

# ESTUDO COMPARATIVO DA ESTRUTURA DE CAPITAL ENTRE AS EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA QUE DIVULGAM (E NÃO DIVULGAM) INFORMAÇÕES SOBRE SUSTENTABILIDADE

Brenda Allana Santos de Paula<sup>1</sup> ; Joséte Florencio dos Santos<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Estudante do Curso de Administração – CCSA – UFPE; E-mail: brendaa7santos@gmail.com,

<sup>2</sup>Docente/pesquisador do Depto de Administração – CCSA – UFPE. E-mail: jfs@ufpe.br.

**Sumário:** Este trabalho tem por objetivo verificar se existem diferenças entre as estruturas de capital das empresas listadas na BM&FBOVESPA que divulgam e as que não divulgam informações de sustentabilidade, sob a ótica das teorias de *Pecking Order* e *Trade-off*, no período após a crise mundial de crédito de 2007. Trata-se de uma pesquisa com caráter explicativo e que foi realizada por meio da abordagem quantitativa, através da utilização de testes de hipótese. Os resultados mostram que a crise econômica mundial repercutiu efeitos nas empresas analisadas, contribuindo para a redução de seus níveis do endividamento nos primeiros anos subsequentes, todavia, a partir de 2010, esses índices já passaram a tornar-se crescentes. Ainda foi observado que, para o endividamento, principalmente de longo prazo, houve diferença entre as estruturas de capital dos dois grupos de empresas pesquisadas, mostrando que a divulgação de informações de sustentabilidade afetou o nível de endividamento das empresas, por meio da redução do custo do capital próprio, seguindo a teoria do *pecking order*.

**Palavras-chave:** *disclosure* corporativo; estrutura de capital; sustentabilidade empresarial; *trade-off theory*; *pecking order theory*

## INTRODUÇÃO

A Estrutura de Capital é tema constante de diversos estudos. Dentre as pesquisas pioneiras nessa área, Durand (1952) questionava sobre a forma de combinar o capital próprio com o capital de terceiros, procurando entender qual seria a melhor escolha do gestor. As duas teorias modernas que mais se destacam são as do *trade-off* e *pecking-order*. A primeira (JENSEN; MECKLING, 1976; DEANGELO; MASULIS, 1980) defende a existência de uma estrutura ótima de capital, que maximizaria o valor da empresa a partir do balanceamento entre os benefícios fiscais obtidos com a dedutibilidade dos juros da dívida e os custos do risco de falência. Já a segunda (MYERS, 1984), baseia-se na ideia de que existe uma hierarquia ótima quanto ao tipo de financiamento das empresas, tomando-se por base a possibilidade de haver assimetria de informações entre os gestores e os pequenos acionistas (ou outros tipos de financiadores das empresas), sendo então preferível o uso de capital próprio, seguido de dívida (capital de terceiros) e, por fim, a emissão de ações como último recurso.

Ainda, pode-se constatar que alguns fatores relacionados às características das empresas podem determinar seu nível de endividamento, sendo estes: tamanho, tangibilidade, oportunidades de crescimento, risco e a rentabilidade. No entanto, além dos determinantes internos, há também fatores ambientais externos, tais como acesso restrito aos recursos financeiros (MÖREC; RAŠKOVIĆ, 2011), que podem exercer impacto na estrutura de capital. A crise econômica mundial repercutiu seus efeitos em muitas empresas das economias, em razão da diminuição do crédito, condições de liberação de financiamento mais rígidas e aumento da aversão ao risco pelos bancos.

No âmbito da estrutura de capital, a assimetria de informações e o relacionamento com os *stakeholders* são aspectos fundamentais a serem considerados ao ter-se em vista o objetivo de captação de recursos. Desta forma, a divulgação de informações sobre sustentabilidade das empresas pode ser visto como um diferencial junto ao mercado para atrair mais investimentos, tendo o papel de reduzir o conflito de interesses entre gestores e investidores. Sendo assim, esse estudo procura analisar comparativamente as estruturas de capital das empresas listadas na BM&FBOVESPA que divulgam e as que não divulgam informações sobre sustentabilidade, a fim de que seja possível concluir se existem e quais são as diferenças que as informações divulgadas podem ocasionar sob o ponto de vista de estrutura de capital, tendo-se como base as teorias de Pecking Order e Trade-off e o cenário pós-crise mundial de crédito de 2007.

### MATERIAIS E MÉTODOS

Esse trabalho pode ser caracterizado como uma pesquisa com caráter explicativo. A abordagem utilizada foi a quantitativa, tendo como base métodos estatísticos para tratar as informações em painel desbalanceado, com o uso *Microsoft Excel* e do pacote estatístico *Stata 12*. A amostra da pesquisa foi constituída por 230 empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA, que atuavam no mercado de capitais no período de 2008 a 2012, e que possuíam dados financeiros na base do *Economática*, assim como *website* em bom funcionamento a fim de se verificar a publicação de relatórios periódicos contendo informações de sustentabilidade.

Para verificar os níveis de alavancagem das empresas que divulgam e não divulgam informações de sustentabilidade, foram analisadas e comparadas as médias de endividamento de cada um dos grupos de empresas. A variável para mensurar a estrutura de capital das empresas é o endividamento de longo prazo a valor contábil. Alternativamente, foi utilizada também o endividamento total a valor contábil para avaliar a robustez dos resultados.

Para avaliar a existência de diferenças entre as estruturas de capital dos dois grupos de empresas (as empresas que divulgam e as que não divulgam informações de sustentabilidade), realizou-se os testes de hipótese de Mann-Whitney - para comparação entre grupos ano a ano -, e o de Kruskal-Wallis - alternativa não paramétrica à análise da variância (ANOVA) para análise inter e intra grupos, com estudo ao longo de todo o período, mas levando em consideração a relevância de cada ano individualmente -, ambos não paramétricos, uma vez identificado que a amostra não seguia a distribuição normal.

### RESULTADOS

Percebeu-se, no período analisado, um aumento crescente nas iniciativas de divulgação de informações de sustentabilidade, totalizando 65 empresas que publicam relatórios no ano de 2008, e 99 em 2012, aumento de aproximadamente 15%.

Em relação ao endividamento, foi notado que, com exceção do endividamento de longo prazo (ELP) para as empresas que divulgam informações de sustentabilidade, as demais *proxies* de endividamento foram decrescentes no período de 2008 a 2010. No entanto, de 2010 a 2012, os valores voltaram a ser crescentes. Ainda, os valores médios de endividamento das empresas que não divulgam as informações foram superiores aos das que divulgam durante todo o período analisado.

Em ambos os testes de hipótese de Mann-Whitney e de Kruskal-Wallis verificou-se a existência de diferença entre as estruturas de capital das empresas que divulgam e as que não divulgam informações de sustentabilidade.

## DISCUSSÃO

Apesar de, por imposição legal, as empresas serem requisitadas a publicarem informações em seus endereços eletrônicos e relatórios específicos, essas são, em grande parte, dos tipos gerais e financeiras. No entanto, devido à tendência atual de crescente atenção destinada aos aspectos socioambientais, esta situação está se modificando, como pode ser notado pelo sucessivo aumento no número de publicações contendo informações de sustentabilidade. Todavia, ainda há que se evoluir, uma vez que notou-se também que a regularidade das emissões destes relatórios não é bem definida, tendo certas empresas apresentado as referidas práticas de *disclosure* em determinado ano e não as publicando no(s) ano(s) subsequente(s), por exemplo.

Ainda, a partir da análise dos resultados, constata-se que o fato de a maior parte das *proxies* de endividamento terem sido decrescentes no período de 2008 a 2010 pode ter ocorrido em decorrência da crise econômica mundial, levando as empresas a um menor nível de endividamento devido às dificuldades para a obtenção de financiamento em virtude das condições de liberação de crédito mais rígidas e do cenário de risco que tornaram as disponibilidades de crédito mais escassas e caras. Porém, à medida que os efeitos da crise foram passando, o endividamento passou a ser crescente, como pode ser observado no período de 2010 a 2012.

Além disso, pelos valores médios de endividamento das empresas que não divulgam as informações de sustentabilidade terem sido superiores aos das que divulgam, indica-se que a redução da assimetria de informações proporcionada pelas práticas de *disclosure* teria contribuído para a redução do risco de se investir na empresa, e, com isso, o financiamento de recursos via capital próprio se tornaria mais barato (FERNANDES, 2012), favorecendo a emissão de ações em detrimento da tomada de novas dívidas. Contudo, ao mesmo tempo em que contribuiu para uma menor contração de dívidas para as empresas que publicam relatórios, a diminuição do risco fez com que essas empresas fossem menos afetadas pela redução da oferta de crédito de longo prazo, em razão do fortalecimento de sua imagem e credibilidade perante o mercado. Assim, apesar de possuírem um menor nível de endividamento de longo prazo, este pode se manter constante durante os anos críticos da crise para as demais empresas, no período de 2008 a 2010.

Dessa maneira, as empresas que divulgam informações de sustentabilidade mostraram uma relação negativa com financiamento via dívida se comparando com aquelas que não divulgam. Isso se daria, segundo Teixeira e Nossa (2010), à possibilidade de migrar parte de seus financiamentos para captação por ações, uma vez que os acionistas são atraídos pelas expectativas de ganhos constantes no longo prazo. Sendo assim, haveria uma modificação na hierarquia de escolha de financiamento, demonstrando uma possível relação das empresas que divulgam informações com a teoria do *Pecking order*.

Assim, pode-se perceber que o *disclosure* socioambiental aumenta o valor de mercado da empresa (SANTANA et al., 2015) e, com as cobranças da sociedade, ao não divulgar tais informações, além de não se obter o benefício de redução do custo do capital próprio, ainda há a possibilidade de impactar a percepção do usuário acerca da empresa.

## CONCLUSÕES

Este trabalho teve como objetivo verificar se há diferenças entre as estruturas de capital das empresas listadas na BM&FBOVESPA que divulgam e as que não divulgam informações de sustentabilidade, sob a ótica das teorias de *Pecking Order* e *Trade-off*, no período de 2008 a 2012.

Percebeu-se que a crise econômica mundial repercutiu efeitos nas empresas analisadas, contribuindo para a redução de seus níveis de endividamento nos primeiros anos subsequentes, em virtude das dificuldades de obtenção de financiamento e liberação de

crédito. Todavia, à medida que os efeitos da crise foram passando, o endividamento passou a ser crescente.

Também foi analisado que a publicação das informações de sustentabilidade estão se tornando cada vez mais relevantes para a relação entre os *stakeholders* e empresas, como uma forma de demonstrar as práticas de governança e de responsabilidade socioambiental da companhia, fortalecendo sua imagem e permitindo a redução da assimetria de informações, possibilitando maior ciência dos negócios da organização.

Com os resultados obtidos, pôde-se concluir que a divulgação de informações de sustentabilidade favoreceu a diminuição do custo do capital próprio, em decorrência da redução do risco de se investir na empresa. Conseqüentemente, houve a redução no nível do endividamento com capital de terceiros, uma vez que foi possibilitada uma maior emissão de ações como forma de financiamento da dívida, gerando uma nova hierarquia de escolha conforme determinado pela teoria do *pecking order*.

Por fim, ressalta-se a necessidade de realização de mais estudos na área, visto a estrutura de capital tratar-se de um tema alvo de constantes divergências e ainda não consolidado, com extrema importância para a área financeira, e os investimentos em sustentabilidade serem uma questão bastante atual, com efeitos de ainda difícil mensuração.

### AGRADECIMENTOS

Agradeço ao CNPQ e a Propesq pela oportunidade de desenvolvimento e incentivo à pesquisa, assim como pelo apoio financeiro. Também, à minha orientadora Josete Florencio dos Santos e a Moisés Araújo Almeida e Ricardo Medeiros por suas contribuições e orientações.

### REFERÊNCIAS

- DEANGELO, H.; MASULIS, R. Optimal capital structure under corporate e personal taxation. **Journal of Financial Economics**, v.8, n.1, p. 3-29, mar. 1980.
- DURAND, D. **Cost of debt and equity Funds for Business**: trends and problems of measurement. In: NBER BOOKS. Conference on Research in Business Finance. New York: National Bureau of Economic Research, 1952.
- FERNANDES, S. A Influência do Disclosure Ambiental na Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras listadas na BM&FBovespa. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, Rio de Janeiro, v. 7, n. 2, p. 41-54, jul-dez 2012.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs e ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, n.4, p. 305-360, oct. 1976.
- MÖREC, B.; RAŠKOVIĆ, M. Overview and estimation of the 2008 financial and economic crisis 'effect size' on SME capital structures: case of Slovenia. **Ekonomski istraživanja**, v. 24, n. 4, p. 107-125. 2011.
- MYERS, S. The Capital Structure Puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 574-592, July 1984.
- SANTANA, L.; GÓIS, A.; LUCA, M.; VASCONCELOS, A. Relação entre Disclosure Socioambiental, Práticas de Governança Corporativa e Desempenho Empresarial. **Revista Organizações em Contexto**, v. 11, n. 21, p. 49-72, jan-jun. 2015.
- TEIXEIRA, E.; NOSSA, V. Sinalizando responsabilidade social: relação entre o índice de sustentabilidade empresarial e a estrutura de capital das empresas. In: ANPCONT, 4, 2010, Natal. **Anais ... Natal: ANPCONT**, 2010.