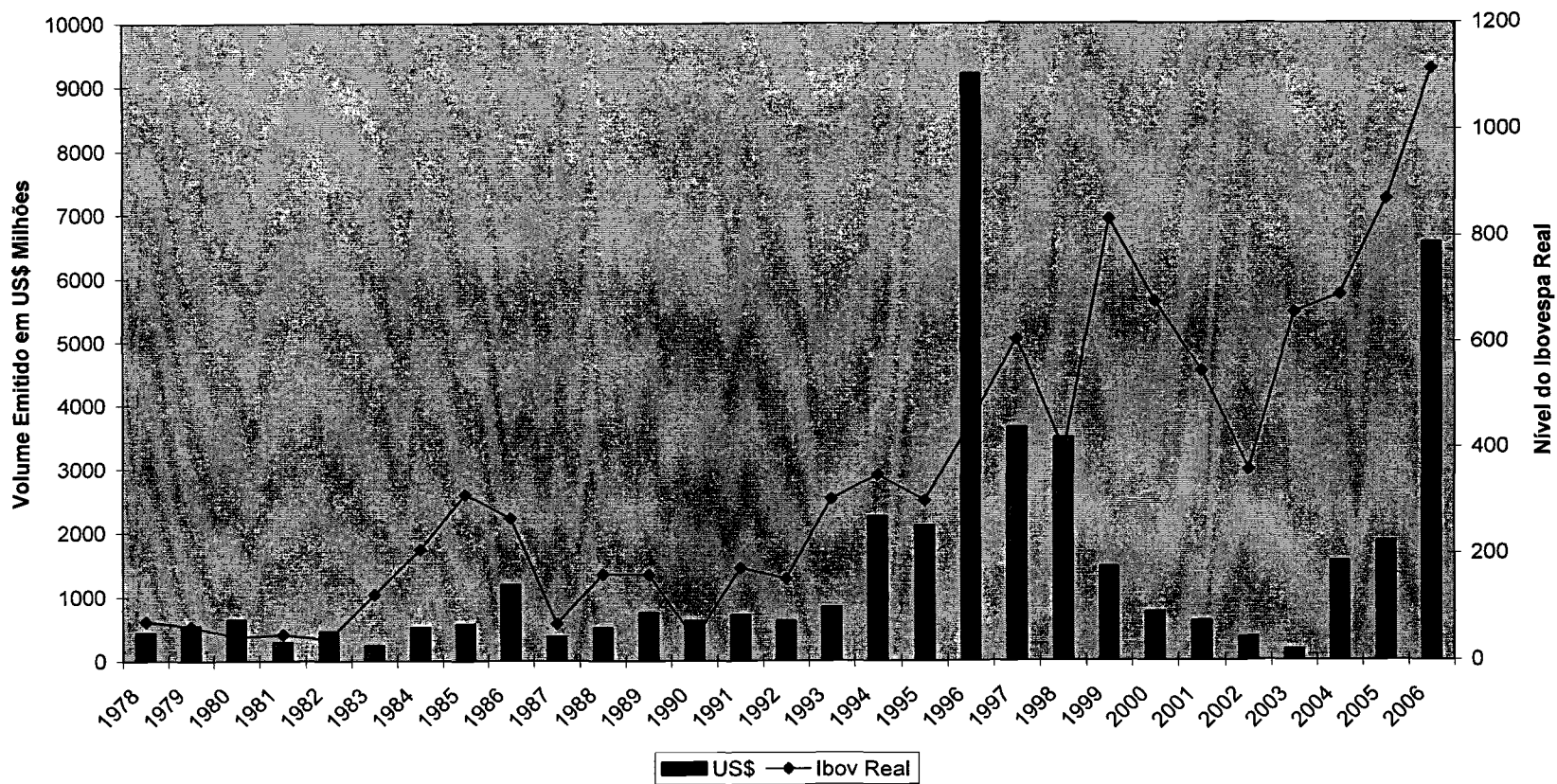
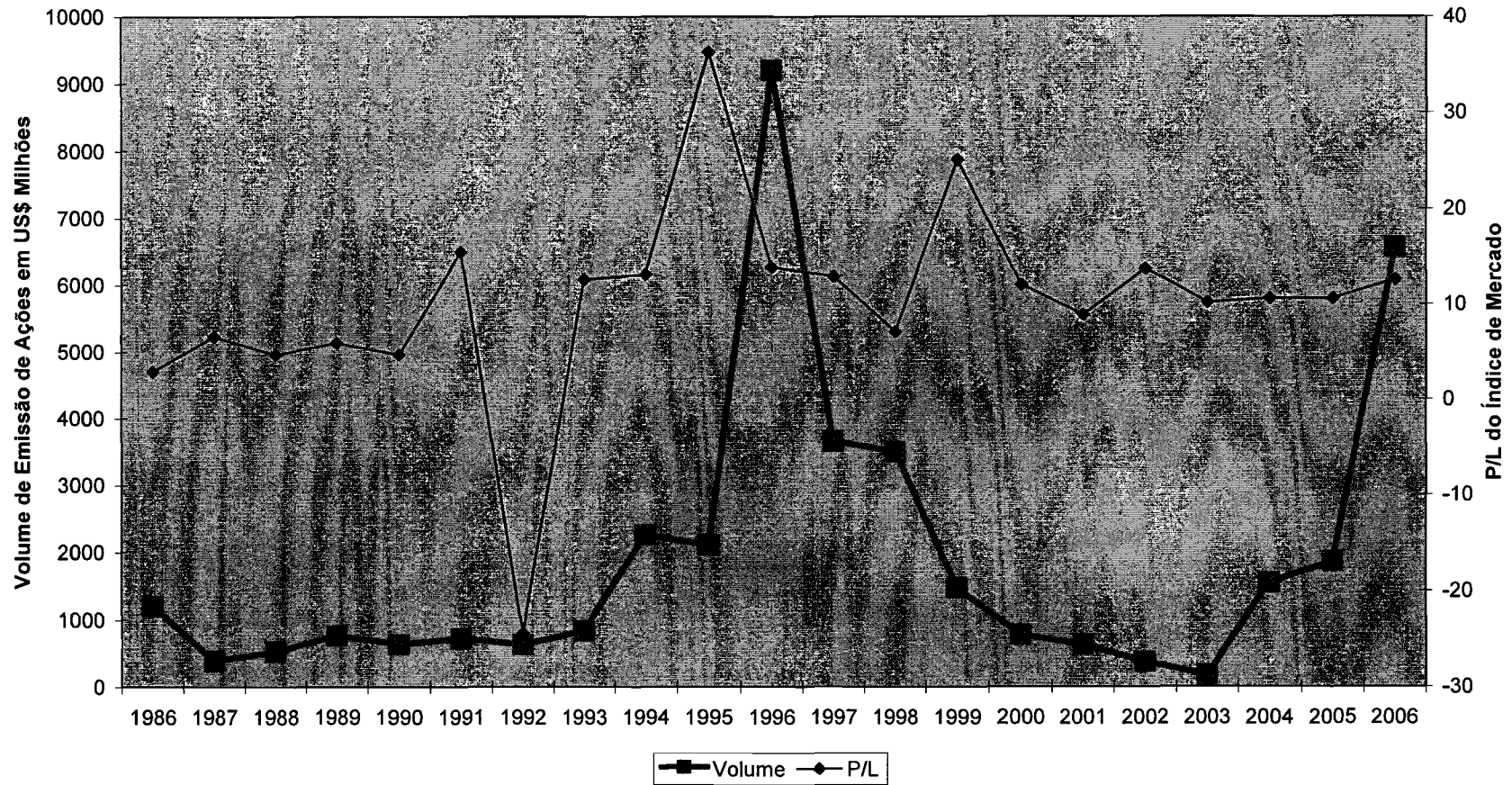


Gráfico 2 - Volume de Emissão Primária de Ações e P/L de Mercado
 (Volume de emissão de ações pelo dólar médio do ano. P/L de mercado dos índices IFC. Fontes: CVM e IFC e S&P Stock Market Factbooks, vários anos).



4. CONDICIONANTES DE PARA O FINANCIAMENTO EXTERNO

O objetivo dessa seção é analisar as condições de mercado que levaram ao maior acesso por parte das empresas brasileiras ao mercado internacional de capitais, bem como comparar os indicadores das contas externas da economia brasileira com países desenvolvidos e com outros países emergentes da América Latina e Ásia. Nosso objetivo específico é tentar responder as seguintes questões:

A captação de recursos externos tem sido menos intensa do que seria de se esperar, se considerado o nível de endividamento em empresas de países assemelhados e dados o custo de captação no mercado interno e a disponibilidade de recursos nesse mercado?

Existe disponibilidade de recursos no mercado financeiro internacional, a preços relativamente baixos, mas as empresas em operação no Brasil têm usado esses recursos de maneira menos intensa do que as empresas de outras economias emergentes de risco-país comparável?

Há existem limitações de tipo normativo ou institucional que afetem de forma significativa a captação de recursos no mercado internacional por parte de empresas brasileiras?

A percepção de risco cambial (taxa atual abaixo da taxa “nocial” de equilíbrio) tem desestimulado a captação externa? Os mecanismos de *hedge* cambial disponíveis podem ser um fator explicativo importante? Que variáveis explicam a oferta e custo do *hedge* cambial?

O ciclo de investimentos da economia influencia o ritmo de demanda por recursos internos e externos?

4.1 *Análise das Contas Externas do Brasil e de Outras Economias Emergentes*

Nos últimos anos, o desempenho das contas externas da economia brasileira tem superado todas as expectativas. As exportações têm aumentado fortemente, permitindo acumular saldos comerciais crescentes. As reservas internacionais atingem níveis recordes a cada dia, tendo alcançado a marca histórica de US\$ 100 bilhões no começo de 2007.

O gráfico 4 mostra uma análise histórica das reservas internacionais, exportações e saldo em conta corrente do Brasil¹ de 1995 a 2006. As exportações cresceram de US\$ 47 bilhões em 1995 para US\$ 137 bilhões em 2006, enquanto o saldo em conta corrente passou de um déficit de US\$ 18 bilhões em 1995 para um superávit US\$ 13 bilhões em 2006. O reflexo nas reservas internacionais é nítido: US\$ 52 bilhões em 1995 e US\$ 86 bilhões no final de 2006.

O gráfico 5 mostra a evolução da dívida externa líquida de 1995 a 2006. A estratégia de redução da dívida externa nos últimos anos vem mostrando resultados positivos. A razão

¹ A fonte de dados para os indicadores de contas externas é o Fundo Monetário Internacional e o Banco Central do Brasil.

Gráfico 3 - Volume de Emissão Primária de Ações e Price-to-Book do Mercado
 (Volume de emissão de ações pelo dólar médio do ano. P/B de mercado dos índices IFC. Fontes: CVM e IFC e S&P Stock Market Factbooks, vários anos)

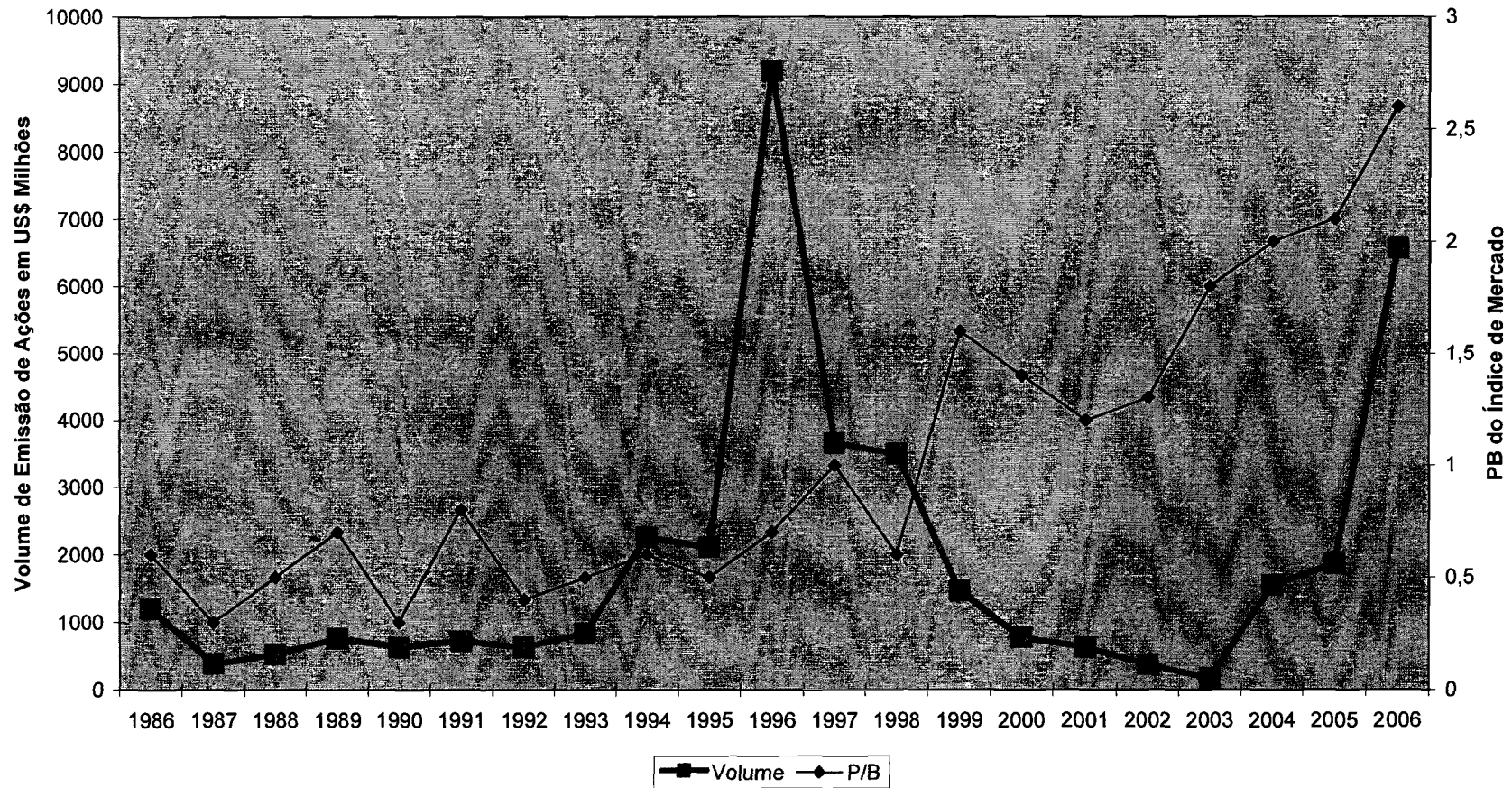


Gráfico 4 – Indicadores das Contas Externas da Economia Brasileira
(Reservas internacionais, exportações e saldo em conta corrente. Fonte: Banco Central do Brasil)

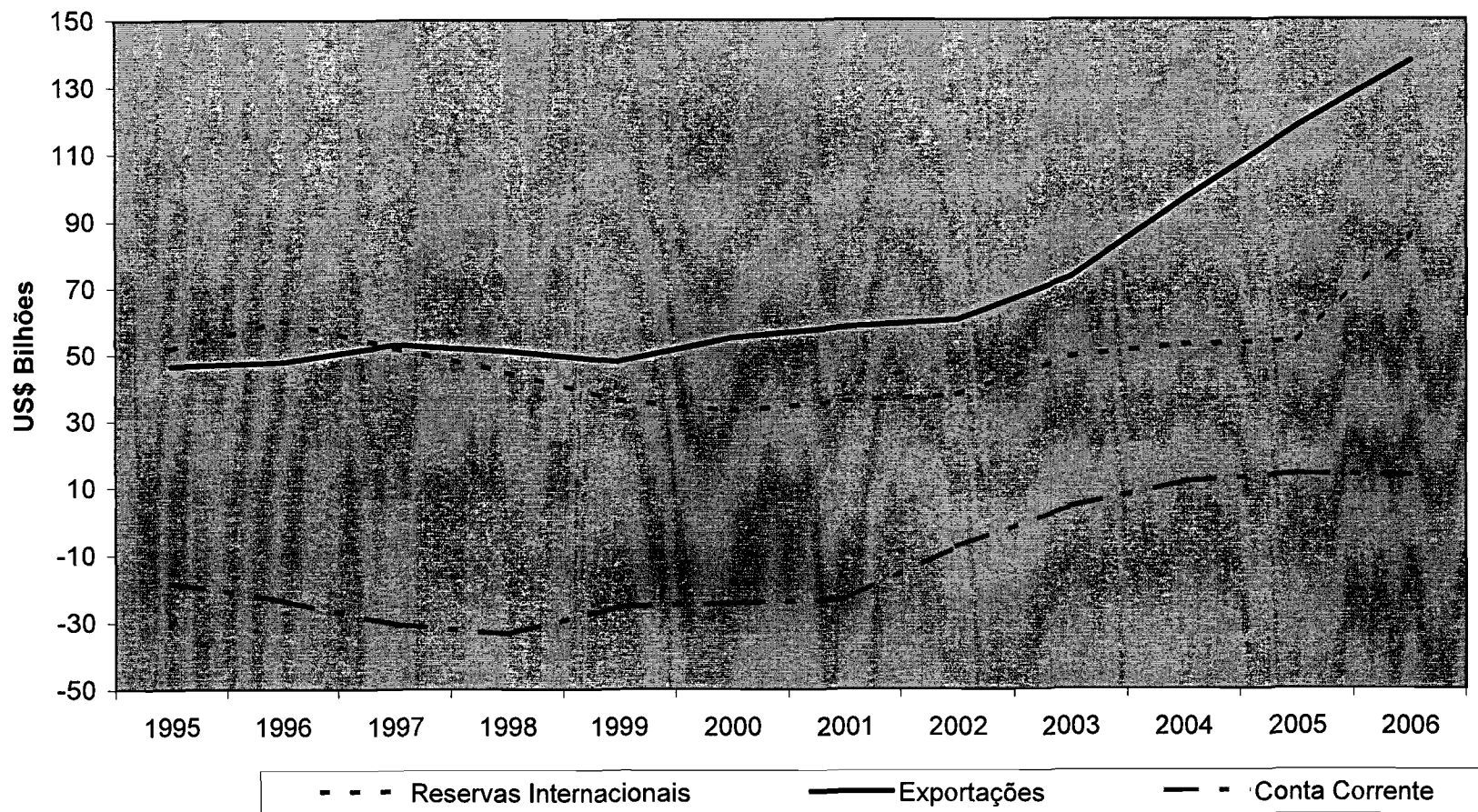
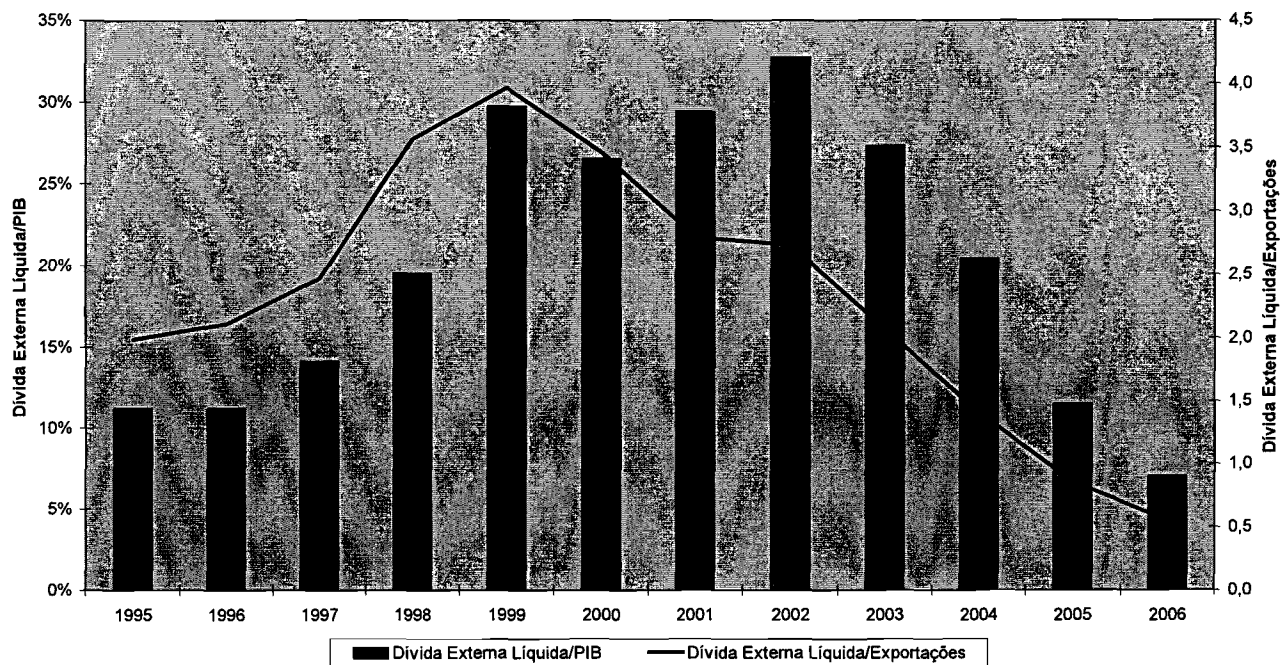


Gráfico 5 – Dívida Externa Líquida do Brasil
 (Dívida externa líquida/exportações e dívida externa líquida/PIB. Fonte: Banco Central do Brasil)



dívida externa líquida/exportações caiu de 4,0 em 1999 para 0,5 em 2006. Enquanto isso, a razão dívida externa líquida/PIB caiu de níveis superiores a 30% para aproximadamente 7%.

A melhoria das contas externas junto com a estratégia de redução da dívida externa contribuiu para aumentar o grau de confiabilidade da economia brasileira. O gráfico 6 mostra a evolução histórica do risco país² do Brasil e de outras economias emergentes da América Latina e Ásia³. Embora tenha apresentado uma melhora significativa (o risco Brasil caiu de 521 pontos em 1997 para 192 pontos em 2006), nosso país ainda apresenta risco superior à média dos países latino-americanos e asiáticos (186 e 156 pontos em 2006, respectivamente).

Deve-se ressaltar que o risco país das economias asiáticas é inferior ao dos países da América Latina em virtude do melhor desempenho das contas externas da região. O gráfico 7 ilustra os indicadores das contas externas do Brasil, América Latina e Ásia em 2005⁴. A média das reservas internacionais na Ásia era US\$ 206 bilhões, bem superiores à do Brasil (US\$ 54 bilhões) e demais países latino-americanos (US\$ 41 bilhões). Além disso, a média das exportações na Ásia atingiu US\$ 246 bilhões, enquanto o Brasil e demais países latino-americanos exportaram US\$ 118 bilhões e US\$ 98 bilhões, respectivamente. O saldo médio em conta corrente da Ásia era US\$ 33 bilhões, superior à do Brasil (US\$ 14 bilhões) e demais países latino-americanos (US\$ 0,4 bilhão). Por outro lado, a América Latina apresenta uma razão dívida externa bruta/PIB em torno de 20%, menor do que a média asiática (27%).

4.2 O Mercado de Bônus Internacional no Brasil, Países Emergentes e Desenvolvidos

O gráfico 8 mostra o tamanho do mercado de bônus internacional emitido por empresas⁵ no Brasil, América Latina, Ásia e países desenvolvidos⁶ em 1995 e 2005. Podemos ver também o custo interno de captação⁷ em cada região no mesmo período.

Embora tenha havido bastante progresso, o mercado internacional de bônus corporativo no Brasil (1% do PIB) ainda é pequeno quando comparado com outras economias da América Latina (3% do PIB) e com os países desenvolvidos (4% do PIB), especialmente quando consideramos que o custo interno de captação no Brasil (55% a.a. em 2005) é um dos mais altos do mundo. Por exemplo, o mercado internacional de bônus corporativo no Chile atingiu 6% do PIB enquanto o custo interno de captação era da ordem de 7% a.a. em 2005.

² O risco país foi medido pelo *Emerging Markets Bond Index Plus* (EMBI+), obtido através da Bloomberg.

³ Consideramos os principais países de cada região: América Latina (Argentina, Brasil, Chile e México) e Ásia (China, Cingapura, Coréia, Índia, Indonésia, Malásia e Tailândia).

⁴ Analisamos o mercado internacional até 2005, pois os dados de 2006 não estavam disponíveis.

⁵ Não foram consideradas as emissões de títulos por parte de bancos, empresas de leasing e demais instituições financeiras. Os dados vêm do *Bank for International Settlements*.

⁶ Consideramos os seguintes países desenvolvidos: Alemanha, Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Espanha, Estados Unidos, Finlândia, França, Holanda, Irlanda, Islândia, Itália, Japão, Noruega, Nova Zelândia, Portugal, Reino Unido, Suécia e Suíça.

⁷ O custo interno de captação foi representado pela taxa de empréstimo (“lending rate”), obtida no Fundo Monetário Internacional.

Gráfico 6 – Risco País do Brasil, América Latina e Ásia

(Risco país, medido pelo *Emerging Markets Bond Index Plus* (EMBI+), do Brasil, América Latina e Ásia. Fonte: Bloomberg)

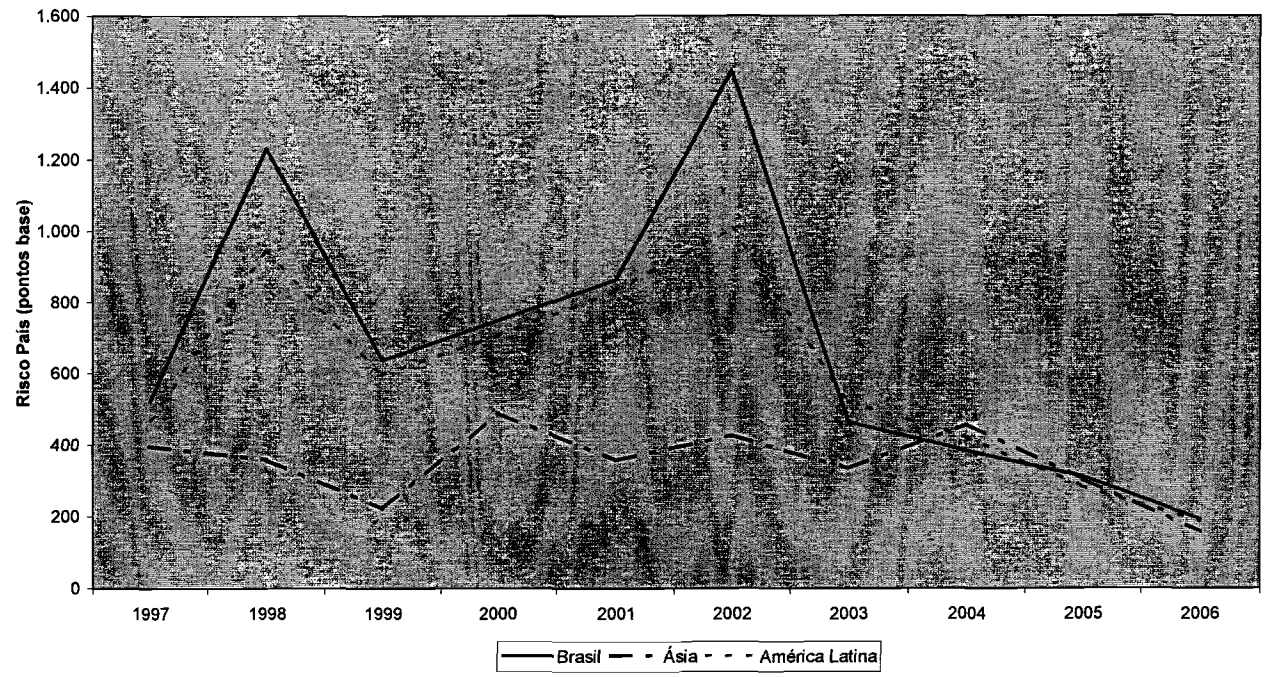


Gráfico 7 – Indicadores das Contas Externas do Brasil, América Latina e Ásia em 2005

(Reservas internacionais, exportações, saldo em conta corrente e dívida externa bruta/ PIB do Brasil, América Latina e Ásia em 2005. As informações da América Latina excluem o Brasil. Fonte: Fundo Monetário Internacional e *Bank for International Settlements*)

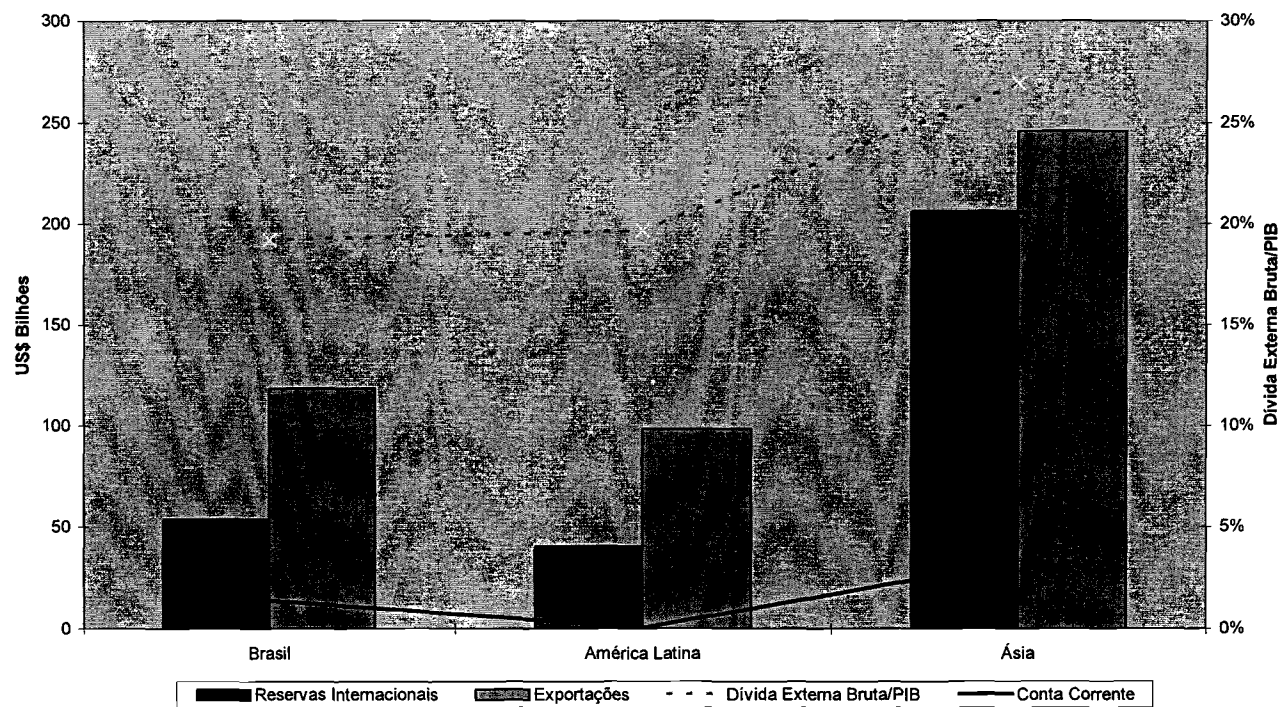
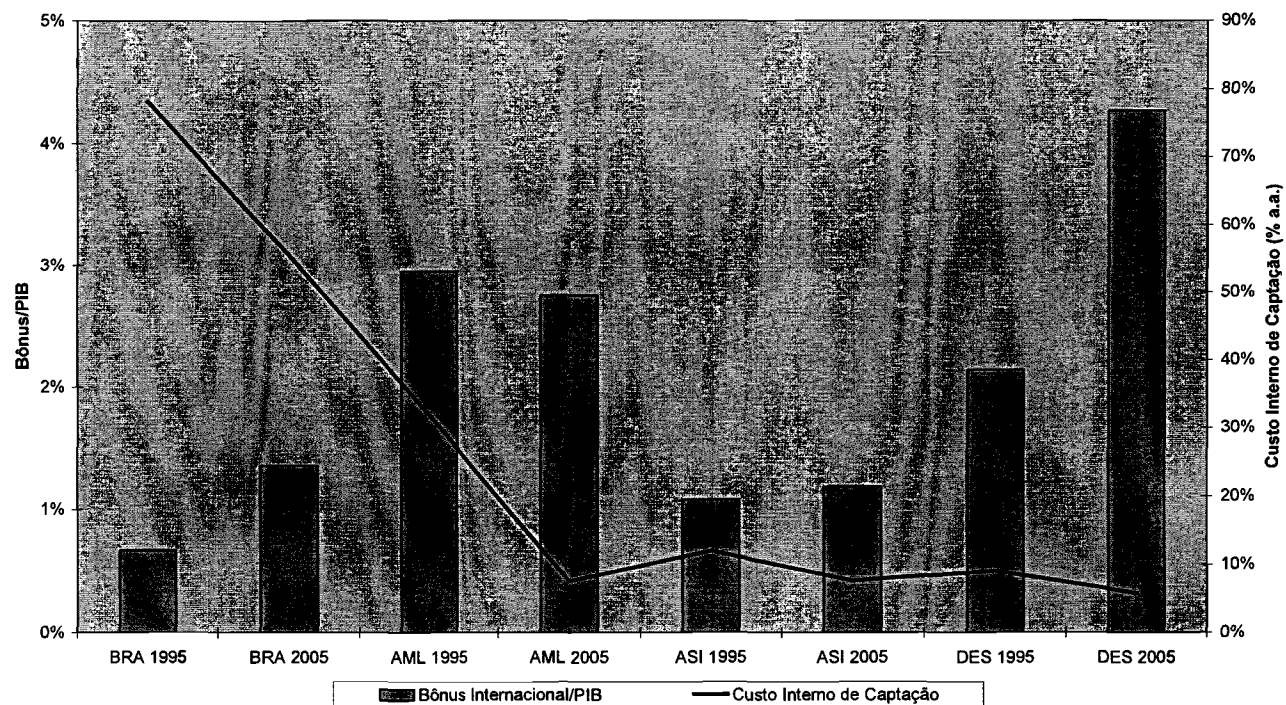


Gráfico 8 – Mercado de Bônus e Custo Interno de Captação do Brasil, América Latina, Ásia e Países Desenvolvidos em 1995 e 2005

(Bônus internacional emitido por empresas, excluindo bancos, empresas de leasing e demais instituições financeiras. Custo interno de captação é representado pela taxa de empréstimo (*lending rate*). Dados para Brasil (BRA), América Latina (AML), Ásia (ASI) e países desenvolvidos (DES) são reportados em 1995 e 2005. As informações da América Latina excluem o Brasil. Fonte: Fundo Monetário Internacional e *Bank for International Settlements*)



Por outro lado, o mercado internacional de bônus corporativo no Brasil apresenta níveis semelhantes ao dos países asiáticos. Um fato importante é que o tamanho do mercado de bônus internacional vem crescendo mais rápido no Brasil do que nas demais economias emergentes.

Para tentar identificar quais os tipos de empresas que tendem a captar mais no mercado internacional de capitais (em especial bônus internacional e ADRs), rodamos um modelo em painel para todas as empresas listadas na Bovespa que possuíam informações disponíveis de 1998 a 2004.

Foram testados diversos modelos e os melhores resultados foram obtidos com um painel com efeitos fixos por empresa e no tempo. Embora nosso foco seja o mercado de bônus internacional e ADRs, também analisamos os financiamentos via bancos e bônus domésticos.

As seguintes variáveis explicativas foram utilizadas⁸: Ativo Fixo (razão entre ativo fixo e ativo total), Tamanho (logaritmo do ativo total), ROA (razão entre lucro operacional e ativo total), Volatilidade (desvio padrão dos retornos diários no ano), Q de Tobin (razão entre o valor de mercado e o valor contábil dos ativos), CGI (índice de governança corporativa criado por Leal e Carvalho da Silva (2007)), Exportação (*dummy* que indica se a empresa é exportadora) e Acionista Estrangeiro (*dummy* que indica a presença de acionista estrangeiro com no mínimo 5% do capital)⁹.

A tabela 10 mostra os resultados dos modelos. Em geral, à exceção dos bônus internacionais, empresas com mais ativo fixo tendem a utilizar todas as alternativas de financiamento. Esse resultado é coerente, uma vez que ativos fixos podem ser dados como garantia aos credores. Em relação aos bônus internacionais, uma possível explicação para o resultado inverso é que muitos desses títulos são quirografários, não existindo garantias reais em caso de inadimplemento da obrigação.

O tipo de financiamento também é bastante influenciado pelo tamanho da empresa. Existe uma relação positiva e significativa entre tamanho, bônus internacionais e ADRs, ou seja, empresas maiores possuem acesso aos mercados internacionais de dívidas e ações. Por outro lado, existe uma relação negativa entre tamanho e empréstimos bancários, sugerindo que empresas menores só dispõem dos bancos como alternativa de financiamento.

Empresas mais rentáveis tendem a utilizar menos empréstimos bancários e bônus domésticos. Esse resultado é coerente com a idéia de que empresas rentáveis podem reter parte dos lucros para financiar suas operações, em especial quando os custos das linhas de financiamento são elevados.

A volatilidade está positivamente relacionada com bônus internacionais e inversamente ligada com a emissão de ADRs, ou seja, empresas com risco maior tendem a emitir mais bônus internacionais e menos ADRs. O Q de Tobin se mostrou positivamente relacionado

⁸ A fonte dos dados foi o Economática.

⁹ Alternativamente, incluímos uma *dummy* indicando a presença de acionista estrangeiro controlador (mínimo de 50% do capital votante). Os resultados (não reportados) são substancialmente os mesmos.

com a emissão de ADRs, indicando que empresas com maior valor tendem a listar suas ações nos Estados Unidos.

Tabela 10

Determinantes das Fontes Domésticas e Internacionais de Captação

Variável	Bancos	Bônus Doméstico	Bônus Internacional	ADR
Ativo Fixo	0,15*** (0,01)	0,03** (0,04)	-0,03** (0,03)	0,01*** (0,00)
Tamanho	-1,83** (0,02)	-0,31 (0,13)	0,44** (0,03)	0,07*** (0,00)
ROA	-1,23*** (0,00)	-0,23*** (0,00)	0,00 (0,98)	0,00 (0,91)
Volatilidade	0,03 (0,25)	0,01 (0,84)	0,03*** (0,00)	-0,01*** (0,00)
Q de Tobin	-0,11 (0,23)	-0,01 (0,75)	-0,02 (0,46)	0,01** (0,02)
CGI	-0,20 (0,80)	0,18 (0,40)	0,80*** (0,00)	0,10*** (0,00)
Exportação	12,41*** (0,00)	2,20*** (0,00)	-0,36 (0,56)	0,03 (0,47)
Acionista	7,75*** (0,00)	1,37** (0,03)	1,36** (0,02)	0,17*** (0,00)
R ²	0,23	0,10	0,08	0,39

*, **, ***, indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente. Valor-p entre parênteses.
Fonte: Económática e Comissão de Valores Mobiliários.

A qualidade das práticas de governança corporativa é positivamente relacionada com bônus internacionais e ADRs, mas não é significativa para bancos e bônus doméstico. Esse fato é interessante, pois sugere que o acesso ao mercado internacional de capitais pressupõe melhor tratamento aos *stakeholders* (acionistas e credores) por parte da companhia.

Existe uma associação positiva entre exportações e financiamento via empréstimos bancários e bônus doméstico. Curiosamente, não existe relação entre exportações e financiamento no mercado internacional. Uma possível explicação é que empresas exportadoras geralmente contam com linhas bancárias de custo relativamente baixo em que o próprio fluxo de exportação é dado como garantia. Finalmente, a presença de acionistas estrangeiros na companhia é positivamente relacionada com todos os tipos de fontes de financiamento.

4.3 Liquidez Internacional e Mercado de Bônus no Brasil e Países Emergentes

O gráfico 9 mostra o aumento da liquidez internacional¹⁰ e das reservas dos países emergentes da América Latina e Ásia de 1995 a 2005. Podemos ver que a liquidez internacional sobe de US\$ 1,5 trilhão em 1995 para US\$ 8 trilhões em 2005, enquanto as reservas internacionais dos países emergentes têm uma taxa de crescimento semelhante, de US\$ 0,4 trilhão em 1995 para US\$ 1,6 trilhão em 2005. Portanto, podemos concluir que existe ampla disponibilidade de recursos no mercado financeiro internacional. Além disso, esses recursos têm custos relativamente baixos quando comparados com o custo interno de captação no Brasil (ver gráfico 8).

O gráfico 10 faz uma análise comparativa do mercado internacional de bônus corporativo no Brasil e em outras economias emergentes com risco comparável em 2005. Dado que o risco Brasil era 311 pontos, consideramos apenas economias com risco país na faixa de 85 pontos (África do Sul) a 504 pontos (Argentina). Ao todo foram analisados 11 países.

O tamanho do mercado de bônus internacional no Brasil (1,4% do PIB) é similar à média dos 11 países analisados (1,6% do PIB), mas é superior ao de muitas economias com menor risco país: Rússia (1,1% do PIB), Ucrânia (0,9% do PIB), Turquia (0,1% do PIB) e Colômbia (0,7% do PIB). Analisando somente as economias com risco em torno de 300 pontos, o mercado brasileiro é bem inferior ao de Filipinas (5,1% do PIB), mas é bem superior ao da Venezuela (0,3% do PIB). De uma forma geral, podemos afirmar que o mercado internacional de bônus corporativo no Brasil tem tamanho compatível com outras economias emergentes com risco similar.

4.4 Risco Cambial, Ciclo de Investimentos e Captação Externa

Uma hipótese que deve ser analisada é a relação entre a percepção de risco cambial e o volume de captação externa por parte das empresas brasileiras. O atual excesso de liquidez no mercado de divisas tem pressionado a taxa de câmbio à baixa. A maior disponibilidade de recursos a preço mais baixo é um estímulo natural à sua utilização como fonte de financiamento. Será que a percepção de risco cambial (taxa atual abaixo da taxa “nocional” de equilíbrio) tem desestimulado a captação externa por parte das empresas? Existem mecanismos de *hedge* cambial no mercado?

Não existe um consenso entre qual deve ser a taxa de câmbio ideal. Dependendo dos objetivos, uma moeda local mais desvalorizada pode ser melhor (para estimular exportações) ou pior (para controlar a inflação). A literatura sobre taxas de câmbio mostra que existe uma convergência para uma taxa de câmbio real de equilíbrio no longo prazo (Garcia (2003)).

¹⁰ Nossa *proxy* para liquidez internacional corresponde à soma dos valores tomados em módulo das seguintes rubricas do balanço de pagamentos dos países desenvolvidos: investimentos de carteira, derivativos financeiros e outros investimentos. Resende e Amado (2004) utilizam a mesma metodologia, mas incluem somente os países do G7. Plihon (1995) só usa os dados de investimentos de carteira, embora derivativos financeiros e outros investimentos também contemplem capitais de curto prazo.

Gráfico 9 – Liquidez Internacional e Reservas Internacionais dos Países Emergentes

(A liquidez internacional corresponde à soma dos valores tomados em módulo das seguintes rubricas do balanço de pagamentos dos países desenvolvidos: investimentos de carteira, derivativos financeiros e outros investimentos. As reservas internacionais dos países emergentes incluem os países da América Latina e Ásia. Fonte: Fundo Monetário Internacional).

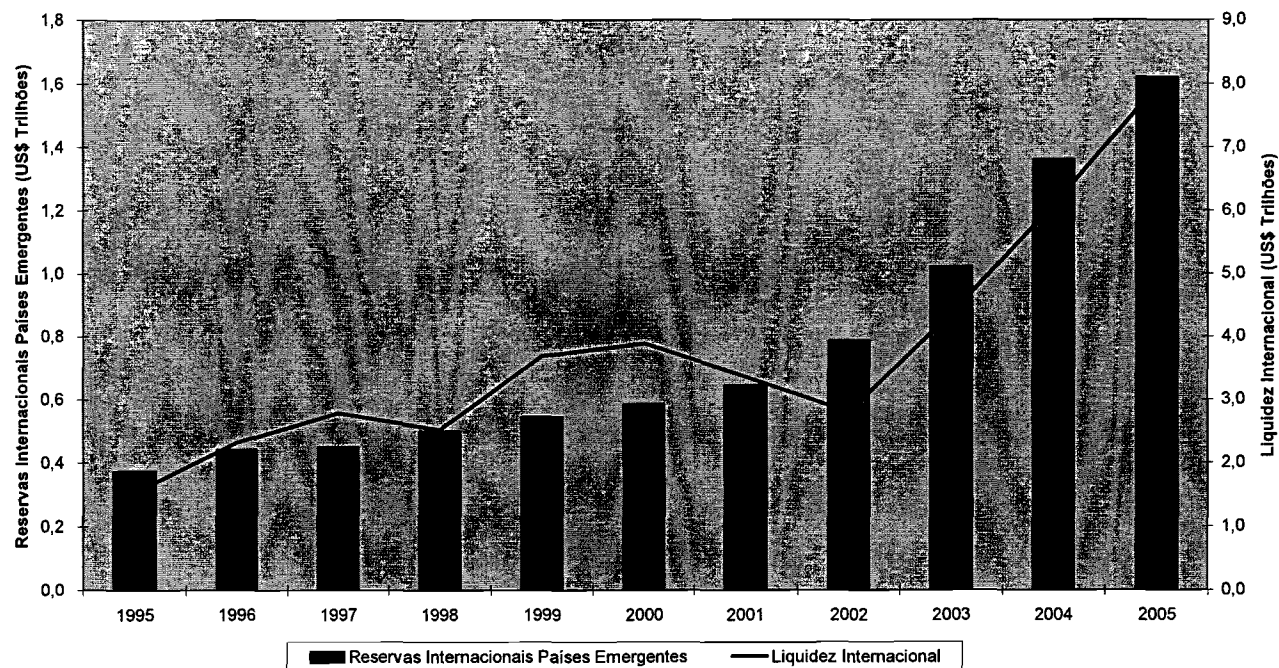
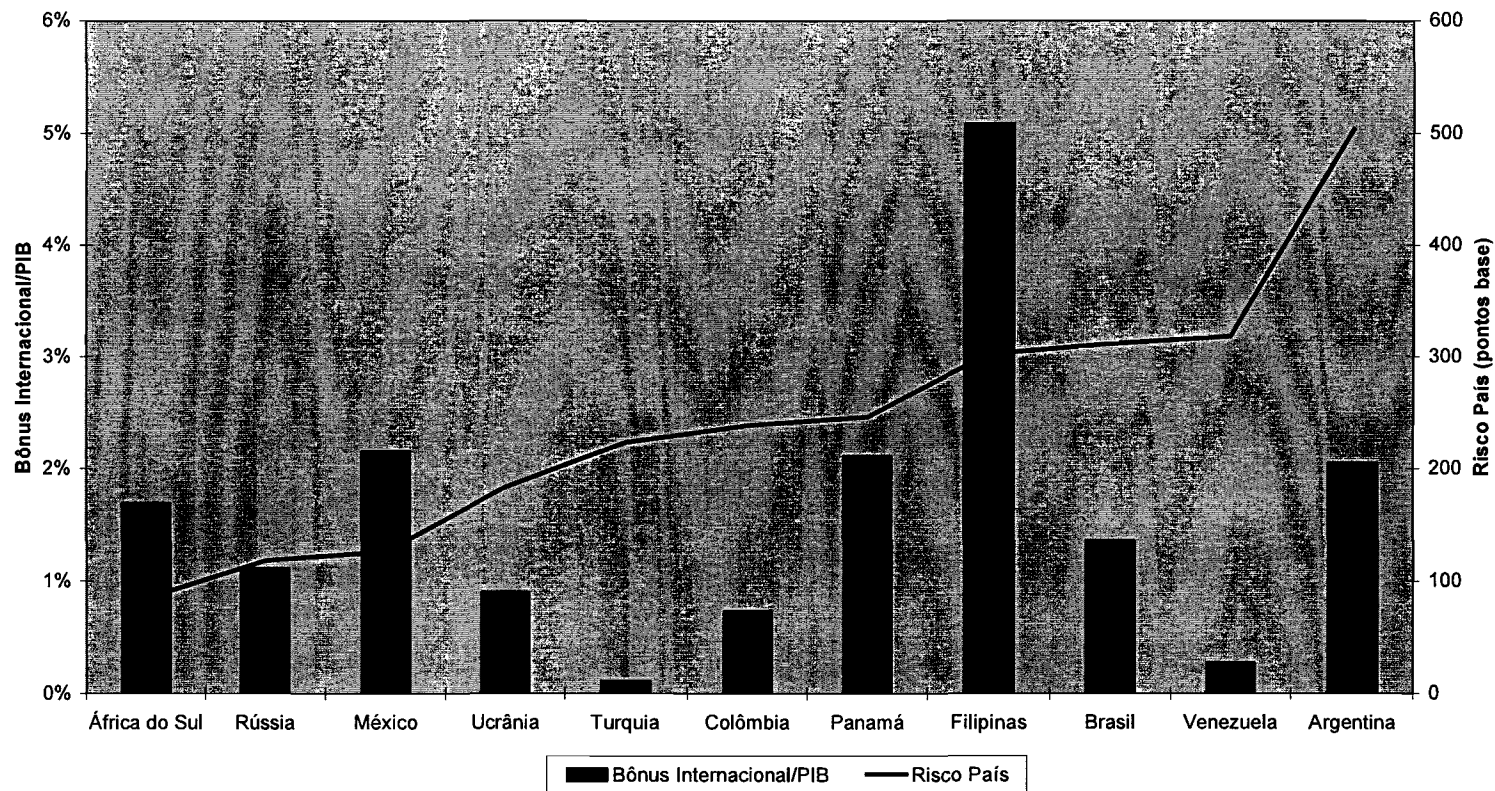


Gráfico 10 – Bônus Internacional em Países Emergentes com Risco Comparável em 2005

(Bônus internacional emitido por empresas, excluindo bancos, empresas de leasing e demais instituições financeiras, de países emergentes com risco comparável em 2005. O risco país é medido pelo *Emerging Markets Bond Index Plus* (EMBI+). Fonte: Bloomberg e *Bank for International Settlements*)



Em momentos de alta volatilidade do câmbio, os mecanismos de *hedge* cambial passam a ser vitais. Um debate que existe é qual deve ser a atuação do Banco Central (BC) no oferecimento de *hedge* cambial ao mercado. Mishkin (2003) e Blejer e Schumacher (2000) argumentam que a oferta de derivativos de câmbio pelos BCs é necessária em períodos de crise, caso contrário, o mercado de *hedge* cambial desabaria e o setor produtivo sofreria com a volatilidade do câmbio.

Entre 1999 e 2002, o BC ofereceu *hedge* cambial para o setor privado via venda de títulos indexados ao dólar (NTN-D e NBC-E) e swap cambiais. Até 2002, o principal instrumento de *hedge* era a emissão das NBC-E. A partir de mai/2002, em observância à Lei de Responsabilidade Fiscal, o BC foi proibido de emitir títulos, tendo o último vencimento ocorrido em novembro de 2006.

Os *swaps* realizados pelo BC são contratados no âmbito da Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F). Nas posições compradas, o BC está ativo em taxa de juros e passivo em variação cambial. Inversamente, nas posições vendidas, o BC está ativo em variação cambial e passivo em taxa de juros (o chamado “swap cambial reverso”).

A oferta de *hedge* cambial varia com a volatilidade da taxa de câmbio nominal. Em períodos de alta volatilidade (primeiro semestre de 1999 e segundo semestre de 2002), o BC aumentou consideravelmente o *hedge* cambial. O gráfico 11 mostra o estoque de *hedge* cambial ofertado pelo BC, dado pela soma do estoque de NBC-E e NTN-D em poder do mercado e da oferta líquida de *swaps* cambiais. O estoque de *hedge* cambial ofertado pelo BC subiu de US\$ 29 bilhões em dez/1997 para US\$ 49 bilhões em dez/1999 e US\$ 74 bilhões em jun/2002. Nesse período, houve uma desvalorização forte da taxa de câmbio.

A taxa de câmbio nominal depreciou-se exageradamente em 2002 basicamente por duas razões: a falta de liquidez no mercado internacional para países sem *investment grade* e o medo da candidatura Lula. A avaliação que se fazia naquele momento era a de que a grande demanda por *hedge* estaria pressionando a taxa de câmbio. A ação do BC, portanto, serviu para demonstrar ao mercado que as necessidades de *hedge* cambial poderiam ser supridas.

As duas condições que causaram a exagerada depreciação cambial de 2002 se reverteram. A liquidez internacional aumentou substancialmente e o medo das surpresas do governo não se justificou. Nos últimos anos, o BC retirou do sistema o excesso de *hedge* cambial que colocou em anos anteriores e vem acumulando reservas internacionais para diminuir a vulnerabilidade externa. Atualmente, a posição líquida do BC é ativa em variação cambial e passiva em taxa de juros, com uma exposição de US\$ 12 bilhões em dez/2006.

O gráfico 12 mostra o tamanho da posição comprada e vendida do BC frente ao total do mercado de swap cambial na BM&F. Em 2002, 75% das posições compradas de swap (ativo em taxa de juros e passivo em variação cambial) eram do BC. Esse percentual chegou a 97% em 2004. A partir de 2005, o BC assumiu posições vendidas de swap cambial, sendo que 84% das posições vendidas em 2006 eram do BC. O valor nominal da posição do BC nos *swaps* passou de R\$ 87 bilhões em dez/2002 para R\$ 26 bilhões em dez/2006. Vale ressaltar que a maioria dos *swaps* é de curto prazo. Nesse período, a média de *swaps* com vencimento em até 1 e 2 anos era de 71% e 16%, respectivamente.

Gráfico 11 – Hedge Cambial Ofertado pelo Banco Central

(Taxa de câmbio e *hedge* cambial, medido pela soma do estoque de NBC-E e NTN-D em poder do mercado e da oferta líquida de swaps cambiais. Fonte: Banco Central do Brasil)

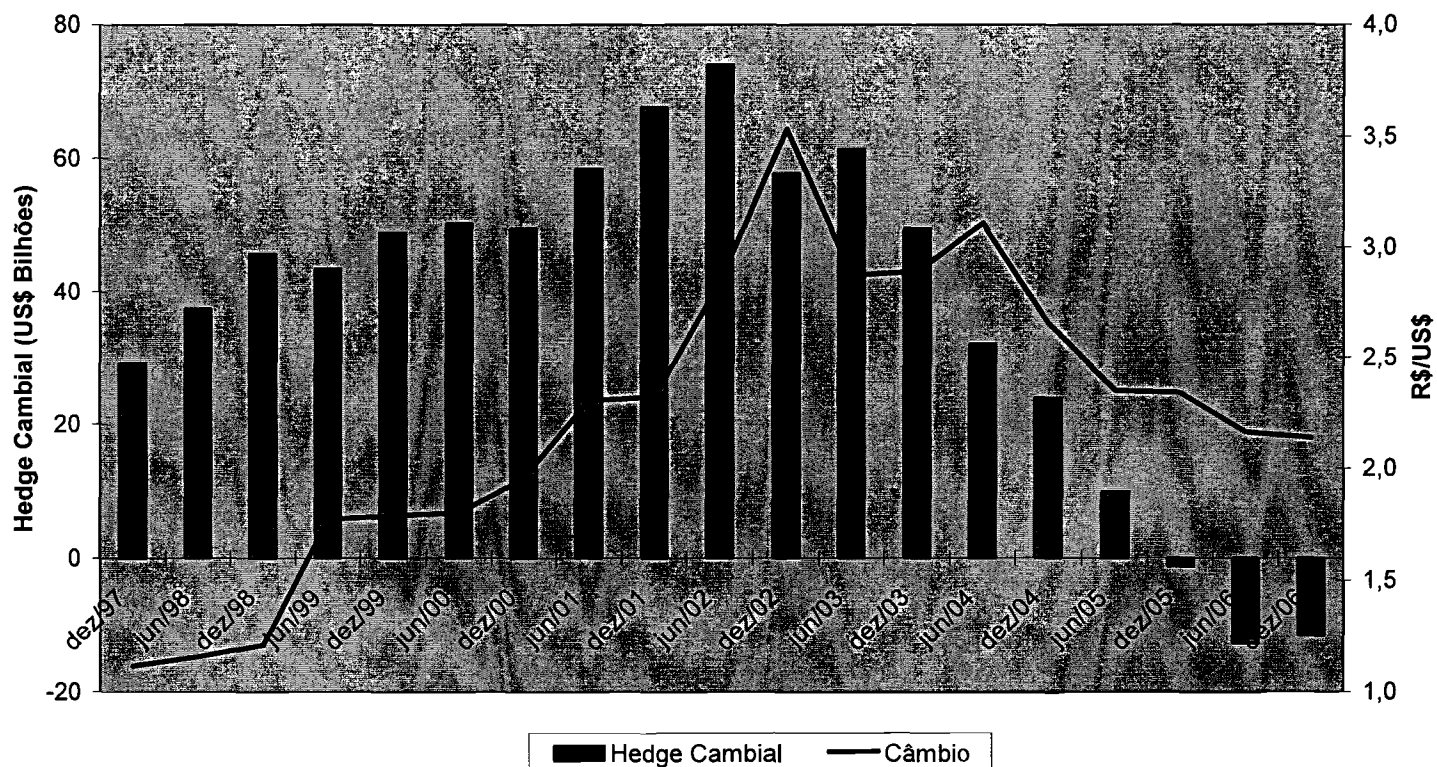
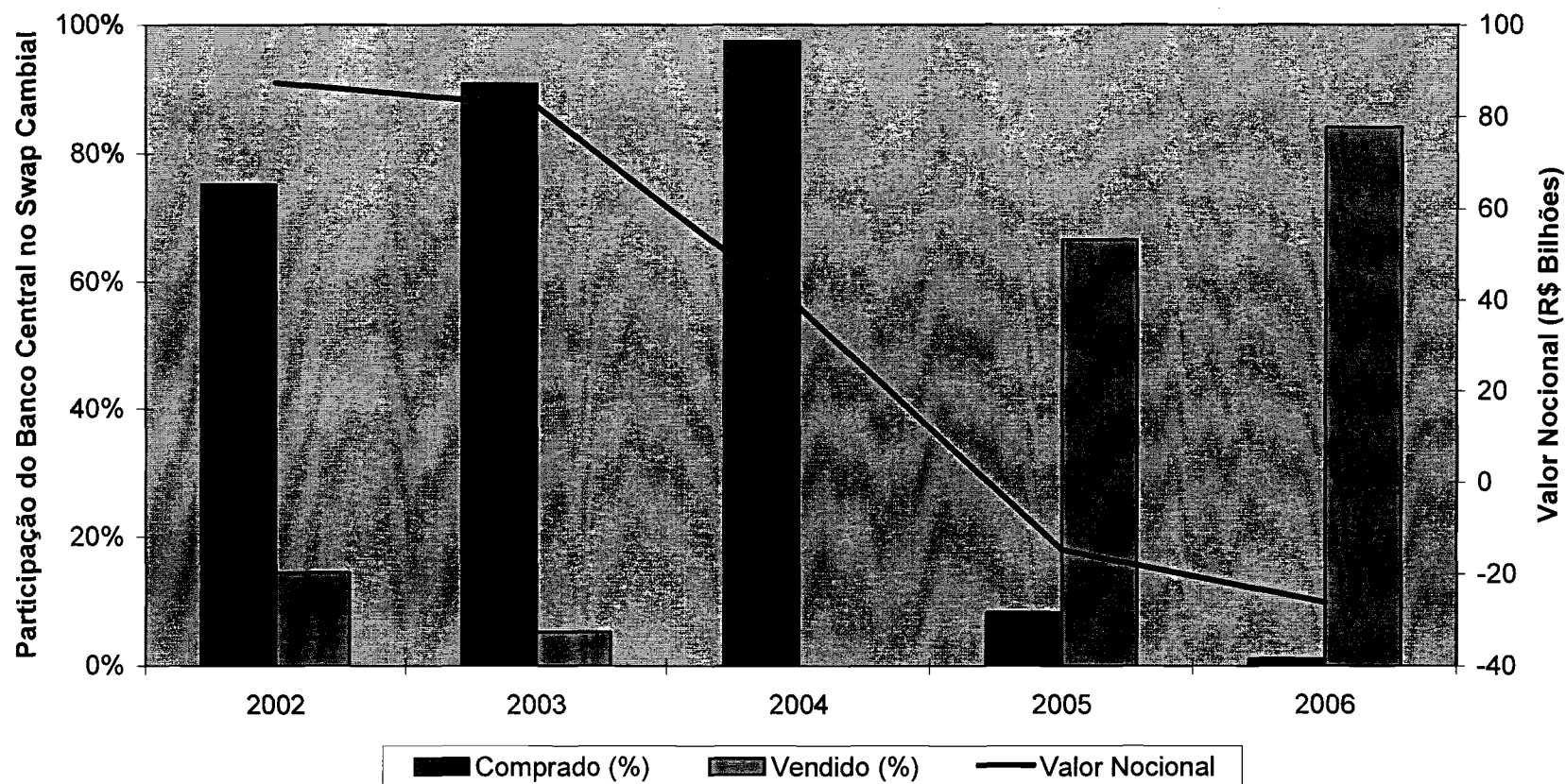


Gráfico 12 – Participação do Banco Central no Mercado de Swap Cambial

(Percentual do tamanho da posição comprada e vendida do BC frente ao total do mercado de swap cambial na BM&F. Fonte: Banco Central do Brasil e BM&F)



O objetivo dos *swaps* cambiais do BC é fornecer *hedge* cambial para as instituições financeiras e demais agentes econômicos. Esses derivativos são adquiridos por instituições financeiras que os usam como lastro para ofertar *hedge* ao setor produtivo¹¹.

O mercado de *hedge* cambial é operacionalizado via os derivativos de câmbio vendidos pelas instituições financeiras às empresas, entre eles os contratos futuros de câmbio, opções cambiais, contratos a termo de moeda e *swaps* cambiais. Esses instrumentos são geralmente registrados na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) ou na Câmara de Custódia e Liquidação (CETIP).

Os *swaps* cambiais são os principais instrumentos utilizados por empresas para proteção financeira de riscos de taxas de câmbio. A execução é feita por meio de um contrato entre a empresa e um banco, consistindo na troca de resultados financeiros para um valor base e prazos determinados. A operação é feita sem a aplicação efetiva do caixa, mas apenas pelo pagamento da diferença entre os resultados no vencimento do swap.

Os contratos futuros de dólar são negociados na BM&F, que honra as obrigações em caso de inadimplência de uma das partes. O mercado futuro é um mercado organizado e padronizado, em que os prazos e garantias são definidos pela bolsa. A padronização dos contratos tem como desvantagem a falta de flexibilidade em atender às necessidades específicas das empresas. Por outro lado, a padronização permite que qualquer das partes possa liquidar seu contrato antes do prazo, revertendo sua posição.

Embora os contratos futuros de dólar sejam amplamente negociados na BM&F¹², eles só são líquidos para os dois primeiros vencimentos. No final de dezembro de 2006, mais de 98% do volume negociado e mais de 80% dos contratos em aberto de dólar futuro correspondiam aos dois primeiros vencimentos. Opções cambiais são ainda menos líquidas do que os contratos futuros de dólar.

Os contratos a termo de moeda cada vez mais se destacam na CETIP, pois, à semelhança do *Non Deliverable Forward* (NDF) negociado no mercado internacional, é um derivativo sem entrega física, em que a liquidação é feita pela diferença entre a taxa de câmbio a termo contratado e a taxa vigente no dia do vencimento. Uma das principais vantagens é a livre negociação do tamanho do contrato, prazo de vencimento e taxa.

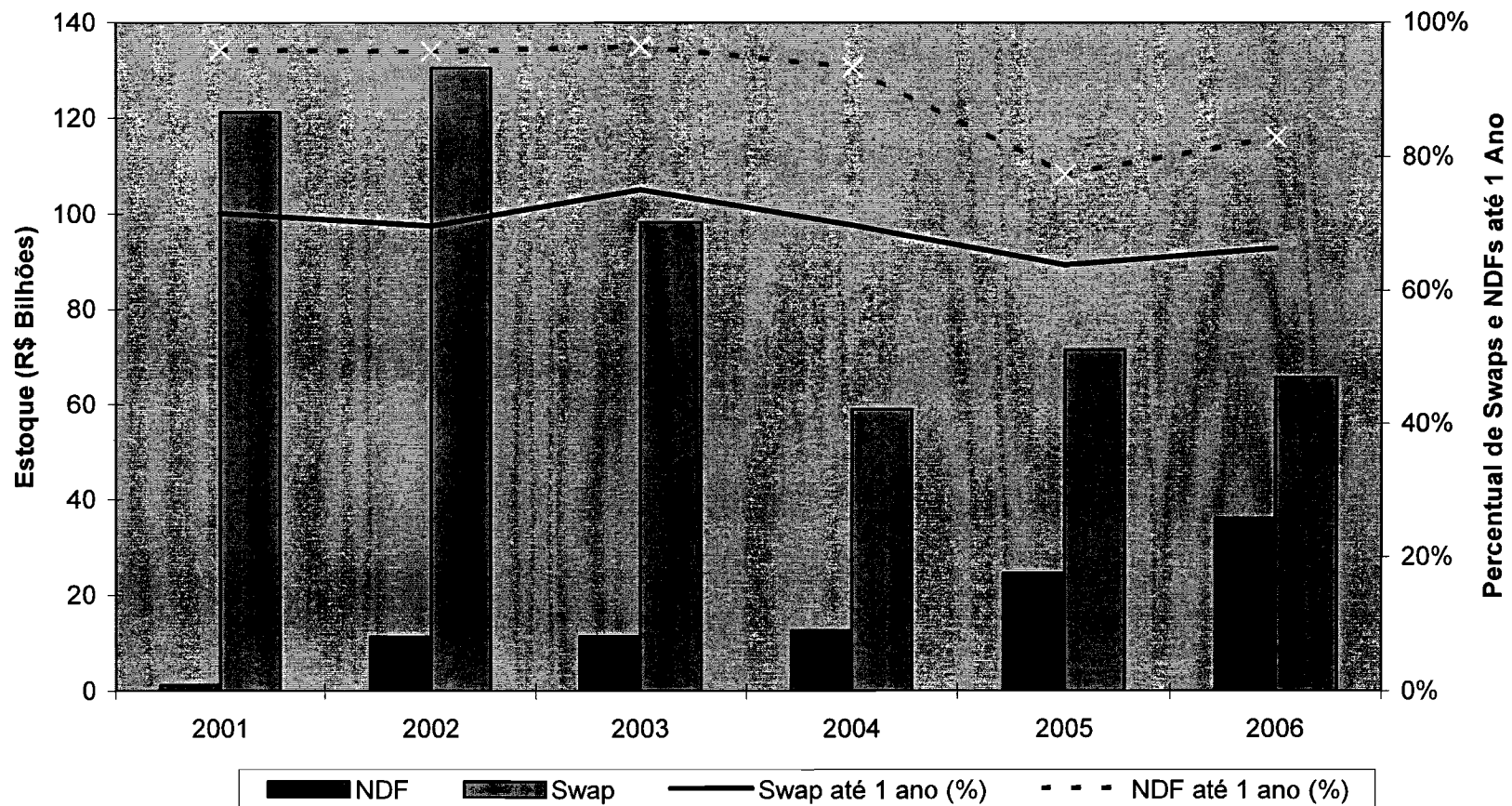
No período recente, os *swaps* cambiais e os NDFs são os contratos de *hedge* cambial mais usados por empresas brasileiras. O gráfico 13 mostra o estoque de *swaps* cambiais e NDFs registrados no CETIP de 2001 a 2006. O estoque dos *swaps* caiu de R\$ 121 bilhões em 2001 para R\$ 66 bilhões em 2006, enquanto que o volume de NDFs subiu de R\$ 1 bilhão para R\$ 36 bilhões no mesmo período. O estoque consolidado dos dois contratos revela que, conforme o esperado, o volume de operações financeiras de proteção contra desvalorização no câmbio vem caindo nos últimos anos.

¹¹ Oliveira (2004) demonstra que a oferta de *hedge* pelo BC aumenta em períodos de crise, mas esse aumento é absorvido pelas instituições financeiras, que não repassam para as empresas não financeiras.

¹² Existem também contratos futuros de reais negociados na Chicago Mercantile Exchange, que possui contratos em aberto somente para o curto prazo (próximos 12 meses).

Gráfico 13 – Estoque de Swaps Cambiais e NDFs no CETIP

(Estoque de swaps cambiais e NDFs registrados no CETIP e percentual de cada instrumento com vencimento em até 1 ano. Fonte: CETIP)



Vale ressaltar que a maioria dessas operações ainda é no curto prazo. Em 2006, 66% dos *swaps* e 83% dos NDFs tinham vencimento em até 1 ano, mas esses percentuais vêm caindo com o tempo. O fato desses dos *swaps* e NDFs serem os principais instrumentos de derivativo de câmbio usados por empresas brasileiras pode ser em parte explicado pelo fato de os mesmos não necessitarem de colaterais¹³ e de desembolso inicial.

O atual excesso de liquidez internacional tem mantido o real valorizado frente ao dólar. A expectativa de que o dólar não vai subir é uma das principais razões para inibir a demanda por hedge. Essa expectativa está embutida no preço do hedge, que depende da oferta de divisas e da volatilidade do câmbio. Em momentos de alta volatilidade do câmbio e falta de liquidez no mercado internacional, existe um aumento da demanda por hedge cambial. No cenário atual, ocorre o inverso.

O gráfico 14 mostra a relação entre a percepção de risco cambial e as emissões líquidas de bônus internacionais pelas empresas brasileiras. Em períodos de valorização da moeda local e baixa volatilidade da taxa de câmbio, as empresas tendem a emitir títulos no exterior. Por outro lado, quando a moeda local se desvaloriza e a volatilidade aumenta, as empresas tendem a não renovar os títulos, gerando emissões líquidas negativas. A correlação entre a taxa de câmbio e as emissões líquidas de bônus internacionais é $-0,47$, estatisticamente significativa a 1%. Nos últimos dois anos, as emissões líquidas foram positivas, e a expectativa é que a maior disponibilidade de recursos a preço mais baixo é um estímulo à utilização de bônus internacionais como fonte de financiamento.

Finalmente, o gráfico 15 mostra a série histórica da taxa de investimento (razão entre a formação bruta de capital fixo e PIB) e o volume de emissão de ações e bônus doméstico e internacional. Podemos notar que existe uma relação positiva entre o volume de investimentos e a emissão de títulos. A correlação entre as duas variáveis é $0,51$, estatisticamente significativa a 1%. Se dividirmos a análise por tipo de título emitido, a correlação é maior para bônus doméstico ($0,52$), quando comparado com ações ($0,28$) e bônus internacional ($0,03$). Portanto, podemos concluir que o ciclo de investimentos da economia determina o ritmo de demanda por recursos, especialmente internos.

5. CONCLUSÕES E DISCUSSÃO FINAL

A estrutura de capitais das empresas brasileiras apresentou uma certa dinâmica no tempo, certamente em função das tremendas mudanças econômicas ocorridas no país nos últimos 20 anos. Nos anos 80, as empresas de capital aberto listadas brasileiras pareciam empregar a retenção de lucros como forma primordial de financiamento, com pouco uso do mercado de capitais, seja para dívida, seja para ações. Entretanto, nesta época, o uso do mercado de ações era maior do que o do mercado de dívida de longo prazo. Possivelmente uma combinação entre os incentivos fiscais existentes e da elevação da inflação, com medidas tomadas pelos governos de então desestimulavam a concessão de crédito, tal como a pré fixação da correção monetária. Mais recentemente, o perfil do endividamento das empresas brasileiras de capital aberto mudou, especialmente depois do Plano Real e da estabilização da inflação. O endividamento de longo prazo destas empresas tornou-se bem mais elevado,

¹³ Os *swaps* cambiais contratados no âmbito da BM&F exigem a constituição de garantias.

Gráfico 14 – Taxa de Câmbio e Emissão de Bônus Internacionais

(Taxa de câmbio e emissões de bônus internacionais por empresas não financeiras brasileiras. Fonte: Fundo Monetário Internacional e *Bank for International Settlements*).

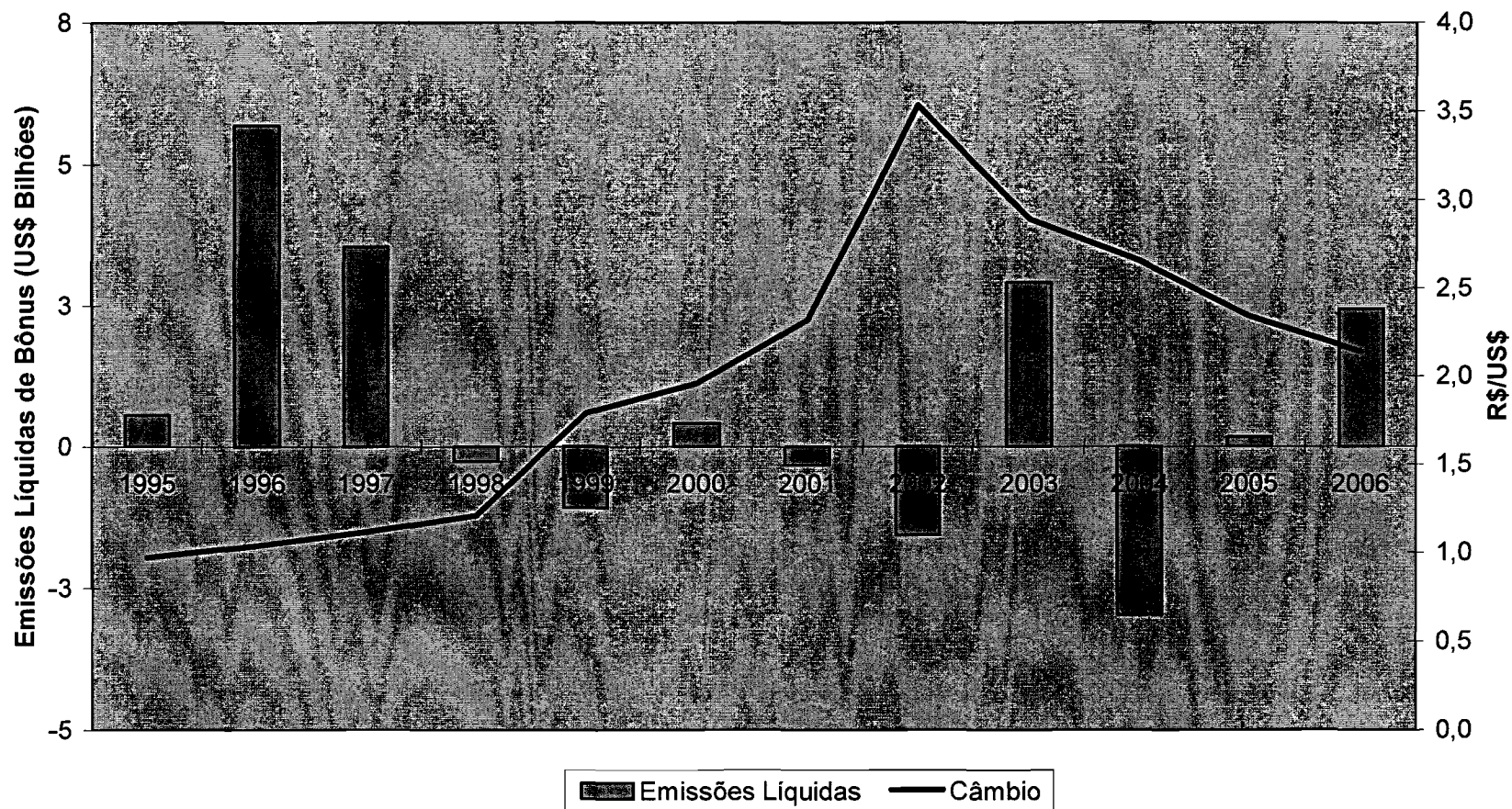
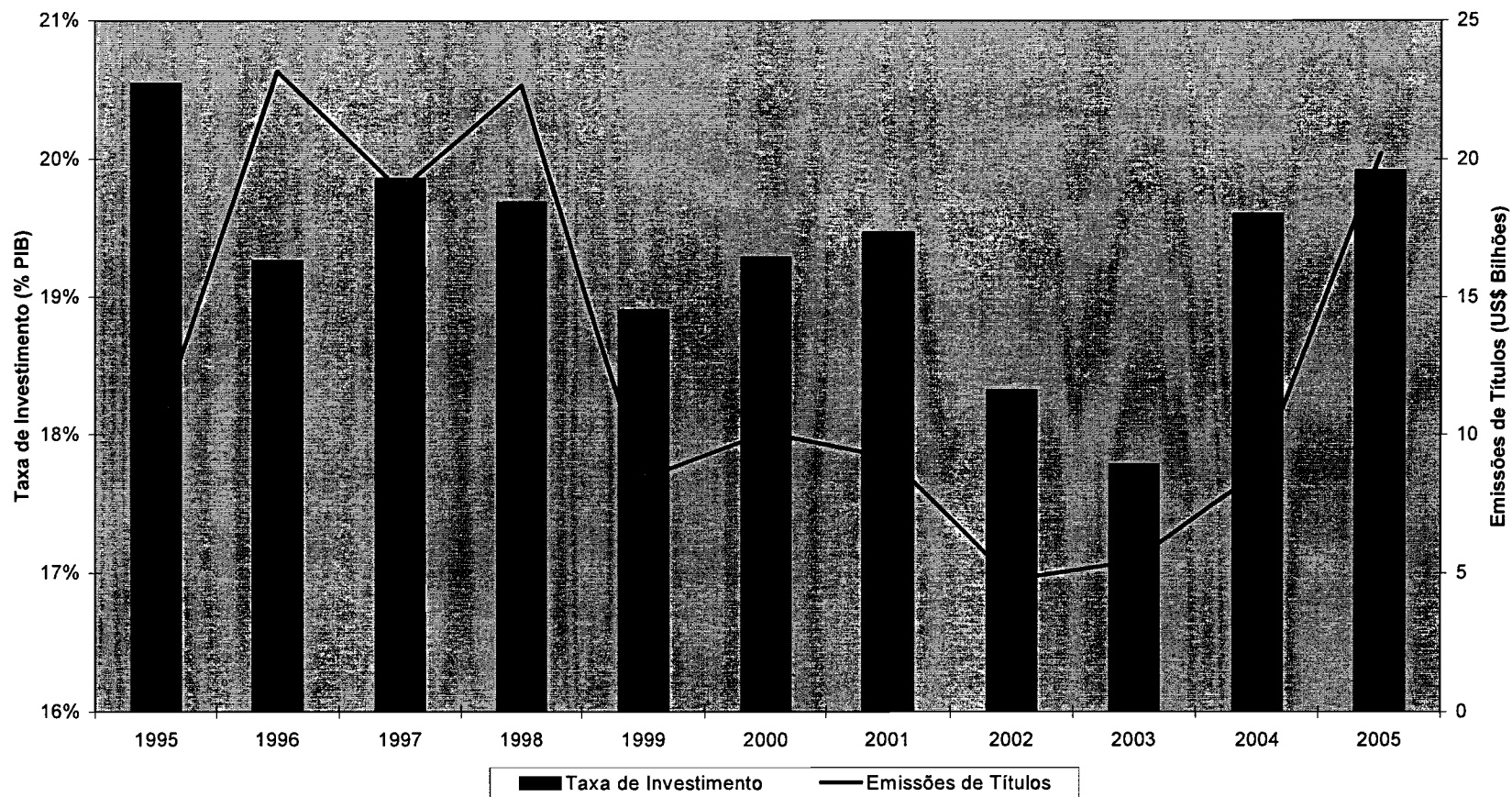


Gráfico 15 – Taxa de Investimento e Emissão de Títulos por Empresas Brasileiras

(Taxa de investimento medida pela razão entre a formação bruta de capital fixo e o PIB. As emissões de títulos englobam ações, bônus doméstico e internacional.
Fonte: Fundo Monetário Internacional, Banco Central do Brasil, Comissão de Valores Mobiliários e *Bank or International Settlements*).



não sendo, entretanto, acompanhado pelo maior uso do mercado de ações, até a tímida retomada do mercado primário a partir de 2004.

O crescimento econômico real influencia positivamente a taxa de endividamento e a inflação elevada o influencia negativamente. A inflação apresenta um comportamento não linear. A emissão marginal de dívida diminui quando a inflação é ou muito baixa (possível baixo crescimento econômico e investimento) ou muito alta (instabilidade). Em períodos de grande volatilidade do investimento e incerteza econômica, mesmo anos de taxa de investimento elevado não induzem o aumento do nível de endividamento de longo prazo.

Com a estabilização econômica, o uso de capital de terceiros aumentou, tanto na forma de passivo circulante quanto nas demais formas. O comportamento mediano do Brasil está em oposição ao da maioria dos mercados emergentes. Somente a partir de 1995 o país experimentou taxas de inflação baixas desde os anos 70. Enquanto os países asiáticos tiveram taxas de inflação mais baixas que o Brasil no período, eles passaram por sérias crises financeiras, como em 1997, por excesso de endividamento e inadimplência. As empresas em mercados emergentes estão tão sujeitas às pressões da competição quanto as localizadas em mercados desenvolvidos. Assim sendo, as políticas econômicas devem concentrar-se tanto na competitividade do mercado de financiamento quanto no mercado de produto. De certa forma, o Brasil está chegando mais tarde que outros mercados emergentes ao mercado internacional de dívida e daí certos fatos constatados neste trabalho.

Um elemento macro interessante é o timing do financiamento com o ciclo econômico. Empresas sem restrições para o financiamento atuam de maneira contra-cíclica e aquelas com restrições a favor do ciclo. Em mercados emergentes, as empresas sofrem com restrições ao financiamento e preferem aumentar o nível de endividamento quando o crescimento econômico é maior. Pode ser mais fácil tomar empréstimos quando a lucratividade da empresa é maior.

O Brasil, sob diversas medidas, ainda aparece como um país no qual o desenvolvimento relativo do mercado de ações é baixo e onde o risco econômico, por conta, por exemplo, do baixo crescimento e do risco de inflação, ainda pode ser expressivo. Do ponto de vista institucional, o Brasil tem problemas com a baixa proteção oferecida a credores e a investidores em geral pela aplicação das leis por parte do judiciário, bem como apresenta indicadores de corrupção elevados.

A literatura indica que, de forma geral, quando o grau de proteção aos investidores e credores é adequado e a economia apresenta padrões estáveis e bom nível de crescimento, o mercado de ações é mais desenvolvido do ponto de vista relativo. O maior desenvolvimento do mercado de ações também leva ao maior uso do mercado de títulos de dívida por parte das empresas maiores, com prazos mais longos e, também, ao maior uso do mercado de crédito bancário por parte das empresas menores, também com prazos mais longos. O revés desta situação seria a escassez de empréstimos de longo prazo via sistema bancário, com custos elevados, e o baixo grau relativo de desenvolvimento do mercado de capitais, tanto para a emissão de dívida quanto para a emissão de ações. De alguma maneira,

possivelmente por conta dos fatores institucionais resenhados, este ainda parece ser, de forma aproximada, o caso do Brasil.

Por outro lado, há que se considerar que o processo de estabilização é recente, que várias medidas vem sendo tomadas para reduzir o grau de ineficiência e o custo do processo judicial, bem como tem havido algum crescimento econômico, embora não às taxas que muitos julgam adequadas. Por isso, provavelmente, muitas das análises revistas neste trabalho eram dominadas por períodos institucionalmente muito ruins para o Brasil, como grande parte dos anos 90. Se o país conseguir aumentar sua taxa de crescimento econômico, juntamente com todas as demais medidas que vêm sendo tomadas, é muito provável que as empresas brasileiras passem a usar o mercado de capitais com muito maior intensidade. Caso o deslocamento gerado pela colocação da dívida pública federal interna junto aos bancos seja reduzido, associado ao processo de maior confiança no mercado de capitais, é possível que as empresas de menor porte progressivamente passem a se beneficiar também, com crédito mais abundante, barato e a prazos mais generosos via o sistema bancário.

A captação de recursos de terceiros é influenciada por certos fatores comuns nos diversos países. Por exemplo, a rentabilidade contábil consistentemente apresenta uma relação negativa com o nível de endividamento. A proporção de ativos tangíveis, em muitas situações, está positivamente relacionada com o nível de endividamento, indicando algum tipo de tentativa de compatibilizar a vida útil dos ativos com o prazo dos empréstimos. É evidente que o porte da empresa mantém relação forte com o nível de endividamento. Quanto maior a empresa, mais ela tende a lançar mão de todas fontes disponíveis de financiamento externo. Em países com boa qualidade de proteção ao investidor, empresas menores, com mais ativos intangíveis tendem a obter mais empréstimos de longo prazo. Por outro lado, não há uma relação clara entre o setor de atividades, no âmbito internacional, e o nível de endividamento. As categorias de fatores que dominam o poder explicativo do nível de endividamento são os fatores ao nível da firma, tais como os dois citados anteriormente, e os fatores ao nível do país. Quando ambos são considerados, os fatores ao nível do setor de atividade apresentam baixo poder explicativo do nível de endividamento.

Ao se pensar somente nos fatores ao nível do país, é legítimo se perguntar se são os fatores conjunturais (crescimento, inflação etc) ou os fatores institucionais que predominam. Não se encontra uma resposta clara para esta questão. Quando os autores usam tanto um tipo de fator quanto o outro, ambos apresentam poder explicativo importante na amostra seccional de países. Há certo consenso na literatura de que os fatores a nível de país são importantes, e que tanto seus elementos conjunturais, quanto sub-rogados para a qualidade institucional, apresentam poder explicativo adequado. Sendo assim, a conclusão sobre este aspecto é que tanto o crescimento econômico quanto a taxa de inflação e indicadores de qualidade institucional e de desenvolvimento do mercado financeiro de um país estão associados ao uso maior ou menor do endividamento via mercado de capitais, em particular. Do ponto de vista de política, parece que a simples melhora institucional, sem o devido crescimento econômico a taxas baixas de inflação, não é suficiente para aumentar o grau de desenvolvimento do mercado de capitais dos países.

A relação entre a concentração dos direitos de voto (capital votante) e dos direitos de propriedade (capital votante e não votante) e o nível de endividamento não é clara.

Diversos trabalhos brasileiros foram revistos e os resultados não apresentam uma relação consistente e significativa em todos os casos. Entretanto, dos resultados avaliados, parece emergir, com alguma sustentação, que quanto maiores forem os conflitos potenciais de interesse, menor é o grau de endividamento da firma. Isto é, se o grau de separação entre o percentual dos direitos de voto e dos direitos ao fluxo de caixa for muito grande, o endividamento parece ser menor. Como, segundo a teoria, o endividamento pode ser empregado para mitigar os conflitos de interesse entre acionistas-gestores e os demais acionistas, nos parece que os controladores de empresas brasileiras em que o potencial para conflitos de interesse é elevado não se preocupam em lançar mão da dívida para sinalizar que dispõem de menor poder discricionário sobre o fluxo de caixa livre. Ao contrário, eles usam mais intensamente os recursos próprios e, muito possivelmente, não se preocupam ao usar livremente seus benefícios privados do controle. Outra explicação oferecida na literatura nacional é que os controladores destas empresas seriam mais avessos ao risco e usariam menos o endividamento porque sua riqueza pessoal está, em grande parte, na empresa que controlam. Finalmente, gestores empreendedores (mais otimistas) parecem usar mais dívida. Esta nos pareceu ser uma questão que ainda não foi tratada em profundidade pela literatura nacional e que merece mais atenção.

O valor de mercado relativo das empresas listadas brasileiras é baixo. Indicadores como P/L e *Price-to-Book* (preço de mercado da ação sobre o seu valor patrimonial) são historicamente baixos no Brasil. Somente nos últimos anos o *price-to-book* passou de 2, tendo ficado vários anos abaixo de 1. Portanto, quanto mais baixo o valor de mercado das ações, maior é o custo do capital acionário, pois o valor da ação é o valor presente ao custo de capital do fluxo de caixa livre para o acionista. Emitir ações, para a maioria das empresas, representava um custo elevadíssimo de capital, pois suas ações seriam vendidas a preços menores do que a gestão consideraria justo. O último grande boom do mercado primário brasileiro tinha sido em 1986, nos meses seguintes ao Plano Cruzado. O mercado de ações na época disparou em termos reais, tornando as avaliações relativas interessantes para a emissão e o custo de capital relativamente baixo. Entretanto, além desta janela ter durado pouco, a qualidade institucional à época era bem pior e muitas das empresas que vieram ao mercado já o fizeram muito combatidas depois da recessão de 1983 e das crises externas. Um estudo de Charchat & Leal (2000) mostra que a imensa maioria de uma amostra de empresas que abriu o capital em 1986, dez anos depois, já tinha fechado o capital, falido ou sido comprada por outras empresas. A única empresa sobrevivente desta amostra ainda no mercado hoje está em concordata.

Portanto, é necessário que o desempenho do mercado acionário seja favorável para que o custo de capital baixe, o preço potencial de venda das ações suba e a emissão primária se torne interessante. Isto vem acontecendo, algo timidamente, a partir de 2004. O grande fluxo de recursos de investidores estrangeiros para a bolsa nos últimos anos, bem como a redução do risco do país, fez bem às ações brasileiras. Modificações institucionais privadas, como a introdução do Novo Mercado, ajudaram as empresas interessadas a obter recursos no mercado nacional a um custo de capital mais baixo. Todavia, o custo de capital no país continua um tanto elevado e somente o maior crescimento econômico, a taxas baixas de inflação, e a persistente e constante melhora institucional fará com o que o mercado de capitais nacional entre em um círculo virtuoso de volumes crescentes de emissão no mercado primário a um custo de capital cada vez menor. Os sinais recentes são

promissores, mas muito ainda há que acontecer. Emitir ações no exterior, desde que o impacto sobre o preço deste anúncio seja positivo, como parece ser em geral, ajuda a reduzir o custo de capital da empresa. Há também efeitos indiretos, como maior visibilidade, mais escrutínio por parte de analistas etc que podem colaborar com esta redução.

Enquanto isso, diante de tremendas pressões competitivas internacionais, algumas empresas brasileiras decidiram baixar seu custo de capital afastando-se do Brasil. Estar em jurisdição mais favorável e diversificar as operações internacionalmente desvinculam a empresa do Brasil, exclusivamente, podendo ter efeitos importantes sobre a diversidade das fontes de recursos disponíveis bem como na redução de seu custo de capital. Movimentos como os da Ambev e Gerdau, por exemplo, ilustram a tentativa destas empresas de diversificar suas operações no exterior e de também passarem a ter sedes em outros países onde as condições de custo de capital são mais favoráveis. É evidente que esta estratégia não está ao alcance de qualquer empresa, mesmo que grande. Por exemplo, a Petrobrás jamais poderá fazer isso, mesmo tendo alguma diversificação internacional, porque é controlada pelo Estado brasileiro. Talvez a CVRD tenha dificuldades de fazer isso por conta da localização de suas jazidas. Enfim, cada empresa tem a sua estória, mas é de fundamental importância que o processo de estabilização econômica com crescimento e de melhora institucional seja bem sucedido para que não haja o incentivo de mais empresas deixarem o país em busca de uma solução mais rápida para baixar seu custo de capital e ganhar mais produtividade.

Do ponto de vista dos condicionantes do endividamento no exterior, não se encontrou evidência clara de que a captação de recursos externos tem sido menos intensa do que seria de se esperar nos últimos anos. De forma geral, os níveis de endividamento das empresas brasileiras tem sido compatível com o de empresas de países com risco país semelhantes, no passado recente, mesmo considerando-se que o custo de captação no mercado interno no Brasil é maior do que na maioria destes países e que a disponibilidade de recursos internos pode ser maior em alguns destes países. Sendo assim, a situação corrente no Brasil indica um grande potencial de crescimento do mercado de dívida das empresas, seja via o mercado de crédito, via redução de juros e a melhora das condições institucionais para reduzir o custo de inadimplência, seja via o mercado de dívida via o mercado de capitais doméstico ou internacional. Possivelmente, as empresas brasileiras terão acesso crescente a recursos externos com mais facilidade para obtenção do crédito uma vez que o país, apesar de uma posição de partida relativamente pior em termos de risco-país e de contas externas, não se diferenciou claramente neste aspecto. Finalmente, procurou-se investigar com participantes do mercado de debêntures se há limitações de tipo normativo ou institucional que afetem de forma significativa a captação de recursos no mercado internacional por parte de empresas brasileiras. De forma geral, não se encontrou nenhuma indicação de que este seja o caso. As empresas brasileiras encaram limitações no mercado internacional que são semelhantes àquelas enfrentadas pelas empresas de outros países de risco país similar. Evidentemente, caso o país obtivesse o *investment grade*, muito seria facilitado em termos de acesso ao mercado de crédito e de capitais internacionais uma vez que muitas portas poderiam se abrir, particularmente para as empresas que hoje não usam o mercado internacional de dívida. Do ponto de vista doméstico, também não se encontrou limitações relevantes para o uso do mercado do ponto de vista normativo, além de certas proibições que se aplicam aos bancos, como a emissão de debêntures. Por outro lado, é claro que há

conhecidos limitadores conjunturais e institucionais, como a incerteza jurídica e o nível das taxas de juros, que vêm melhorando nos últimos anos.

Aparentemente as medidas que vêm sendo adotadas têm surtindo efeitos. O arsenal de medidas para baixar spread bancário ocorre na direção correta, com alguns reveses, como a renovação da CPMF. A simplificação da estrutura tributária e a redução da carga tributária sobre operações financeiras, especificamente, induziram mais crescimento para o mercado de crédito. A redução da taxa de juros por meio de política também deve continuar, podendo até se acelerar, caso a visão dos que acham que o Banco Central é muito conservador prevaleça. No mercado de debêntures interno pode ser que a integração com mercados internacionais aumente à medida que as regras de prudência favoreçam os títulos privados e que o processo de simplificação de emissão e das escrituras de debêntures se instale, particularmente com mais provisão de liquidez ao mercado secundário por parte de certos agentes, como o BNDES. Como o maior uso do financiamento interno parece estar associado ao maior uso do financiamento externo, assim como o maior uso do mercado de capitais doméstico também parece estar associado ao maior uso do mercado de crédito bancário por parte das empresas menores. Todas as alternativas de intermediação financeira tendem a ser mais usadas concomitantemente, com as empresas maiores que usam o mercado internacional abrindo espaço no mercado doméstico para empresas que antes não tinham boas oportunidades de financiamento. O aprofundamento das medidas que levam a uma menor morosidade e a uma maior eficiência do judiciário é essencial para que este movimento também. Ações que reduzam a corrupção no país, embora aparentemente desconectadas do problema do crédito, podem tornar o judiciário e outros agentes de crédito mais confiáveis, reduzindo o risco em geral. Em geral, tudo parece indicar que, continuadas as iniciativas em curso, as empresas brasileiras terão cada vez mais alternativas a custo baixo e prazo mais longo para se financiarem, estimulando um ciclo virtuoso na economia brasileira.

6. REFERÊNCIAS

- ARIDA, Pécio; BACHA, Edmar; RESENDE, André L. Credit, interest, and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil. In: GIAVAZZI, F.; GOLDFAJN, I., HERRERA, S., org., *Inflation targeting, debt, and the Brazilian experience, 1999 to 2003*. Cambridge, MA: MIT Press, 2005.
- BANCO CENTRAL. Relatório de economia bancária e crédito. 2005.
- BARROS, Lucas A. B. *Decisões de financiamento e de investimento das empresas sob a ótica de gestores otimistas e excessivamente confiantes*. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. Tese de doutorado, 2005.
- BASSO, Leonardo F. C. ; MENDES, Eduardo A. ; KAYO, Eduardo K. Estrutura de capital e janelas de oportunidade: testes no mercado brasileiro. Anais 4º Encontro Brasileiro de Finanças, 2004 (CD-Rom).
- BLÉJER, Mario; SCHUMACHER, Liliana. *Central Banks Use of Derivatives and Other Contingent Liabilities*. IMF Working Paper 66, 2000.
- BONOMO, Marco; MARTINS, Betina; Pinto, Rodrigo. Debt composition and exchange rate balance sheet effect in Brazil: a firm level analysis. *Emerging Markets Review* 4 (4), p. 368-396, 2003.
- BOOTH, Laurence; AIVAZIAN, Varouj; DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli; MAKSIMOVIC, Vojislav. Capital structures in developing countries. *Journal of Finance* 56 (1), p. 87-130, 2001.
- CHARCHAT, Gerson E.; LEAL, Ricardo P. C. A triste história das aberturas de capital no Brasil. In: LEAL, Ricardo P. C.; COSTA JR., Newton C. A.; LEMGRUBER, Eduardo F. *Finanças Corporativas: uma análise empírica para o Brasil*. São Paulo: Atlas, 2000.
- DE JONG, Abe, KABIR, Rezaul, & NGUYEN, Thuy T. *Capital structure around the world: the roles of firm- and country-specific determinants*. Working paper. 2006. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=890525>.
- EID JR., William. Custo e estrutura de capital: o comportamento das empresas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, v. 36, n. 4, p. 51-59, 1996.
- FAN, Joseph P. H., TITMAN, Sheridan, & TWITE, Garry. *An international comparison of capital structures and debt maturity choices*. Working paper. 2006. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=423483>.
- GARCIA, Márcio. O Câmbio e o Banco Central. *Valor Econômico*, 19 maio 2003.

- GIANNETTI, Mariaassunta. Do better institutions mitigate agency problems? Evidence from corporate finance choices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38 (1), p. 185-212, 2003.
- GLEN, Jack & PINTO, Brian. *Debt or equity? How firms in developing countries choose*. Washington: International Finance Corporation, Discussion Paper 22, 1994.
- GLEN, Jack & SINGH, Ajit. Comparing capital structures and rates of return in developed and emerging markets. *Emerging Markets Review* 5, p. 161-192, 2004.
- GOMES, Gabriel L.; LEAL, Ricardo P. C. Determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsas de valores. In: LEAL, Ricardo P. C.; DA COSTA JR., Newton C. A.; LEMGRUBER, Eduardo F. *Finanças Corporativas*, São Paulo: Atlas, 2000, p. 42-57.
- HALL, Graham C., HUTCHINSON, Patrick J., MICHAELAS, Nicos. Determinants of the capital structure of European SMEs. *Journal of Business Finance & Accounting* 31 (5 & 6), p. 711-728, 2004.
- JALAL, Abu. The pecking order, information asymmetry, and financial market efficiency. Working paper. 2006. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=939588>.
- KAYO, Eduardo K.; FAMÁ, Rubens. Teoria de agência e crescimento: evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento. *Cadernos de Pesquisa em Administração*, v. 2, n. 5, p. 1-8, 1997.
- KORAJCZYK, Robert A. & LEVY, Amnon. Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints. *Journal of Financial Economics* 68, p. 75-109, 2003.
- LEAL, Ricardo P. C. A descriptive analysis of the capital structure of a broad sample of Brazilian firms. World Bank consultancy report, 2001.
- LEAL, Ricardo P. C. A review of the empirical evidence and of the factors that influence Brazilian business financing. World Bank consultancy report, 2001.
- LEAL, Ricardo P. C. Using Accounting Information in Prospectuses to Invest in Brazilian IPOs during High Inflation Years. *Latin American Business Review* 5 (3), p. 65-90, 2004.
- LEAL, Ricardo P. C., & CARVALHAL DA SILVA, André L. *The Development of the Brazilian Bond Market*. Inter-American Development Bank Research Network Working Paper. Available at <http://www.iadb.org/res/laresnetwork/projects/pr253finaldraft.pdf>
- LEAL, Ricardo P. C. & CARVALHAL DA SILVA, André L. Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile). In: LOPEZ-DE-SILANES, Florencio & CHONG,

- Alberto, org., *Investor Protection and Corporate Governance – Firm Level Evidence Across Latin America*, Stanford University Press, 2007.
- LEAL, Ricardo P. C.; SAITO, R. Finanças Corporativas no Brasil. *RAE Eletrônica*, v. 2, n. 2, 2003.
- LEVINE, Ross. Bank-based or market-based financial systems: which is better? *Journal of Financial Intermediation* 11, p. 398-428, 2002.
- LUCINDA, Cláudio R.; SAITO, Richard. A composição do endividamento das empresas brasileiras de capital aberto: um estudo empírico. *Revista Brasileira de Finanças* 3 (2), p. 173-193, 2005.
- MENDES, Rodrigo J. M. Avaliação da influência das estruturas de controle acionário e de propriedade sobre as características financeiras de empresas brasileiras de capital aberto. Coppead/UFRJ: Dissertação de Mestrado, 2002.
- MISHKIN, F. Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries. In: FELDSTEIN, Martin (ed.). *Economic and Financial Crises in Emerging Market Countries*. Chicago: University of Chicago Press, 2003.
- MOREIRA, Maurício M.; PUGA, Fernando P. Como a indústria financia o seu crescimento – uma análise do Brasil pós-real. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 5, p. 35-67, 2001.
- NASCIMENTO, Guilherme L. Estrutura de capitais e estrutura de propriedade e controle nas empresas brasileiras. Coppead/UFRJ: Dissertação de Mestrado, 2000.
- OLIVEIRA, F. O Mercado de Hedge Cambial no Brasil: Reação das Instituições Financeiras a Intervenções do Banco Central. *Trabalhos para Discussão Banco Central do Brasil* n° 89, 2004.
- PEREIRA, Sônia B. C. Análise de relação entre valor e alavancagem no mercado brasileiro. In: 24o ENANPAD. (2000: Florianópolis). *Anais ...* Rio de Janeiro: Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Administração, 2000 (CD-ROM).
- PEROBELLI, Fernanda F. C.; FAMÁ, Rubens. Determinantes da Estrutura de Capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. *Revista de Administração da USP*, v. 37, n. 3, p. 33-46, 2002.
- PEROBELLI, Fernanda F. C. ; FAMÁ, R. . Fatores Determinantes da Estrutura de Capital para Empresas Latino-americanas. *Revista de Administração Contemporânea*, Brasil, v. 7, n. 1, p. 9-35, 2003.
- PINHEIRO, Armando C.; CABRAL, Célia. Mercado de crédito no Brasil: o papel do judiciário e de outras instituições. *Ensaio BNDES* 9, 1998.

- PINHEIRO, Armando C., org., *Judiciário e economia no Brasil*. São Paulo : IDESP, 2000.
- PLIHON, Dominique. A Ascensão das Finanças Especulativas. *Economia e Sociedade*, v. 5, 1995.
- PRATES, Cláudia P. T.; LEAL, Ricardo P. C. Algumas Considerações sobre os Determinantes da Estrutura de Capital nas Empresas Brasileiras. *Revista do BNDES*, v. 12, n 23, p. 201-218, 2005.
- PROCIANOY, Jairo L., SCHNORREBERGER, Adalberto. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. *Revista Brasileira de Economia* 58 (1), p. 121-146, 2004.
- RESENDE, M.; AMADO, A. Liquidez Internacional e Ciclo Reflexo: Algumas Observações para a América Latina. *Texto para Discussão UFMG* n° 245, 2004.
- ROCCA, Carlos A.; SILVA, Marcos E.; DE CARVALHO, A. Gledson. *Sistema financeiro e a retomada do crescimento econômico*. FIPE/Bovespa. 1998.
- RODRIGUES JR., Waldery; MELO, Giovani M. *Padrão de financiamento das empresas privadas no Brasil*. Rio de Janeiro: IPEA Documento de Trabalho 653, 1999.
- SANVICENTE, Antonio Z. Evolução recente do mercado primário de debêntures. *Revista da CVM*, p. 63-70, 2001.
- SINGH, Ajit. How do large corporations in developing countries finance their growth? In: O'BRIEN, Richard, org., *Finance and the International Economy* 8, Oxford University Press, p. 121-142, 1994.
- SOARES, Karina T. C.; PROCIANOY, Jairo L. O perfil de endividamento das empresas negociadas na bolsa de valores de São Paulo após o Plano Real. XXIV ENANPAD, Salvador, *Anais ...*, 2000 (em CD-ROM).
- TERRA, Paulo R. S. An empirical investigation on the determinants of capital structure in Latin America. XXVI ENANPAD, Salvador, *Anais ...*, 2002 (em CD-ROM).
- WORLD BANK. *Brazil – Access to financial services*. Report number 27773-BR, 2004.
- ZONENSCHAIN, Claudia N. Estrutura de capital das empresas no Brasil. *Revista do BNDES* 5(10), p. 63-92, 1998.