

FONTES PÚBLICAS DE FINANCIAMENTO NO BRASIL

Amanda Martins dos Santos
amanda.santos@vmtubes.com.br
Universidade Federal de Minas Gerais

Amynthas Gallo
amyntasg@yahoo.com.br
Universidade Federal de Minas Gerais

Priscilla Bianchi Couto
pritufmg@yahoo.com.br
Universidade Federal de Minas Gerais

RESUMO

A investigação sobre a estrutura de capital das empresas e sobre seu impacto no valor de uma companhia vem sendo objeto de estudo nos últimos 50 anos, constituindo um dos principais temas no campo de finanças. As empresas brasileiras apresentam a oportunidade de buscar fontes de capital com taxas exclusivas. Terra (2007), em recente estudo sobre o padrão de endividamento de empresa latino-americana, destaca fatores institucionais significativos para explicar a alavancagem destas empresas, como por exemplo, o acesso à crédito de longo prazo, acessível apenas a um reduzido número de empresas.

Valle (2008) destaca, para o caso brasileiro, a relevância da participação de fontes públicas (governamentais) de financiamento na estrutura de capital das empresas, correspondendo a cerca de 30% do total do financiamento de empresas de maior porte. Para o grupo de empresas que realizaram Oferta Pública de Ações (OPA), objeto do presente estudo, no período compreendido entre 2003-2008, no Brasil, não há evidências que estas empresas mudaram a sua busca – alterando entre BNDES para OPA. Observado sensível alteração no padrão de endividamento das novas entrantes, sobretudo com a maior participação de linhas diferenciadas de financiamento.

Palavras-chaves: Estrutura de Capital; BNDES; OPA

1. INTRODUÇÃO E DEFINIÇÃO DA QUESTÃO DE PESQUISA

A investigação sobre a estrutura de capital das empresas e sobre seu impacto no valor de uma companhia vem sendo objeto de estudo nos últimos 50 anos, constituindo um dos principais temas no campo de finanças.

Mais recentemente, alguns autores, com destaque para: Rajan e Zingales (1995), Jorge e Armada (1999), Booth et al (2001), Terra (2007) e Valle (2008), exploraram fatores institucionais para explicar o padrão de financiamento das empresas. Exploraram a escolha da estrutura de capital, a partir de certos atributos próprio das organizações. A discussão passou de uma única estrutura de capital ideal para a estrutura mais apropriada, para cada perfil de empresa e também, para cada perfil de risco de negócio. com destaque

Em seu estudo foram analisadas empresas de capital aberto, no período entre 1997 a 2006, a partir do uso de linhas diferenciadas de captação, descritas como aquelas com taxas de

juros formadas a partir de critérios que não os de mercado, como as linhas de bancos de desenvolvimento. Valle (2008) evidencia que empresas brasileiras utilizaram-se de linhas diferenciadas de financiamento para escapar as altas taxas de juros praticados no mercado brasileiro, no período de 1997-2006. Destaca-se o uso de fontes públicas, variando no período de 32% a 37% dos financiamentos das empresas da amostra. Desta forma, o autor destaca que no Brasil, em um ambiente de alta taxa de juros e falta de liquidez, fontes diferenciadas de financiamentos, como fontes governamentais e subsidiadas de crédito, podem influenciar na definição da estrutura ótima de capital.

Valle (2008) destaca, para o caso brasileiro, a relevância da participação de fontes públicas (governamentais) de financiamento na estrutura de capital das empresas, correspondendo a cerca de 30% do total do financiamento de empresas de maior porte, conforme abaixo apresentado:

Tabela 01 - Composição de Fontes de Financiamentos de empresas brasileiras (em %).

Financiamento	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Abertura 1: Fontes Diferenciadas x Fontes Mercado (%)										
Apenas Tipo 1 – Diferenc.	34	36	34	37	37	34	34	34	32	35
Apenas Tipo 2 – Mercado	66	64	66	63	63	66	66	66	68	65
Abertura 2: Passivo bancário denominado em Moeda Nacional x Moeda Estrangeira (%)										
Apenas Tipo N – Reais	45	46	42	46	46	47	52	55	59	60
Apenas Tipo E – Estrang.	55	54	58	54	54	53	48	45	41	40
Abertura 3: Fontes e Moedas (%)										
Tipo 1N – Dif. Reais	31	31	28	30	30	26	29	30	29	33
Tipo 1E – Dif. Estrang.	3	5	7	7	7	7	5	4	3	2
Tipo 2N – Mercado Reais	14	15	14	15	19	21	23	25	30	27
Tipo 2E – Merc. Estrang.	52	49	52	48	44	45	43	41	38	38
Total Geral	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Principais Taxas de Juros de referência observadas no período										
Juros N (DI) - % a.a.	39	29	19	16	19	25	16	18	18	13
Juros 1 (TJLP) % a.a.	9	12	13	10	10	10	11	10	10	7
Juros E (Libor) % a.a.	5	5	7	6	2	1	1	3	5	5
Spread DI/Libor – b.p.	680	480	171	167	850	2400	1500	500	260	160
Spread DI / TJLP - b.p.	333	142	46	60	90	150	45	80	80	86

Fonte: adaptado Valle (2008).

Nota:

Tipo N = Financiamento em moeda Nacional;

Tipo E= Financiamento em Moeda Estrangeira;

Tipo 1 = Fonte Diferenciada de Financiamentos;

Tipo 2 = Fonte Mercado.

Para ilustrar tais fatos, será explorada neste estudo a fonte de financiamento por meio de linhas de empréstimos de empresas não financeiras obtidas pelo Banco Nacional de

Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), como a melhor aproximação (Proxy) de fontes diferenciada de financiamento para o mercado brasileiro. Trata-se de empréstimos de longo prazo, destinados, na sua maioria, ao aumento de capacidade produtiva das empresas para incentivar o crescimento da economia e ainda, fontes de financiamento destinado para financiar capital de giro, para empresas exportadoras e fabricante de máquinas e equipamento. Por serem subsidiados, possuem taxas de juros inferiores aquelas cobradas a mercado e aos credores de curto-prazo.

Com relação ao acesso ao mercado de crédito e de capitais, destaca-se o novo ambiente econômico e empresarial caracterizado no Brasil, a partir de 2003, com destaque para o crescimento do mercado de crédito e também a utilização do mercado de capitais doméstico para captação de recursos de empréstimos, conforme apresentado no quadro a seguir:

Tabela 2 – Evolução da liquidez no Brasil.

Indicador	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Relação Crédito/ PIB	24,0	24,5	28,1	30,8	34,7	41,3
Capitalização bursátil (*) / PIB	28,3	29,7	32,4	35,2	36,7	35,2

Fonte: Banco Central do Brasil

(*) É o valor de mercado das empresas emissoras de ações integrantes da carteira teórica dos índices

Neste contexto, o impacto das recentes ocorrências de Oferta Pública de Ações (OPA) no mercado brasileiro é merecedor de atenção pelas mudanças que proporciona nas organizações, com importantes alterações na estrutura de capital da empresa no Brasil.

2. PROBLEMA DE PESQUISA E OBJETIVO

A partir destes estudos e do contexto das novas entrantes na Bovespa, apresenta-se o seguinte questionamento para o caso brasileiro: O acesso contínuo às estruturas de financiamento do BNDES pode influenciar a estrutura de capital de uma empresa?

Para o caso brasileiro, a decisão de captação de recursos financeiros por meio de novas emissões serviu para complementar ou para substituir as captações realizadas com fontes governamentais de recursos?

A hipótese principal da presente pesquisa encontra-se abaixo descrita: H1: Há evidências empíricas de que as empresas apresentavam um padrão similar de estrutura de capital em período anterior a realização da OPA, comparadas ao período posterior.

3. TEORIA DA ESTRUTURA DE CAPITAL

A estrutura de capital de uma empresa é composta pelas dívidas de curto e longo prazo e do capital próprio mantido pela empresa. Quanto às características sobre o padrão da estrutura de capital e de financiamento das empresas, destacam na literatura internacional três principais teorias: o Balanceamento Estático ou static trade-off theory (STOT), a hierarquização das fontes de financiamento, ou pecking order theory (POT) e a teoria das Janelas de Oportunidade ou market timing theory (MTT). As duas primeiras são bastante discutidas, centradas quanto aos fatores determinantes da estrutura de capital e quanto à existência, e a formação de uma estrutura ótima entre o capital próprio e o capital de terceiros. A terceira, se diferencia, pela tentativa de avaliar oscilações momentâneas, no custo de capital próprio, relativo a outras fontes de capital.

Para Titman e Wessels (1988), as corporações escolhem sua estrutura de capital de acordo com variáveis próprias, que determinam os vários custos e benefícios relacionados à decisão de financiamento, sendo a sua comprovação difícil, pelo fato de tais atributos serem conceitos abstratos, não diretamente observáveis.

Os autores supra citados avaliaram atributos/fatores determinantes da estrutura de capital das empresas em diferentes mercados (países), para explicar a propensão para o endividamento (Curto Prazo e Longo Prazo). Os autores selecionaram o seguinte elenco de fatores:

Quadro 01 – Atributos Pesquisados por Titman e Wessels (1988).

Atributo	Proxy utilizada
Estrutura dos ativos da empresa (colaterais)	- ativos intangíveis / ativo total; e - estoques + equipamentos / ativo total;
Usufruto de outros benefícios fiscais que não os gerados pelo endividamento	- Subsídios / ativo total; e - Deduções compras / ativo total ;
Expectativa de crescimento da empresa	- gastos de capital / ativo total; e – cresc. do AT; - P&D / Vendas
Grau de singularidade da empresa	- Dummy igual a 1 para empresas de Bens de Capital (capital intensivo e elevado ciclo de produção), e zero para as demais
Tamanho da empresa	- Logaritmo de vendas
Volatilidade de seus resultados operacionais	- Desvio padrão do lucro operacional
Lucratividade	- Resultado operacional de vendas e - Lucro Líquido

Fonte: Perobelli e Famá (2003), adaptado.

Terra (2002a; 2002b), classifica as teorias sobre estrutura de capital, de forma a identificar atributos clássicos capazes de diferenciar entre as vertentes que visam à explicação deste tema. Os atributos: tangibilidade, lucratividade, tamanho, oportunidade, imposto, risco do negócio, são resumidas no quadro a seguir:

Quadro 02 – Relação teórica entre atributos e endividamento

Atributo	Statitic Tradeoff	Pecking Order	Assimetria Informacional
Tangibilidade	Positivo	Positivo	Positivo
Lucratividade	Positivo	Negativo	Positivo
Tamanho	Positivo	Negativo	Negativo
Oportunidade	Negativo	Positivo	Negativo
Imposto	Positivo	Indeterminado	Indeterminado
Risco do Negócio	Negativo	Negativo	Negativo

Fonte: Terra (2002), apud Soares e Kloeckner (2005)

Quanto ao desenvolvimento da teoria sobre padrões de financiamento, Famá e Grava (2000) e Bacarim (2007) apresentam que a teoria da Estrutura de Capital pode ser dividida em três grandes correntes: i) tradicionalistas, ii) Irrelevância do endividamento e iii) Principal e agente, Assimetria de Informações e Sinalização. Quanto à última, segregaremos uma corrente específica que destaca a importância de fatores característicos das instituições, como: corrente institucionalista. Apresentada a seguir a divisão destas correntes, conforme os principais autores:

Tradicionalista: busca pelo endividamento/estrutura ótimo: Durand (1952), Durand (1959); Irrelevância do Endividamento: Modigliani e Miller (1958), Modigliani e Miller (1963), Stiglitz(1969), Papas e Haugen (1971), Rubinstein (1973), Miller (1977), Becker (1978), Deangelo e Marsulis (1980), Modigliani (1982), Altman (1984), Weiss (1990); Principal e Agente, Assimetria de informações e Sinalizações ao mercado financeiro –

Donaldson (1961), Jensen e Meckling (1976), Ross (1977), Leland e Pyle (1977), Myers e Majluf (1984), Myers (1984), Jensen (1986); Institucionalista: Titman e Wessels (1988), Stulz (1990), Harris e Raviv (1991), Williasson (1998) e Titman (2001), Rajan e Zingales (1995), Faulkender e Petersen (2006).

3.1 TEORIA DA ESTRUTURA DE CAPITAL NO BRASIL

O ambiente econômico brasileiro, caracterizado por elevados spreads bancários, a escolha da composição do passivo é bastante relevante. Eid Jr. (1996) destaca que empresas brasileiras 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 consideram suas ações subvalorizadas. A pesquisa contemplou 161 empresas, no período de 1986 à 1994, sendo 59% sociedades por ações, 35% sociedades limitadas e 6% outros tipos de organizações, tais como fundações

Moreira e Puga (2001) 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, a partir de uma amostra representativa. 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.

Os mesmos autores concluem que as empresas brasileiras apresentam dependência do financiamento em detrimento da utilização de recursos próprios do que a média de outras economias - 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%.

Rodrigues Jr. e Melo (1999) avaliaram o DFC1 de empresas de capital aberto entre 1987 e 1996 e constataram que 64% de suas necessidades eram originadas por meio de lucros retidos, 30% com endividamento e, somente 6% com emissão de ações.

Os resultados de Rocca et al (1998) e Leal (2001) ressaltam que apenas um pequeno número de grandes empresas de capital aberto tem acesso aos mercados de crédito e de capitais com despesas de juros relativamente baixas.

Contudo, o problema crítico identificado é a escassez (ou dificuldade) de financiamento de passivo de longo prazo para uma ampla gama de empresas.

As discussões mais recentes – entre qual dos modelos: POT ou STTf, seria melhor aplicado, não direciona a uma única conclusão em relação a qual modelo melhor otimizaria a estrutura de capitais das empresas..

Jorge e Armada (1999) estudam a importância de outros benefícios, excluído os gerados pelo endividamento, com a existência de deduções fiscais (como a depreciação), que deveriam reduzir a necessidade da empresa por endividamento.

Booth et al. (2001) registram correlação positiva para a influência de fontes governamentais de financiamento e lucratividade, em empresas de países em desenvolvimento. Tal fato está relacionado ao problema de agência e assimetria informacional destas empresas.

Terra (2007), em recente estudo sobre o padrão de endividamento de empresa latino-americana, destaca fatores institucionais significativos para explicar a alavancagem destas

Nota ¹ DFC – Demonstração do Fluxo de Caixa

empresas, como por exemplo, o acesso à crédito de longo prazo, acessível apenas a um reduzido número de empresas.

Intervenção Governamental no Mercado de Crédito e Capitais no Brasil

No Brasil, ao longo da segunda metade do século XX, os grandes grupos empresariais brasileiros buscaram principalmente o auto financiamento como forma de captação de recursos financeiros, principalmente devido aos elevados encargos financeiros cobrados pelo mercado bancário ZONENSCHAIN (1988). Para as empresas que necessitaram de fontes de financiamento externo - ou seja, que não utilizavam o auto financiamento - demonstravam uma estrutura de alavancagem baseada principalmente em crédito (credit-based), em detrimento a estrutura denominada "market-based".

Em primeiro lugar, o percentual do mercado acionário de empresas nacionais privadas, em relação ao PIB, foi pouco significativo, em comparação aos mercados mais maduros. Adicionalmente, cita-se que a remuneração pelos títulos públicos - caracterizados pelo baixo risco (baixa probabilidade de insolvência) - era bastante significativa, inibindo investidores a comprarem títulos privados de títulos e/ou ações. E, finalmente, pelo elevado custo de financiamento bancário interno praticado no país BIANCARELI (2007).

Alguns autores apresentam a relação do mercado de capitais comparado com PIB do país. A Bovespa disponibiliza uma comparação da capitalização bursátil relativamente ao PIB na década passada, conforme apresentado no quadro a seguir:

Tabela 03 Capitalização Relativa % em Relação ao PIB

Ano	Países Emergentes			Países Industrializados			
	Brasil	China	Índia	Estados Unidos	Japão	Alemanha	Reino Unido
1995	20,97	7,02	28,57	93,48	67,02	23,46	118,63
2002	28,25	37,43	54,18	105,83	51,83	34,47	114,64

Fonte: Bovespa, FIBV (2006).

Conforme destacado na tabela 01, deste trabalho, em 2008, este percentual representava 35% do PIB, valores muito inferiores registrado em algumas economias, como Japão, Alemanha, e Reino Unido.

Nas décadas de 70, 80 e 90, as Ofertas Públicas de Ações (OPAs) e debêntures emitidas no Brasil foram realizadas, em sua maioria, por meio de incentivo governamental. Algumas indústrias e empresas que realizaram registro e emissão de suas ações nas bolsas de valores, foram incentivadas para atender as exigências dos bancos e núcleos de fomento nacionais, principalmente, o BNDE, hoje BNDES, e a SUDENE, hoje, Departamento do Banco do Nordeste. Nestas operações, a escrituração de novas ações e/ou a emissão de debêntures serviam como garantias para obtenção de empréstimos. Parte desta política visava à viabilidade da operação, ainda que a motivação principal era o fortalecimento do mercado de capitais.

E, finalmente, destaque para o processo de privatização realizadas em sua maioria na década de 90, com objetivo de transferência do controle de empresas do setor bancário, elétrico e telecomunicações, para o setor privado.

Ainda hoje, a participação de empresas geridas pela administração pública, ou que sofrem influência relevante, ainda é bastante significativa, no volume diário da BOVESPA, caracterizando ainda forte influência do estado no mercado de capitais.

Contudo, o mercado de capitais não é opção para qualquer empresa, a começar, pelo custo de abertura do capital, que não é barato. Não são todas as empresas que estão preparadas

para lançar suas ações, mas, apenas, aquelas que apresentam o perfil adequado, exigido pelo mercado.

Houve avanços ao longo dos últimos anos (em grande parte de ordem operacional), que surgiram a partir de inovações dos mercados financeiros e da necessidade das Bolsas se adequarem à maior sofisticação dos mercados.

No entanto, a base do mercado de capitais, representada pelas empresas de capital aberto, continua pequena e a alavancagem via lançamento de ações, em percentual ao PIB e ao mercado de crédito, ainda é limitada.

3.2 ABERTURA DE CAPITAL NO BRASIL

Os elementos relevantes para a abertura de capital na literatura brasileira são representados de forma geral como uma decisão que envolve custos e benefícios para a empresa.

As vantagens e desvantagens da abertura do capital foram discutidas na literatura nacional por Ness e Pereira (1980), Rocca et al. (1998) e Leal (2000), entre outros. Segundo os autores, no período analisado, englobando emissões realizadas até a década de 90, as desvantagens devem superar as vantagens, pois as aberturas de capital por emissão pública de ações ainda é um evento raro ou concentrado em momentos de alta liquidez dos mercados internacionais.

Pagano, Paneta e Zingales (1998) citam maior facilidade para obtenção de fundos; destacando: o aumento da liquidez de seus ativos, a ampliação do poder de barganha com os bancos, e a possibilidade de troca de portfólio da empresa. Como desvantagem, cita o aumento das despesas administrativas.

Casagrande Neto, Souza e Rossi (2000) dão importância do mercado de capitais não ser visto apenas como uma fonte alternativa de recursos, mas como origem permanente de capitalização pela empresa, desde que haja uma boa política de manutenção dos valores mobiliários pós-mercado.

A abertura de capital proporciona à companhia uma fonte de captação de recursos permanente, pois quando bem conduzida, a mesma pode, novamente, buscar no mercado recursos para investimentos e, também, para reestruturação de passivos com perfil inadequado. Na emissão de ações, também, ocorre a divisão do risco com os novos sócios e o aumento da alavancagem financeira. Casagrande Neto (2000).

Pesquisa realizada por Siffert Filho (1998) demonstrou que no período 1990/97 foram significativas as transformações na estrutura de controle societários das 100 maiores empresas não-financeiras atuantes na economia brasileira.

Tabela 04 - Propriedade das 100 maiores empresas não-financeiras (1990) -
(Percentual na Participação da Receita Total - entre Parêntesis).

País	Propriedade Dispersa	Propriedade Dominante	Propriedade Familiar	Propriedade Governamental	Propriedad e Estrangeira	Cooperativas
Brasil 1990	1 (0,4)	5 (3,5)	27 (22,6)	38 (44,3)	27 (26,9)	2 (2,3)
Brasil 1997	3 (1,8)	19 (12,4)	23 (16,5)	21 (31,8)	33 (37,2)	1 (0,4)
Alemanha	9 (15,7)	30 (40,5)	26 (17,3)	10 (8,8)	22 (16,1)	3 (1,6)
Inglaterra	61 (59,6)	11 (13,8)	6 (4,8)	3 (2,4)	18 (18,9)	1 (0,5)
Holanda	23 (47,4)	16 (12,3)	7 (5,4)	7 (3,4)	34 (27,1)	13 (4,4)
Espanha	6 (6,2)	22 (23,0)	8 (7,4)	14 (27,2)	45 (34,2)	5 (1,9)
Suécia	4 (7,7)	31 (40,3)	18 (18,6)	21 (14,9)	14 (7,7)	12 (10,7)

Fonte: Thomsen e Pedersen (1995) apud Siffert Filho e Siffert Filho, Revista BNDES, 1998.

A propriedade dispersa é predominante na Inglaterra (61 empresas, com 59,6% da receita das 100 maiores) enquanto que na Itália, pode-se observar a propriedade estatal como mais significativa (29 empresas respondem por 37,9% do total da receita). Bélgica apresenta expressiva presença de propriedade estrangeira (61 empresas respondem por 46,7% do total da receita), seguida da Espanha (45 empresas com 34,2% da receita).

A propriedade dominante tem incidência elevada na Suécia (31 empresas com 40,3% da receita), na Alemanha (30 empresas com 40,5% da receita) e na França (28 empresas com 25% da receita).

Em decorrência ao fortalecimento do mercado de capitais no Brasil desde 2002, novos estudos foram realizados relacionados ao processo de abertura de capital.

Pereira (2005) avaliou o processo de alocação dos ativos entre investidores que participam do processo de OPA; Maciel (2006) destaca os determinantes do underpricing no Brasil; Carvalho e Pennacchi (2007) avaliaram a questão da governança corporativa e dos segmentos diferenciados de negociação da Bovespa;

Estudos realizados pela GVCef (2007) identificaram que o retorno da carteira composta por empresas que realizaram ofertas públicas de ações é maior que a carteira do IBOVESA e do IBrX, no mesmo período. Gioielli (2007) avaliou as características da emissão destas empresas, destacando a presença de sócios capitalistas quando da Oferta Pública de Ações. Contudo, poucos estudos avaliaram o impacto na estrutura de capital das novas entrantes, a partir de 2003.

4. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A metodologia da pesquisa pode ser definida como um conjunto de conhecimentos sistematizados e com proposições, logicamente, correlacionadas sobre o comportamento de certos fenômenos Lakatos e Marconi (1993i).

De forma concomitante à formulação das hipóteses que permitirão testar os fatores que influenciam as empresas brasileiras em sua decisão de procurar um sócio capitalista, será apresentado um referencial teórico das principais metodologias utilizadas em estudos semelhantes realizados no Brasil e no exterior. O universo da pesquisa envolverá apenas empresas de capital aberto listadas em bolsa de valores no Brasil. Envolverá empresas que efetuaram distribuição pública inicial de ações na BOVESPA no período de janeiro de 2004 a dezembro de 2008, totalizando 110 empresas. Esta amostra será denominada Amostra 1. A partir da amostra 1, serão segregadas as empresas do setor financeiro e imobiliário por apresentarem características de registro e contabilização específicos, no total de 64 empresas. A amostra contemplando apenas empresas não financeiras e não pertencentes ao setor imobiliário, totalizando 56 empresas, será denominada amostra 2, conforme demonstrado no quadro a seguir:

Quadro 04 - Grupos de Estudo

Caracterização dos grupos de estudo	Total
Grupo excluído (setor financeiro e imobiliárias)	64
Grupo AMOSTRA 2:	56
Grupo AMOSTRA 1: Empresas que realizaram OPA entre 01.01.04 à 31.12.08	110

Fonte: elaborado pelos autores.

Para todas as empresas da amostra 2, serão consideradas como o total do passivo da empresa como:

$$\text{Passivo} = \text{PL} + \text{kt fixo} + \text{kt 1N} + \text{kt}_{1\text{E}} + \text{kt 2N} + \text{kt}_{2\text{E}}$$

sendo:

PL = Patrimônio Líquido

kt 1N = passivo oneroso contratado com fontes diferenciadas, em Reais

kt 1E = passivo oneroso contratado com fontes diferenciadas, em moeda estrangeira

kt 2N = passivo oneroso contratado a mercado, em Reais

kt 2E = passivo oneroso contratado a mercado, em moeda estrangeira

$$\text{Kt fixo} = \text{Passivo} - \text{PL} - \text{kt 1N} - \text{kt}_{1\text{E}} - \text{Kt 2N} - \text{kt}_{2\text{E}},$$

A segregação acima visa apenas diferenciar a estrutura de endividamento da empresa, conforme metodologia utilizada por Valle (2008), segregação entre passivo denominado em moeda nacional, passivo denominado em moeda estrangeira, e fontes diferenciadas (bancos de desenvolvimento) e a mercado.

Período de estudo

O estudo contempla o período antes e depois da realização da OPA, conforme diagramado a seguir:

Quadro 03 - Grupos de Estudo

Pré-OPA	OPA	Pós-OPA
Até sete trimestres anteriores ao ano da OPA	Trimestre em que a empresa fez a OPA	Até sete trimestres após a realização da OPA
Dados do Prospecto da OPA ou linearizados	Dados do Prospecto da OPA	Dados trimestrais disponibilizados na CVM

Fonte: elaborado pelos autores.

Dados Coletados - Para a obtenção dos dados foram efetuadas pesquisas nos Prospectos Definitivos da Oferta Pública de ações, disponível para consulta na Bovespa e utilizado os preços de fechamento, após a realização da oferta pública. Na elaboração do prospecto de abertura de capital, as empresas são obrigadas a divulgar um histórico de informações financeiras de pelo menos dois anos e são apresentadas de forma anual. Após a abertura em bolsa, as empresas são obrigadas a publicar trimestralmente suas demonstrações financeiras, sendo estas disponibilizadas no website da CVM.

Para aproveitar um maior número possível de dados e adequar-se a esta formato trimestral de divulgação dos dados das empresas após a abertura, foram interpolados os dados trimestrais, utilizando os dados anuais (quando não divulgados) referente ao período pré-OPA.

Como trata-se de uma abordagem descritiva, serão obtidas as médias e o desvio-padrão para cada nível de relacionamento com o BNDES, com o objetivo de identificar possíveis variáveis explicativa para refinamento dos testes realizados na segunda etapa.

5. RESULTADOS ENCONTRADOS E CONCLUSÃO

Conforme apresentado no quadro a seguir, as empresas que realizaram a oferta pública não apresentaram redução de captação através da melhor escolha de dívida bancária para o caso brasileiro – empréstimos bancários firmados junto aos bancos de desenvolvimento a partir de taxas diferenciadas de juros e, também, não houve redução do endividamento destas empresa.

Houve um sensível aumento das captações a mercado em moeda nacional e também, uma redução das captações em moeda estrangeira. Em princípio, as captações destas empresas através da oferta pública de ações não serviram para reduzir o endividamento da empresa e podem ter sido utilizados como inversão de ativo fixo ou ainda, represados em contas de tesouraria.

Registra-se que a taxa de utilização dos empréstimos firmados em taxas diferenciadas aumentou 17% no período pré-pós OPA, passando de 34% para 40% do total de empréstimos destas empresas.

Tabela 05 – Comparação % de fontes diferenciadas de financiamento Pré x Pós OPAs (%)

Fonte de Financiamento	Pré-OPA	OPA (1)	Pós-OPA
Empréstimos Mercado	63%	59%	60%
Empréstimos BNDES	34%	41%	40%

Fonte: elaborado pelos autores. Demonstração financeira divulgada imediatamente anterior a realização da OPA. Média, não considerando diferenças de setores.

Estes resultados, ainda que limitados, apresentam algumas implicações para a prática, especialmente dada à carência de análises nesta perspectiva. Inicialmente, destaca-se o aumento da utilização das linhas do BNDES pode ser associado a melhora na estrutura de comunicação e definição de projetos de longo prazo da empresa, e ainda, a maior acessibilidade a crédito e a garantias por estas empresas. Devido a reduzida amostra, não foi possível o refinamento dos testes estatísticos, prejudicando os resultados esperados e não há como inferir sobre a alteração no perfil da estrutura de capital destas empresas.

Importante destacar que algumas empresas não apresentavam contratos a taxas diferenciadas durante todo o período (total de 06 empresas). A partir das constatações apresentadas, recomendamos a realização de investigações complementares, aplicando a metodologia de Terra (2002) e avaliando os atributos apresentados por Titman e Wessels (1988) para avaliar a significância de fontes diferenciadas de financiamento no Endividamento de Curto e Longo Prazo destas empresas.

6. REFERÊNCIAS

AGGARWAL, R., Leal, R. e HERNANDEZ L., The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America, *Financial Management*, 22, pp. 42-53., 1993 [Links]

ALMEIDA, M., A venda de acções em bolsa pelas entidades emitentes portuguesas. Evidência sobre a eficiência do mercado português, 2000., Tese de Mestrado, Lisboa: UTL/ISEG. [Links]

ANBID – Estatísticas do Mercado de Capitais. Disponível em:<<http://www.anbid.com.br>>. Acesso em 18 abr. 2009. [Links]

ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais,

FIPECAFI/USP. São Paulo: Pioneira, 1999. [Links]

ASSAF NETO, Alexandre. Mercado financeiro. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2005. [Links]

A.; LEMGRUBER, E. F. Finanças Corporativas. São Paulo: Atlas, 2000. p. 42-57 [Links]

BACARIM, D. Papin, Abertura de Capital no Brasil como instrumento de expansão do crédito – Dissertação de mestrado – PUC-SP (2007) [Links]

BAKER, M.P. & JEFFREY, W. Market Timing and Capital Structure. Yale International Center for Finance. Working Paper n. 00-32, 2001. [Links]

BNDES – Políticas Operacionais Disponível em:<<http://www.bndes.gov.br>>. Acesso em 12 mar. 2009. [Links]

BEUREN, Ilse Maria. Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BRENNAN, M. e FRANKS, J. Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK, Journal of Financial Economics, 45, pp. 391-413., 1997 [Links]

BARCLAY, M., & SMITH, C., Jr. (1995). The maturity structure of corporate debt. Journal of Finance, 50, 609-631. [Links]

BIANCARELI, A. M (2007) – Integração, ciclos e finanças domésticas: o Brasil na globalização financeira. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia Universidade Estadual de Campinas [Links]

BOOTH, L. VAROUJ,A.; DEMIRGUÇ-KNUT,A; MAKSIMOVIC. V.Capital structure in developing countries. The Journal of Finance. Chicago, (2001) [Links]

BRAU, J., FAWCETT, S. Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice, The Journal of Finance, 2006.

BRITO, Ricardo D.; LIMA, Mônica R. A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: o caso do Brasil* Rev. Bras. Econ. vol.59 no.2 Rio de Janeiro Apr./June 2005 [Links]

CASAGRANDE NETO, Cintra, H N, Manoel Felix, Magliano Filho, Raymundo, Abamec, Mercado de Capitais – A saída para o Crescimento [Links]

CASAGRANDE NETO, Humberto – Abertura de capitais de empresas no Brasil: um enfoque prático 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000..[Links]

CAVALCANTE, Francisco. Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Campus, 2002 [Links]

CAVALCANTE FILHO, Francisco Silva; MISUMI, Jorge Yoshio. Mercado de capitais ed. Belo Horizonte: CNBV, 1998. [Links]

CVM – Relatórios anuais de 2004, 2005, 2006, 2007, 2008. Disponível em:<<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 02 fev. 2009. [Links]

CVMN –IPO – Libere o Potencial de sua Empresa. Disponível em:<<http://www.cvmn.pt.br>>. Acesso em 03 out. 2008. [Links]

- DA COSTA, G. P. B. Fatores característicos da empresa emissora. Explicativos do deságio nas aberturas de capital (1984-1989). 130f. Dissertação de Mestrado, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 1990. [Links]
- DURAND, D. The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment: Comment. *American Economic Review*, v. 49, n. 4, p. 639-655, September 1959. [Links]
- DONALDSON, Corporate debt capacity. Boston Graduate School of Business Research/Harvard University, 1961. [Links]
- FAMA, E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, v. 25, n.2, March, 1970, p.383-417. [Links]
- FAMÁ, R.; GRAVA, J.W., Teoria da Estrutura de Capital . As discussões persistem. *Caderno de Pesquisa em Administração* , v1, 11, São Paulo, janeiro/março 2000 [Links]
- FAMÁ, Rubens,; PEROBELLI, F.F.C - Fatores Determinantes da Estrutura de Capital: aplicação a empresas de capital aberto no Brasil, 2002 [Links]
- FAZZARI, S.M. & HUBBARD, G. & PETERSEN, B. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 141-95. [Links]
- HARRIS, M. & RAVIV, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1):297–355.
- HUGHES, P.J.; THAKOR, A.V. Litigation Risk, Intermediation, and the Underpricing of Initial Public Offerings. *Review of Financial Studies*, vol.5, p.709-742, 1992. [Links]
- JENSNE, M.C.; MECKLING, W. Theory of firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. Amsterdam (1976) [Links]
- LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. Fundamentos de metodologia científica. São Paulo: Atlas, 1993
- LEVINE, R; ZERVOS, S. “Stock Market Development and Long-Run Growth”. *The World Bank Economic Review*, vol. 10, n.2. (1996). [Links]
- LOUGHRAN, T., RITTER, J. e RYDQUIST, K., Initial public offerings: international insights, *Pacific- Basin Finance Journal*, 2, pp. 165-199., 1994; [Links]
- LEAL, R. Euforia, timing, e o desempenho de curto e longo prazo das aberturas de capital por emissão pública de ações no Brasil, 155f. Tese de Doutorado, Universidade Federal do Rio de Janeiro, ago., 1993. [Links]
- LEAL, R. P. C. Três desafios para abrir o capital. *Revista da CVM*, v. 32, n. 2, p. 56-61, set. 2000. [Links]
- LEX, A.C. IPO no Novo Mercado: Estratégias de Capitalização ou de Saída? Dissertação de Mestrado. PUC-RJ, 2007. [Links]

- LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. *The American Review*. V-46. p. 97-103, mai.1956 [Links]
- MATOS, J.A. *Theoretical Foundations of Corporate Finance*. Princeton: Princeton University Press, p. 160-161, 2001. [Links]
- MARTINS, Gilberto de Andrade. *Manual para elaboração de monografias e dissertações*. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2000
- MILLER, M. and F. MODIGLIANI (1961). “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares.” *Journal of Business* 34: 411-433. [Links]
- MILLER, M. and F. MODIGLIANI (1963). “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction.” *American Economic Review* 53(3): 433-43. [Links]
- MILLER, M. H. (1977). “Debt and Taxes.” *Journal of Finance* 32(2): 261-75. [Links]
- MUSCARELLA, C.J. and M.R. VETSUYPENS, “The Underpricing of ‘Second’ Initial Public Offerings,” *Journal of Financial Research* 12, 1989b, pp. 183-192 [Links]
- MYERS, S. C. and N. S. MAJLUF (1984). “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have.” *Journal of Financial Economics* 13: 187-221 [Links]
- MEIER E SEERS. *Pioneers in development*. New York: Oxford University Press, 1984. [Links]
- MODIGLIANI, F., MILLER, M. H. *The cost of capital, corporate finance and the theory of investment*. *American Economic Review*, v. 48, p. 201-297, 1958. [Links]
- MOREIRA, M. M.; PUGA, F. P. Como a indústria financia o seu crescimento – uma análise do Brasil pós-real. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 5, ed. especial, p. 35-67, 2001. [Links]
- MEGGINSON, W. L. and K. A. Weiss, ‘Venture capitalist certification in initial public offerings’. *Journal of Finance* XLVI(3), 879-903, 1991 [Links]
- NOVIS NETO, J.; SAITO, R. *Dividend Yield e Persistência dos Retornos Anormais: Evidência do Brasil*. Working Paper, EAESP/Fundação Getúlio Vargas, 2002. [Links]
- PAGANO, M., PANETTA, F. e ZINGALEZ, L. *Why do companies go public? An empirical analysis*. NBER Working Paper 5367, 1995. [Links]
- PAVANI, C. *O Capital de Risco no Brasil*. Rio de Janeiro: E-papers Serviços editoriais, 2003 [Links]
- PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais*. São Paulo: .Ed. Atlas, 2002. [Links]
- PRABHALA, N. and M. PURI., *How does underwriter price support affect IPOs? Empirical evidence*, Working Paper, Yale University, 1988. [Links]

- PROCIANOY, J. L.; VEISMAN, E. Debêntures conversíveis em ações e o mercado de capitais brasileiro: revisão e novos questionamentos. In: LEAL, R. P. C.; COSTA JR., N. C. [Links]
- RAJAN, R.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, v. 50, n. 5, Dec. 1995.
- RITTER, J.R.; WELCH, I. A Review of IPO Activity, Pricing and Allocation. *Journal of Finance*, vol. 57, p. 1795-1828, 2002. [Links]
- RELANDER, K; Syrjanen A; Miettinen, S. Analysis of the trade –sale as a Venture Capital Exit Route. Apud Ribeiro, L, (2002) *Comportamento e Estratégia de Saídas em Capital de Risco: Uma Análise Empírica dos Fundos de Venture Capital no Brasil - Dissertação de Mestrado USP* [Links]
- ROCCA, C. A.; SILVA, M. E.; DE CARVALHO, A. G. Sistema financeiro e a retomada do crescimento econômico. FIPE/Bovespa. 1998. [Links]
- RODRIGUES JR., W.; MELO, G. M. Padrão de financiamento das empresas privadas no Brasil. Rio de Janeiro: IPEA Documento de Trabalho 653, 1999. [Links]
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. *Administração Financeira*. São Paulo: Atlas, 1995;
- RUUD, J., Underwriter price support and the IPO underpricing puzzle, *Journal of Financial Economics*, 34, pp. 135-151, 1993. [Links]
- SHUMPETER, Joseph Alois. *Teoria do Desenvolvimento: O mercado monetário*. São Paulo: Ed. Abril, 1984. p. 86-87. [Links]
- SIFFERT FILHO, Nelson Fontes. Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos anos 90. *Revista do BNDES*, v..5, n. 9, p.123-146, 1998 [Links]
- SILVA, P. R. Governança Corporativa, Mercado de Capitais e Crescimento Econômico no Brasil. 2006, 147f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Gestão e Negócios, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2006. [Links]
- STULZ, R..M. Managerial discretion and optimal financing policies, *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, 1990.
- TERRA, P. 2002a. An Empirical Investigation on the Determinants of Capital Structure in Latin America.. Salvador: Anais do 26º ENANPAD.
- TERRA, P. , 2002b. Three Essays on International Business. Ph.D. Dissertation, McGill University, Montreal, Canadá. 255p.
- TERRA.P.R.S.Determinants of corporate debt maturity in Latin America. In: ANNUAL MEETING OF THE ACADEMY OF INTERNATIONAL BUSINESS, 2006. Pequim, Proceedings of th Annual Meeting of the Academy of International Business.. Bloomington: Academy of International Business.

TINIÇ, S. , Anatomy of initial public offerings of common stock, *Journal of Finance*, 43, pp. 789-822., 1988 [Links]

TITMAN S. WESSEL R., The determinants of capital structure choice, *Journal of Finance* 43(1), 1-19. , 1988.

VALLE, M. R. Estrutura de capital de empresas brasileiras num ambiente de altas taxas de juros e na presença de fontes diferenciadas de financiamento. Tese de Livre Docência apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Riberão Preto, USP, 2008

VIEIRA, E. e CORREA, V. Mercado de Capitais e Governança Corporativa no Brasil: reflexões sobre os movimentos recentes, 2000 [Links]

WELCH, , I. Sequential sales, learning, and cascades, *Journal of Finance*, 47, pp. 695-732., 1992 [Links]

WILLIAMSON, Oliver E. *The Economic Institution of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. New York: The Free Press, 1985

ZONENSCHAIN, C. “Estrutura de Capital das Empresas no Brasil”. *Revista do BNDES*. Rio de Janeiro: Rio de Janeiro, v.5, n.10, p.63-92, dez. 1998. [Links]
