

Sumário

1	Introdução	4
2	Revisão da Literatura.....	5
2.1	Trade-off Theory	6
2.2	Assimetria Informacional e Teoria da Agência.....	7
2.3	Pecking Order	8
2.4	Fatores Institucionais e Oferta de Recursos	9
3	Metodologia	10
4	Cronograma	11
5	Referências	12

1 Introdução

Existem diversas teorias que buscam explicar os determinantes da estrutura de capital das empresas, porém nenhuma delas é capaz de explicar todos os fatores decisivos para esta escolha. Mas isto era esperado, pois existem inúmeros elementos que podem afetar a escolha da estrutura de capital. As teorias existentes enfatizam diferentes aspectos e realçam os custos e benefícios de diferentes alternativas de financiamento. Deste modo, vários estudos buscaram explicar a proporção de fontes de financiamento utilizados pelas empresas, como os estudos de Modigliani e Miller (1958), Modigliani e Miller (1963), Myers e Majluf (1984) e Myers (1984).

Myers (2001) aborda as teorias mais relevantes sobre o tema, que são as teorias do Trade-off e da Pecking Order. A teoria do Trade-off prescreve um nível ótimo de endividamento, em que os benefícios fiscais igualam com os custos de dificuldades financeiras. A teoria do Pecking Order sugere que as empresas optem por uma ordem hierárquica de financiamento sendo que as empresas devem primeiramente privilegiar os recursos de fontes internas e posteriormente as fontes externas priorizando os títulos menos sensíveis à informação.

Faulkender e Petersen (2006) destacaram a importância de considerar o lado da oferta de recursos e fatores institucionais para as empresas ao analisar as suas estruturas de capital. Nesta linha, Valle e Albanez (2012) verificaram o impacto das particularidades da economia brasileira na estrutura de capital das empresas brasileiras, considerando as fontes diferenciadas de financiamento (subsidiadas) e as fontes de financiamento em moeda estrangeira. Posteriormente, Tarantin e Valle (2015) buscaram compreender qual o papel das fontes de financiamento em que as empresas brasileiras se baseiam e como estas fontes de financiamento poderiam ser relevantes na sua estrutura de capital.

No Brasil, as fontes de recursos com taxas de juros subsidiadas por órgãos governamentais, como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), é um fator institucional diretamente associado à questão de oferta de recursos. Valle e Albanez (2012) enfatizam que para o caso brasileiro as fontes diferenciadas são: “[...] a síntese do elemento institucional e de oferta de recursos no que diz respeito à solução que o país e suas instituições encontraram para contrapor

o alto nível de taxa de juros. Se, por um lado as condições do país pesavam, por outro, suas instituições abrandavam tal carga.”

Observando a importância das fontes diferenciadas de recursos para empresas brasileiras apontada em estudos com amostras de vários setores, indaga-se quão intensa é a presença destas fontes em setores específicos. Portanto, para uma melhor compreensão do assunto, vários setores e suas empresas deveriam ser detalhadamente estudados com a finalidade de conhecer um pouco mais sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras de diferentes setores, que consequentemente viabiliza resultados mais específicos com o intuito de proporcionar informações que colaborem para o conhecimento sobre esse processo de decisão.

Afinal, qual é a relevância do setor de carnes para a economia brasileira? De acordo com as estatísticas fornecidas pelo Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada da ESALQ-USP (CEPEA), a participação média da pecuária no PIB brasileiro de 1996 a 2017 foi de 6,2%, ou seja, um setor importante para a economia brasileira. Além da importância econômica nacional, o Brasil é um dos maiores produtores mundiais de carne, respondendo por cerca 7,3% da produção mundial de carne, considerando bovinos, suínos e aves.

Sabendo da significância deste setor na economia brasileira, é interessante analisar qual foi o comportamento da estrutura de capital das empresas brasileiras no setor de carnes de forma a identificar se há indícios de que as teorias da Pecking Order e do Trade-off explicam melhor as decisões da estrutura de capital destas empresas e verificar se as fontes diferenciadas de financiamento e mercado de capitais foram importantes neste processo da escolha de estrutura de capital das empresas da amostra.

2 Revisão da Literatura

A revisão da literatura deste estudo estabeleceu-se a partir de vários estudos envolvendo estrutura de capital, sejam aqueles que confrontam algumas teorias (Trade-off e Pecking Order), como foi feito no estudo de Myers (2001), ou também de estudos sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras, como os estudos de Valle e Albanez (2012) e Tarantin e Valle (2015), que tiveram como objetivo verificar o impacto das peculiaridades da economia brasileira na estrutura de capital,

considerando também os efeitos das ofertas de recursos no processo de decisão da estrutura de capital.

A seguir serão abordados algumas teorias e fatores importantes para o entendimento dos determinantes da estrutura de capital das empresas, como a teoria do Trade-off e Pecking Order, bem como os fatores institucionais e oferta de recursos no mercado brasileiro que são aspectos importantes a serem considerados para verificar o impacto que gera na estrutura de capital das empresas brasileiras.

2.1 Trade-off Theory

Apesar de vários estudos relacionados à estrutura de capital das empresas, ainda há vários questionamentos de como as empresas determinam sua estrutura de capital, que nos leva a abordar a um dos estudos pioneiros no campo de estrutura de capital, como Modigliani-Miller (1958; 1963) que retratam o tema de um modo puramente científico, sem considerar vários aspectos da economia, como: impostos, custos de agência, entre outros.

Na proposição I, na ausência de impostos e custos de agência, Modigliani-Miller (1958) demonstram que o valor da empresa não é alterado com sua estrutura de capital. A partir da proposição I, os autores formularam a proposição II em que demonstraram que o custo de capital da empresa é dado pelo custo de capital de uma empresa sem dívida mais um prêmio pelo risco financeiro da empresa. Este prêmio é a multiplicação entre o índice de dívida e capital próprio (debt-to-equity) e a diferença do custo de capital da empresa sem dívida e o custo da dívida. Ou seja, caso ocorra uma tentativa de redução no custo de capital da empresa aumentando a proporção de capital de terceiros mais econômico, o custo de capital próprio aumentará proporcionalmente para compensar essa redução no custo de capital da empresa e vice-versa.

Agora assumindo a existência de impostos em seu estudo, Modigliani-Miller (1963) verifica que a dívida produz o benefício fiscal advindo da dedução da base de cálculo do imposto, por isso os autores chegaram à conclusão de quanto maior a dívida, maior o benefício fiscal, ou seja, as empresas devem adquirir mais dívidas para aumentar o seu valor.

Apoiada nestes conceitos, a teoria do Trade-off defende um nível ótimo de dívida ponderado pelos benefícios fiscais advindos da dívida da empresa e os custos de dificuldades financeiras provenientes da dívida da empresa. Portanto, essa teoria prega que a empresa não busca o maior nível de dívida conforme a proposição de Modigliani-Miller considerando impostos, mas sim uma estrutura de capital em que o benefício fiscal da dívida marginal seja igual ao valor dos custos de dificuldades financeiras.

2.2 Assimetria Informacional e Teoria da Agência

Para discutir sobre os determinantes da estrutura de capital das empresas é necessário abordar também a assimetria informacional entre os insiders e os agentes. Harris e Raviv (1991) identificaram que uma das categorias dos determinantes da estrutura de capital das empresas são os modelos de assimetria de informação.

Para isso é necessário entender também o conflito de agência. Myers (2001), embasado em Jensen e Meckling (1976), explica o conflito de agência entre gestores e acionistas e credores e acionistas. O conflito entre gestores e acionistas acontece quando o gestor age em interesse próprio em detrimento dos interesses dos acionistas, porém esse conflito pode ser amenizado com alguns sistemas de remuneração que alinhem os interesses dos gestores com os interesses dos acionistas. O conflito entre acionistas e credores ocorre quando os acionistas querem ganhar às custas dos credores, supondo que os interesses dos gestores estão alinhados com os interesses dos acionistas, existem alguns mecanismos para transferir o valor dos credores para os acionistas, como: aceitar projetos com alto risco, pagar dividendos extras, prolongar a dívida para impedir a falência, entre outros.

Considerando a assimetria informacional entre gestor e acionista, Jensen (1986) formula a teoria do fluxo de caixa livre, que propõe que um índice de dívida alto, apesar de ser arriscado, impede que o gestor utilize recursos da empresa em projetos abaixo do custo de capital e em outras ineficiências, ou seja, a dívida tem a função de reduzir o fluxo de caixa disponível para o uso discricionário através do pagamento de juros, reduzindo o uso ineficiente do caixa da empresa. Portanto, a teoria de fluxo de caixa livre não é uma previsão de como escolher a estrutura de capital de uma empresa, mas uma teoria das consequências do índice de dívida alto.

Para Myers e Majluf (1984), podem haver custos associados à emissão de títulos em decorrência da assimetria de informações e a emissão de dívida com garantia evitaria esses custos. Desta maneira, seria esperado que empresas que possuem ativos que podem ser oferecidos como garantia emitam mais dívidas que as demais.

Nesta vertente, os estudos de Diamond (1991) e Rajan (1992) baseados na assimetria informacional e os custos de agência que ela gera, fizeram uma análise sobre em quais cenários as empresas buscam financiar suas operações por mercado de capitais ou pelas instituições financeiras. O fundamento é que as instituições financeiras possuem mais mecanismos de monitoramento para reduzir a assimetria informacional entre a firma do que o mercado de capitais, pois este apenas tem acesso às informações publicamente disponíveis. Diamond (1991) justifica que ao construir a reputação de cumprir com suas obrigações, substitui a necessidade de monitoramento. Portanto, de acordo com essas premissas, as empresas buscam inicialmente se financiarem através das instituições financeiras e posteriormente obtêm recursos no mercado de capitais.

2.3 Pecking Order

Sob forte influência da assimetria informacional na estrutura de capital das empresas, Myers e Majluf (1984) desenvolveram a teoria da Pecking Order (ordem hierárquica de financiamento), em que tratam o método de escolha sobre a estrutura de capital através da assimetria de informação e também considerando os problemas de agência. Segundo a teoria do Pecking Order, as decisões de financiamento teriam como objetivo abrandar os problemas gerados pela assimetria de informação. Para isso, as empresas deveriam preferir financiamento interno a externo, e se o financiamento externo fosse realmente necessário, as empresas deveriam preferir emissão de dívida à emissão de ações, ou seja, são preferíveis os títulos menos sensíveis à informação.

Portanto, Myers (2001) aponta um problema na teoria do Pecking Order, pois esta teoria assume implicitamente que os gestores agem em interesse dos acionistas, o que não pode ser analisado sem levar em consideração o estudo de Dybvig e Zender (1991) em que propuseram alguns mecanismos de remuneração do gestor para alinhar parcialmente os interesses do gestor e dos acionistas

2.4 Fatores Institucionais e Oferta de Recursos

Agora, compete a este estudo questionar se as teorias anteriores são capazes de explicar a estrutura de capital das empresas de capital aberto brasileiras do setor de carnes sem levar em consideração fatores institucionais, como altas taxas de juros brasileiras, várias fontes subsidiadas e diferenciadas de financiamento.

Para isso, Rajan e Zingales (1995) destacam em seu estudo a importância de considerar os fatores institucionais, pois tais fatores podem interferir nas decisões de estrutura de capital das empresas. Booth et al. (2001) analisou o endividamento das empresas de países desenvolvidos e de países em desenvolvimento e verificaram que os fatores institucionais que impactaram no endividamento dos países desenvolvidos foram semelhantes dos países em desenvolvimento, logo concluíram que os fatores institucionais são tão importantes quanto as características da empresa para explicar seu endividamento.

Portanto, é necessário considerar também o lado da oferta de recursos, conforme mencionado no trabalho de Faulkender e Petersen (2006) que analisaram o lado da oferta da dívida. Neste estudo será considerado também o acesso às fontes diferenciadas de financiamento e o impacto deste acesso na estrutura de capital das empresas analisadas.

No Brasil, alguns desses fatores citados podem ser representados pelo acesso das empresas às taxas subsidiadas, como exemplo as linhas de financiamento do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), crédito rural e também o acesso às linhas de financiamento em moeda estrangeira.

Levando em consideração a importância dos fatores institucionais ao estudar empresas brasileiras, Valle e Albanez (2012) na análise que compreende o período de 1997-2006, concluíram que as fontes de recursos diferenciadas e recursos em moeda estrangeira foram extremamente relevantes para determinar a estrutura de capital das empresas brasileiras. Porém, Tarantin e Valle (2015) constataram em seu estudo, no período de 2005-2012, que a maioria das empresas brasileiras baseavam suas dívidas em recursos provenientes de instituições financeiras.

Na determinação da estrutura de capital das empresas, é necessário verificar também fatores que permitem que as empresas aumentem sua alavancagem, para

isso Tarantin e Valle (2015) concluíram que, com o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro a partir da instrução CVM n. 476/2009, as empresas com maiores proporções de dívidas no mercado de capitais tendem a serem mais alavancadas que as demais.

Dado a divergência de resultados entre os estudos de Valle e Albanez (2012) e Tarantin e Valle (2015), possivelmente explicados por períodos diferentes, este estudo busca verificar, com maior profundidade, em um setor específico, para identificar o impacto das diferentes fontes de financiamentos na estrutura de capital do setor de carnes durante o período de 2008-2017.

3 Metodologia

A amostra deste trabalho é composta pelas empresas do setor de carnes brasileiras de capital aberto. O período a ser estudado compreende os anos de 2008 a 2017. A escolha deste período justifica-se pelas variações nos recursos ofertados, em destaque os recursos do mercado de capitais, influenciado pela Instrução CVM n. 476. Neste período ocorreu a crise das instituições financeiras que provavelmente pode ter afetado os recursos ofertados por estas instituições. Ainda, no período, também houve a considerável redução na taxa SELIC, fator que impactou as taxas de juros dos financiamentos e possivelmente afetou a estrutura de capital das empresas brasileiras.

Para a análise das estruturas de capital das empresas do setor de carnes do Brasil entre o período de 2008 a 2017 será utilizado o método de estudo de casos múltiplos. Yin (2010) define um estudo de casos múltiplos sendo como um estudo de um caso relacionado com outro estudo, ou seja, constatações e cruzamentos dos resultados de diversos casos. Portanto, neste trabalho serão analisadas as demonstrações contábeis anuais das empresas brasileiras de capital aberto do setor de carnes para verificar o impacto das fontes diferenciadas e dos mercados de capitais sobre a estrutura de capital da amostra e também investigar se existem evidências de que as teorias do Trade-off e Pecking Order explicam melhor as decisões de estrutura de capital.

Para a elaboração do trabalho, primeiramente foi realizada a revisão da literatura partindo dos estudos de Valle e Albanez (2012), Tarantin e Valle (2015) e

5 Referências

BOOTH, L., VAROUJ, A., DEMIRGÜÇ-KUNT, A. & MAKSIMOVIC, V. **Capital structure in developing countries**. The Journal of Finance, 56(1), 87-130., 2001

Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada da ESALQ-USP. PIB do agronegócio brasileiro de 1996 a 2017. Disponível em: <<https://www.cepea.esalq.usp.br/br/pib-do-agronegocio-brasileiro.aspx>> Acesso em 22 jun. 2018.

DIAMOND, D. W. **Monitoring and reputation: the choice between bank loans and direct placed debt**. Journal of Political Economy, 99(4), 689-721., 1991

DYBVIK, P. H.; ZENDER, J. F. **Capital Structure and Dividend Irrelevance with Asymmetric Information**. Review of Financial Studies, 4:1 p. 52-119, 1991.

FAULKENDER, M.; PETERSEN, M. A. **Does the source of capital affect the capital structure?** The Review of Financial Studies, New York, v.19, n.1, p. 45-79, 2006

HARRIS, M.; RAVIV, A. **The theory of capital structure**. The Journal of Finance, Chicago, v. 46, n. 1, p. 297-355, Mar. 1991

JENSEN, M. C. **Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finances, and Takeovers**. The American Economic Review, Nashville, v. 76, n. 2, p. 323-329, Maio 1986.

JENSEN, M. C.; MECKLING W. H. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**. Journal of Financial Management, 3:4 p. 60-305, 1976.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. **The cost of capital, corporation finance and the theory of investment**. The American Economic Review, Nashville, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. **Corporate income taxes and the cost of capital: a correction**. The American Economic Review, Nashville, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963

MYERS, S. C.; **The capital structure puzzle**. The Journal of Finance, Chicago, v. 39, n. 3, p. 575-592, Jul. 1984

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. **Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have**. Journal of Financial Economics, Amsterdam, v. 13, p. 187-221, 1984

MYERS, S.C. **Capital Structure**. The Journal of Economic Perspectives, Nashville, v. 15, n. 2, p. 81-102, Spring 2001

RAJAN, R. G. **Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's-length debt**. The Journal of Finance, 47(4), 1367-1400, Setembro 1992.

RAJAN, R.; ZINGALES, L. **What do we know about optimal capital structure? Some evidence from international data**. The Journal of Finance, Chicago, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, Dec. 1995

TARANTIN, W.; VALLE, M. R. **Estrutura de Capital: o papel das fontes de financiamento nas quais companhias abertas brasileiras se baseiam**. Revista de Contabilidade e Finanças, v. 26, n. 69, 2015.

VALLE, M. R.; ALBANEZ, T. **Juros altos, fontes de financiamento e estrutura de capital: o endividamento de empresas brasileiras no período 1997-2006**. Revista de Contabilidade e Organizações, 6(16), 50-72., 2012

YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. Tradução de Ana Thorell. Porto Alegre: Bookman, 2010.