

ENDIVIDAMENTO E RENTABILIDADE: UM SISTEMA DE PROTEÇÃO AOS CREDORES MAIS FRACOS PREJUDICA ESSA RELAÇÃO?

Cleudes Teresinha Maffei Barcellos¹, Ivan Liceu Wenzel², Roberto Frota Decourt³

RESUMO: A literatura de finanças não tem respostas acerca da melhor composição entre capitais próprios e de terceiros. Todavia, há o consenso de que o endividamento é interessante quando o mesmo alavanca a rentabilidade do patrimônio líquido. O estado do Rio Grande do Sul é considerado por alguns autores como o berço do Direito Alternativo e o sistema legal nesse Estado oferece uma exagerada proteção aos devedores em detrimento dos credores. Esse excesso de proteção aos devedores deve elevar o custo de financiamento no estado, fato esse confirmado pela Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade (Anefac) que realiza uma pesquisa das taxas médias de juros por estado. Este trabalho tem como objetivo verificar se o maior custo de endividamento reduz os benefícios do endividamento e leva a um menor nível de endividamento. Neste estudo foi comparada a relação endividamento e rentabilidade das empresas do Rio Grande do Sul com as demais empresas brasileiras. A relação maior endividamento e maior rentabilidade foi confirmada até um determinado nível de endividamento (81,5% de capital de terceiros em relação ao total de ativos). Além deste ponto, os custos de falência, provavelmente reduziram a rentabilidade das empresas. Também foi verificado que no Rio Grande do Sul, os ganhos com endividamento são menores do que no resto do Brasil e as empresas neste estado, conseqüentemente são menos endividadas.

PALAVRAS-CHAVE: Rentabilidade. Endividamento. Direito Alternativo. Empresas Gaúchas.

DEBT AND PROFITABILITY: DOES A PROTECTION SYSTEM TO WEAKER CREDITORS HURT THAT RELATIONSHIP?

ABSTRACT: Corporate finance literature has no answer for what is the optimal capital structure for a firm. However, there is a consensus that debt is a good thing when it increases the return to shareholders. The state of Rio Grande do Sul, Brazil is considered by some authors as the birthplace of Alternative Law. Rio Grande do Sul is a state notoriously favorable to debtors. It offers an exaggerated protection for debtors to the detriment of creditors. This excessive protection to debtors should raise the cost of financing in the state. The fact was confirmed by Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade (Anefac) that performs researches on interest rates applied in each state. This paper aimed to verify whether the higher cost

1 Mestranda em Contabilidade pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS.

2 Mestrando em Contabilidade pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS.

3 Doutor em Administração pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS. Professor da Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS.

of debt reduces the benefits of debt and leads to a lower level of debt. This study compared the relationship between debt and profitability of Rio Grande do Sul and other Brazilian companies. The ratio of greater leverage and higher profitability was confirmed up to a certain level of debt (81.5% of debt in relation to the total assets). Beyond this point, the bankruptcy costs probably reduced corporate profitability. It was also found that in Rio Grande do Sul, gains on debt are lower than in the rest of Brazil and companies in this state, therefore are less indebted.

KEYWORDS: Profitability. Debt. Alternative Law. Companies in Rio Grande do Sul.

1 INTRODUÇÃO

Desde o seminal trabalho de Modigliani e Miller (1958) que considerava a estrutura de capital irrelevante para a criação de valor, este tema não parou de ser discutido e ainda não há uma conclusão definitiva sobre o assunto.

A estrutura de financiamento de uma empresa pode trazer vantagens e desvantagens; dependerá das características específicas em relação ao aproveitamento do benefício fiscal gerado pela dívida face aos custos de falência gerados (KRAUS; LITZENBERGER, 1973). Jensen e Meckling (1976) contribuem ao estudo acrescentando como uma dessas características os custos de agência. Já os autores Leland e Pyle (1977) contribuem acrescentando a assimetria de informações.

O fato é que a literatura de finanças não tem respostas acerca da melhor composição entre capitais próprios e de terceiros. Não é oferecida uma resposta definitiva a respeito do melhor nível de endividamento de uma empresa (JENSEN; MECKLING, 1976) ou sobre qual a melhor estrutura de capital para que possa proporcionar melhor retorno para a empresa e seu acionista (HART; MOORE, 1995). Entretanto, entende-se que independente da relação endividamento e valor ou quais as formas que as empresas buscam seus financiamentos, acredita-se que o maior endividamento só pode vir a ser interessante aos acionistas se este gerar uma maior rentabilidade sobre o patrimônio líquido.

O Banco de Compensações Internacionais – BIS, instituição que coordena os bancos centrais mundiais divulgou em 24/06/2012 seu relatório anual; dentre vários apontamentos, consta que o nível de comprometimento das empresas com o pagamento de dívidas é considerado alto no Brasil (ZERO HORA, 25/06/2012). A partir da preocupação causada por esta pesquisa busca-se contribuir com um estudo que identifique o nível de endividamento e a capacidade de rentabilidade que as empresas brasileiras possuem. O estudo pretende identificar também a situação destes índices nas empresas consideradas gaúchas, conforme lista divulgada na mídia⁴ (ZERO HORA, 21/04/2012, p. 16).

De acordo com La Porta et al. (1998) o sistema legal de um país é fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais e para os custos de financiamentos das empresas sob essa jurisdição. Considerando que o sistema de proteção jurídica dos credores é fundamental para os custos de financiamento das empresas e que um maior custo de endividamento reduz a rentabilidade sobre o patrimônio líquido, empresas situadas em

4 Jornal Zero Hora, caderno Informe Econômico, dia 21/04/2012, página 16.

ambientes legais de baixa proteção ao credor devem apresentar menor crescimento em sua rentabilidade ao endividar-se.

Um estudo da Febraban⁵ sobre o endividamento no Brasil publicado pelo espaço jurídico do site BM&FBOVESPA aponta que o estado do Rio Grande do Sul-RS é considerado o berço do Direito Alternativo. Segundo Háfez (2005), autora desta reportagem, 65% das ações na Justiça brasileira em 2004 que contestam os juros aplicados pelos bancos em contratos de financiamento foram propostas no estado gaúcho.

Para Háfez (2005), o mercado financeiro justifica este número alegando que os juízes e desembargadores gaúchos proferiam decisões favoráveis aos devedores, ao contrário do que ocorre na maioria do Judiciário de outros estados. Para ela a situação causou reação por parte de instituições financeiras e bancos, de acordo com relato da Acrefi⁶ e da Anefac⁷ que afirmaram que nos estados onde o Judiciário se posicionou a favor dos devedores nas ações revisionais houve limitação à concessão de crédito.

Segundo Oliveira⁸, o Rio Grande do Sul tradicionalmente apresenta maiores índices nacionais pela contestação das taxas cobradas pelos bancos. Ele afirma ainda que, devido ao alto volume de ações judiciais solicitando revisão das taxas, as instituições no RS acabam cobrando juros maiores (ZERO HORA, 12/09/2012).

Desta forma, pode-se se imaginar que o custo do endividamento no RS é maior que nos demais estados do Brasil, tornando o benefício de endividar-se neste estado menor, o que deve causar um menor endividamento das empresas e um menor ganho de rentabilidade ao endividar-se nesse estado. Portanto, o presente estudo visa verificar se as empresas localizadas no estado do Rio Grande do Sul, denominadas de empresas Gaúchas, têm sua rentabilidade prejudicada em detrimento do maior custo de capital de terceiros em consequência da menor proteção oferecida aos credores neste estado.

Para este estudo será antes necessário verificar se a relação entre endividamento e rentabilidade é válida no Brasil. Após, para confirmar que as empresas gaúchas apresentam menor benefício ao se endividar, em relação ao ambiente nacional, será necessário verificar se essa situação de menor proteção legal aos credores afeta o endividamento das empresas gaúchas. Confirmando isso, a premissa de que as empresas gaúchas são menos endividadas que a média nacional será válida.

Para esta pesquisa serão utilizados os dados das empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo-BOVESPA no período de 2007 a 2011, disponível no banco de dados da Economática®.

5 Febraban:- Federação Brasileira de Bancos

6 Acrefi - Associação Nacional das Instituições de Crédito, Financiamento e Investimento

7 Anefac - Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade

8 Miguel Oliveira é o diretor executivo de estudos financeiros da Anefac

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Este estudo tem apóio teórico das teorias clássicas de finanças sobre estrutura de capital. Para referenciar o endividamento das empresas Do estado do Rio Grande do Sul tem-se o apóio da literatura do direito alternativo e de dados estatísticos.

2.1 Rendimento e endividamento: Teorias Clássicas de Finanças

Segundo Procianoy e Schmitt (1995) a estrutura de capital indica que certo grau de alavancagem financeira estimulada pelos incentivos fiscais não compensa o endividamento. De acordo com Famá et al. (2001) o endividamento é medido pelo custo de capital. Não há fórmula exata disponível para determinar o quociente ótimo entre capital de terceiros e capital próprio (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2010, p. 362). Portanto, entende-se que cada empresa deverá buscar dentro das suas características a melhor relação entre o custo de sua estrutura de capital e a sua rentabilidade.

Conforme Ross, Westerfield e Jaffe (2010, p. 320) os gestores financeiros devem optar pela estrutura de capital que maximiza o valor da companhia, possibilitada pela alavancagem. Estudos realizados por Zani (2005); Junqueira, Bertucci e Bressan (2005); e Fama e Grava (2000) apontaram contribuições às teorias clássicas da área de finanças (QUADRO 1), além de justificá-las como sendo ferramentas para tomadas de decisões.

Para Zani (2005), o estudo que Modigliani e Miller (Teoria MM de 1958) desenvolveram acerca da irrelevância da estrutura de capital das empresas acabou tornando-se um clássico na teoria de finanças. Segundo Junqueira, Bertucci e Bressan (2005) os conflitos (Teoria de agência de 1976) que ocorrem nas empresas são movidos por preferências distintas no que diz respeito a itens relevantes. Estes autores acreditam que os administradores tendem a ser mais cautelosos em suas decisões se a companhia tiver assumido compromissos perante terceiros; e assim, esta estratégia pode diminuir a concretização de maus investimentos; todavia pode comprometer a realização de bons projetos por insuficiência de recursos ou ainda, preocupação excessiva dos gestores.

De acordo com Zani (2005), a Teoria da Assimetria de Informações de Leland e Pyle (1977), parte do princípio de que os administradores possuem informações privilegiadas a respeito da expectativa de retornos correntes e/ou futuros, bem como de oportunidades de investimentos à organização. Este autor contribui também com a Teoria de Pecking Order – POT, de Myers (1984), descrevendo a ordem de importância para as formas de obtenção de recursos:

- 1º lugar: Financiamento interno – retenção dos lucros;
- 2º lugar: Distribuição de dividendos considerando as oportunidades de investimento;
- 3º lugar: Recorrência ao uso de finanças externas – utilização prioritária de títulos mais seguros;
- 4º lugar: Emissão de dívida, seguida de emissão de títulos conversíveis e, como último recurso, recorrência à participação acionária externa.

A Teoria de Pecking Order sugere uma relação negativa entre endividamento e rentabilidade, uma vez que as empresas mais rentáveis têm mais condições de se autofinanciar e assim, recorrendo menos à utilização de dívida. Uma contribuição a esta teoria foram os

estudos de Thies e Klock (1992) que acrescentaram o risco operacional como um elemento importante na decisão da estrutura de financiamento de uma empresa.

A Teoria Trade-Off de Myers e Majluf (1984), segundo Correa, Basso e Nakamura (2007), tem a sua origem na análise do intercâmbio entre elementos positivos e negativos de uma organização. Zani (2005) contribui dizendo que as consequências dos riscos de falência vão desde a possibilidade de os executivos mais capazes abandonarem a empresa; às perdas de negócios; talentos; bem como à atração de executivos aventureiros. Este autor contribui ainda salientando sobre o perfil administrativo: a possibilidade de políticas financeiras extremamente arrojadas, as quais tanto podem levar a companhia ao sucesso, como também, ao fracasso, devendo este último ser suportado pelos credores e acionistas.

Quadro 1: Relevâncias das Teorias Clássicas que explicam a Estrutura de Capital

Teoria e autores	Abrangência da Teoria	
Teoria MM: Franco Modigliani e Merton Miller (1958).	Estudo sobre a irrelevância da estrutura de capital das empresas; Há três pressupostos básicos tratados como: Proposições I, II e III.	<p>Proposição I: O valor da empresa alavancada é igual ao da empresa não alavancada.</p> <p>Proposição II: Um maior endividamento traduz-se num risco maior para os acionistas da empresa, e consequentemente, numa majoração do custo do capital próprio.</p> <p>Proposição III: O custo marginal do capital para uma empresa é igual ao custo médio de capital. Este é igual à taxa de capitalização para uma empresa não alavancada na classe à qual pertence.</p>
Teoria: DA AGÊNCIA: Jensen e Meckling (1976).	Tem seu foco nos conflitos que ocorrem nas empresas devido às divergências de interesse entre alguns atores que influenciam as decisões da organização; Esses conflitos são movidos por preferências distintas no que diz respeito a itens relevantes; Este estudo indica que existe a existência de conflitos de agência entre gerente e acionistas e entre credores e acionistas.	
Teoria: da ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES: Leland e Pyle (1977).	Esta teoria parte do princípio de que a estrutura de capital está relacionada ao valor de mercado da empresa, mesmo na ausência de impostos. Isso ocorre em virtude da posse assimétrica de informações, uma vez que gestores e pessoas internas dispõem de mais informações sobre as oportunidades de investimentos da empresa do que os investidores externos.	
Teoria de PECKING ORDER: Myers (1984).	A obtenção de recursos de uma empresa obedece a uma ordem de importância: * utilização de recursos internos; * emissão de títulos de dívida; * emissão de títulos híbridos; * emissão de novas ações.	
Teoria de TRADE-OFF: Myers e Majluf (1984).	A estrutura de capital das empresas é marcada pela presença de dois elementos distintos, considerados norteadores do processo decisório à obtenção de um ótimo nível de financiamento: * benefícios tributários e custo de falência (esta teoria defende a ideia de uma estrutura ótima de capital, capaz de propiciar a maximização do valor da companhia).	

Fonte: os autores a partir do estudo das teorias clássicas de finanças.

2.2 Direito Alternativo

Segundo Guanabara (1996) a matriz do movimento de juízes brasileiros, sobretudo os gaúchos, que têm produzido por vezes sentenças polêmicas e causado contrariedade em boa parte dos demais juristas, encontra-se na Itália do final dos anos 60 e 70, num grupo de magistrados empreendedores de um movimento denominado “Jurisprudência Alternativa”. Segundo este autor, o movimento do Direito Alternativo iniciou no Brasil, no estado do RS em 1986, e caracteriza-se como sendo uma interpretação da lei visando a proteger o mais fraco socialmente. Esse é o guia de ação desses magistrados, sobretudo gaúchos, que se aproveitam das lacunas e contradições do Direito, mas não se furtam a, se for preciso, julgar contra os textos legais para “fazer justiça”.

De acordo com La Porta et al. (1998) o sistema legal de um país é fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais e para os custos de financiamentos das empresas sob essa jurisdição. Para eles, uma proteção aos investidores relaciona-se negativamente e prejudica as empresas que acabam incorrendo em maior custo de financiamento.

Segundo o estudo de Gibilaro e Mattarocci (2007), os juros são influenciados pela localização geográfica do tribunal (*the competent court for recovery processes*). O estudo destes autores foi realizado na Itália, com dados de diferentes regiões, cuja conclusão foi que as taxas de juros aplicadas em cada região estão influenciadas pela localização do tribunal da região.

2.3 Dados estatísticos

Segundo a Anefac⁶ o estado de São Paulo apresentou a menor taxa de juros ao consumidor em maio de 2012, com uma taxa média anual de 65,92% ao ano; já o Rio Grande do Sul registrou a maior taxa, com uma média de 78,97% ao ano (DANDREA, 2012).

O estado do Rio Grande do Sul- RS apresenta a maior taxa média de juros no crediário em todo o país, conforme Anefac (ZERO HORA, 12/09/2012). A reportagem expõe também que no mês de agosto/2012, o índice no RS foi de 4,77% ao mês e de 74,92% ao ano, superando a média nacional, que ficou em 4,55% ao mês e 70,56% ao ano. A reportagem expõe também que no mês de julho/2012 o RS também liderava o ranking, com uma taxa de 4,89% ao mês e 77,34% ao ano, enquanto que no país os índices eram de 4,65% e 72,53%.

A ANEFAC, em seu relatório mensal de setembro/2012 divulga as taxas de juros por estados do Brasil nos meses de agosto e setembro/2012. Confirma-se a partir deste relatório que o estado do Rio Grande do Sul continua possuindo as taxas de juros mais altas do país.

Figura 1: Taxas de juros por estados do Brasil nos meses de agosto e setembro/2012

ESTADOS	ago/12		set/12		Variação %	Var.pontos percentuais ao mês
	Taxa Mês	Taxa Ano	Taxa Mês	Taxa Ano		
São Paulo	4,15%	62,90%	3,87%	57,72%	-6,75%	-0,28
Rio Gde do Sul	4,77%	74,92%	4,41%	67,84%	-7,55%	-0,36
Rio de Janeiro	4,65%	72,53%	4,37%	67,07%	-6,02%	-0,28
Minas Gerais	4,64%	72,33%	4,25%	67,78%	-8,41%	-0,39
Paraná	4,63%	72,14%	4,18%	63,46%	-9,72%	-0,45
Santa Catarina	4,51%	69,78%	4,17%	63,27%	-7,54%	-0,34
Brasilia	4,53%	70,17%	4,13%	62,52%	-8,83%	-0,40
Média Nacional	4,55%	70,56%	4,20%	63,84%	-7,69%	-0,35

Fonte: Relatório mensal de setembro/2012 da ANEFAC- Associação Nacional dos Executivos de Finanças; Administração e Contabilidade sob a coordenação de Miguel José Ribeiro de Oliveira.

3 MÉTODO

O método utilizado para verificar se os efeitos de um sistema legal de proteção aos credores mais fracos no estado do Rio Grande do Sul afeta a estrutura de capital das empresas gaúchas, foi dividido em duas partes.

No primeiro momento foi necessário verificar se existe a relação entre rentabilidade e endividamento no Brasil. Para isso as empresas da amostra foram agrupadas por faixas de endividamento, ou seja, no primeiro grupo estavam as empresas com endividamento entre 0% e 10%, no segundo grupo as empresas com endividamento entre 10% e 20% e assim por diante até o grupo 200% e 210%. Após essa faixa, por ter poucas empresas na faixa com 10% de amplitude, utilizaram-se amplitudes maiores.

Como endividamento foi utilizado a relação entre passivos totais (passivo circulante + exigível em longo prazo) e patrimônio líquido. Optou-se em utilizar também o passivo circulante, pois no Brasil o financiamento de curto prazo é significativo para muitas empresas.

Foram calculados o endividamento médio e a rentabilidade (lucro líquido / patrimônio líquido) média de cada grupo, posteriormente procederam-se análises desta relação através de regressões.

Foram utilizadas médias para eliminar distorções individuais que poderiam invalidar as regressões entre endividamento e retorno. Ao utilizar faixas e valores médios, eventuais distorções individuais provocaram menores efeitos.

Em uma segunda etapa, fez-se o mesmo estudo em todas as empresas da amostra, mas apenas com empresas gaúchas. Após, comparou-se os resultados da amostra total com

a amostra de empresas gaúchas para verificar se o ambiente de menor proteção jurídica no qual essas empresas estavam situadas afetava a rentabilidade destas empresas.

Por fim, foi comparado o endividamento médio das empresas nacionais e das empresas gaúchas para verificar se o eventual menor benefício de endividamento afeta a estrutura de capital das empresas. Foi realizado o Teste t para verificar se essa diferença é significativa.

Neste trabalho foram trabalhados estatisticamente os dados obtidos através do banco de dados da Economática® referente às Companhias Abertas Brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo no período de 2007 a 2011.

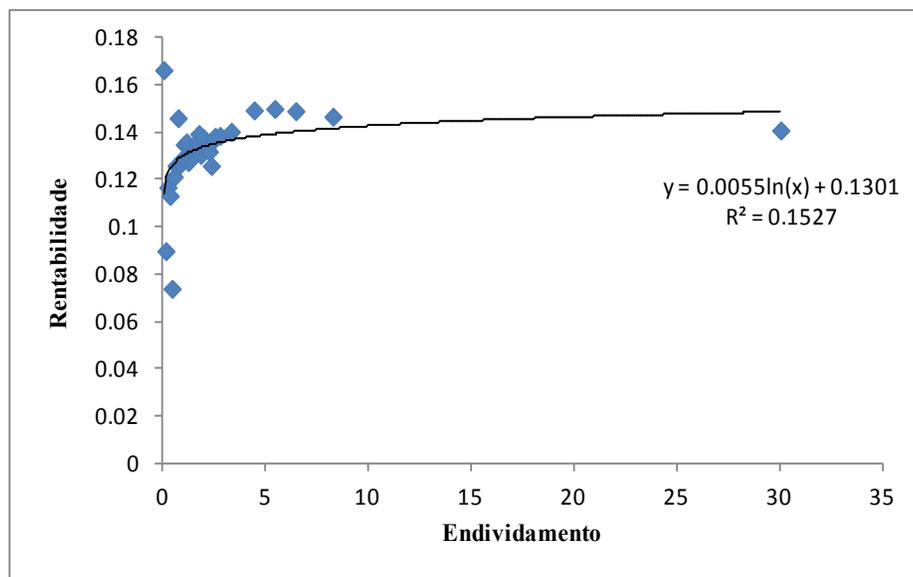
O total de empresas listadas nos anos foi de 415 em 2007, 405 em 2008, 399 em 2009, 397 em 2010 e 388 em 2011. As empresas consideradas gaúchas que consideramos em nosso estudo foram 24 em 2007, 27 em 2008 e 26 nos anos de 2009, 2010 e 2011.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Relações entre endividamento e rentabilidade

Foram criadas 33 faixas de endividamento na qual foi identificada uma relação positiva entre endividamento e rentabilidade conforme apresentado na Figura 2.

Figura 2: Relação entre endividamento e rentabilidade

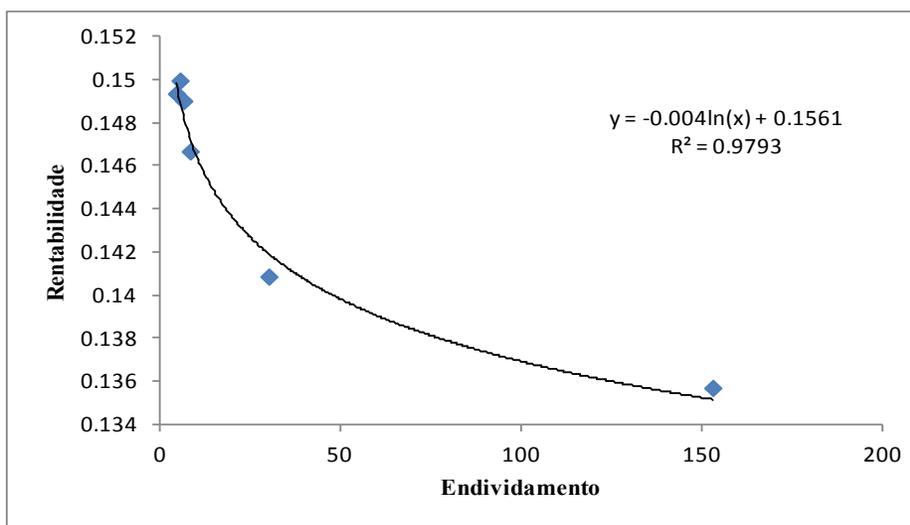


Percebe-se que a relação existente é logarítmica. O poder explicativo não é muito alto, mas considerando que é uma regressão de uma única variável, 15,27% da rentabilidade ser explicada pelo endividamento é um bom número.

Percebe-se também que a partir do endividamento médio (capital de terceiros / patrimônio líquido) de 440% (equivalente a 81,5% na relação capital de terceiros / ativo total) e retorno médio de 14,93%, a relação entre rentabilidade e retorno inverteu a relação e passou a ter relação negativa. Essa inversão é esperada, pois empresas muito endividadas apresentam maior risco de falência e o acréscimo no custo de capital não compensa o eventual ganho decorrente da alavancagem financeira.

Na Figura 3 apresentamos apenas a relação entre endividamento e rentabilidade das faixas de endividamento superior a 440%.

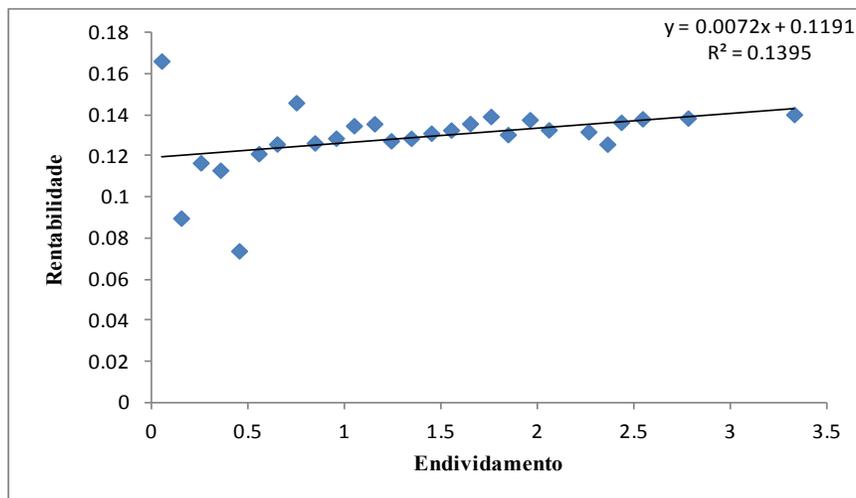
Figura 3: Relação entre endividamento e rentabilidade nas faixas de alto endividamento



Percebe-se que a curva logarítmica ajusta-se quase que perfeitamente aos pontos e a relação é negativa, ou seja, o excesso de endividamento é prejudicial aos acionistas e deveria ser evitado.

Na figura 4 apresentamos a relação entre endividamento e rentabilidade do outro grupo, ou seja, endividamento até 440% e encontramos uma relação linear positiva.

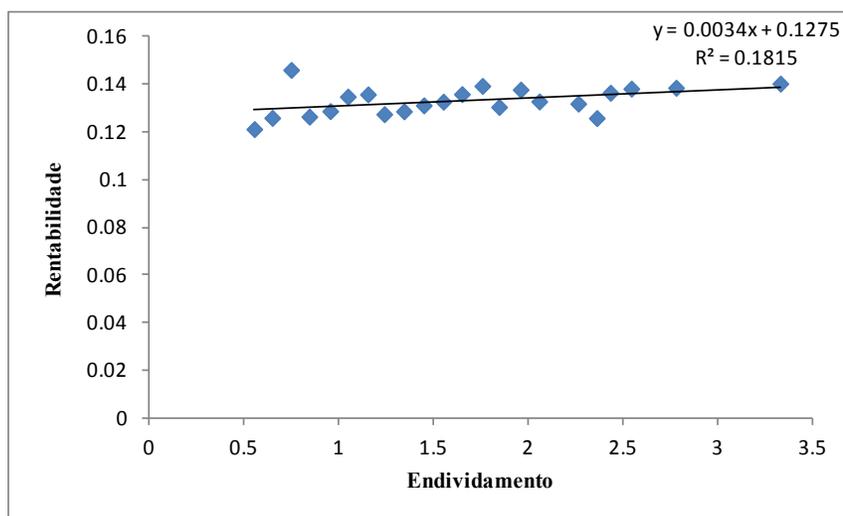
Figura 4: Relação entre endividamento e rentabilidade sem as faixas de alto endividamento



O R^2 de 13,95% é relativamente baixo, que pode estar sendo prejudicado pelas faixas de menor endividamento que apresentam maior dispersão. Essa maior dispersão nas faixas de mais endividamento faz sentido, uma vez que a rentabilidade sofre pouca influência do endividamento, a variabilidade da rentabilidade nestas faixas é basicamente explicada por fatores operacionais e de mercado, já que a baixa alavancagem financeira pouco afeta a rentabilidade dessas empresas.

Na figura 5 é apresentada a relação entre endividamento e rentabilidade das faixas superiores a 50% e inferior a 440%.

Figura 5: Relação entre endividamento e rentabilidade nas faixas intermediárias de endividamento

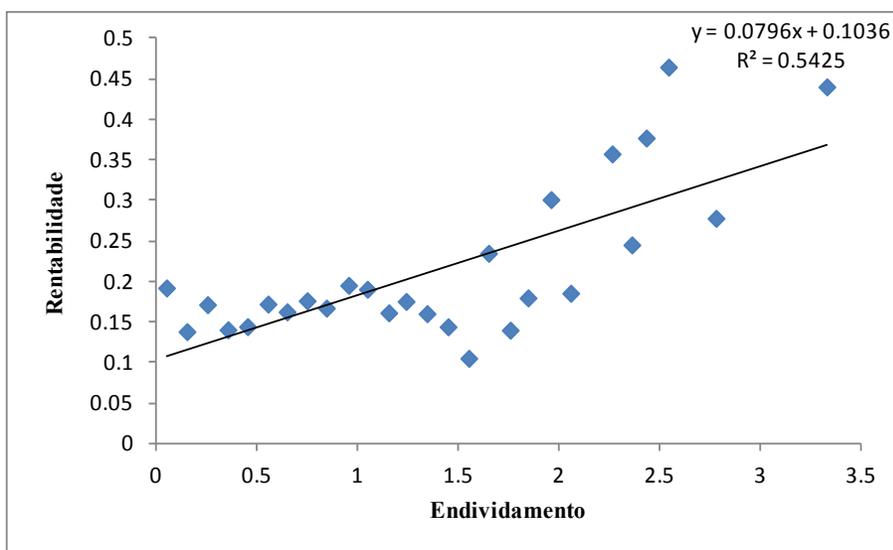


Percebe-se que a relação entre endividamento e rentabilidade nas faixas intermediárias continuou positiva, com R^2 superior à regressão com as faixas baixas de endividamento, mas com coeficiente angular de 0,0034, ou seja, menor que o coeficiente de 0,0072 obtido na regressão com as baixas faixas de endividamento. Este menor coeficiente angular que indica que o efeito do endividamento na rentabilidade não é tão grande como parecia na regressão com as baixas faixas também.

Outro aspecto importante a ser considerado é que um eventual benefício do endividamento seria válido apenas para empresas lucrativas, pois o benefício fiscal é nulo se a empresa não apresenta lucro e a alavancagem financeira aumenta a rentabilidade negativa.

Desta forma, na Figura 6 apresentamos a relação entre endividamento e retorno considerando apenas as empresas lucrativas.

Figura 6: Relação entre endividamento e rentabilidade nas empresas lucrativas



Nesta situação percebe-se um alto R^2 que explica 54,25% da rentabilidade através do endividamento e um alto coeficiente angular de 0,0796, o que sugere que certo grau de endividamento é uma forma de aumentar a rentabilidade.

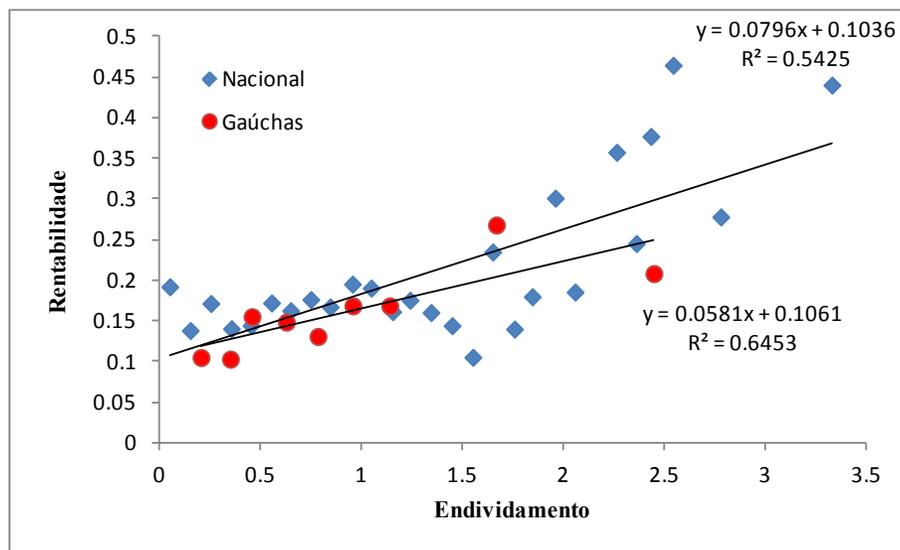
Com base nas regressões analisadas, podemos concluir que existe uma relação entre endividamento e rentabilidade no Brasil. Esta relação é positiva até determinado momento e negativa para endividamento exageradamente alto. Ainda é importante ressaltar que o benefício do endividamento é exclusivo para empresas lucrativas.

4.2 Relações entre endividamento e rentabilidade – empresas gaúchas

Conforme verificado no item 4.1, a relação positiva entre endividamento e rentabilidade é existente principalmente nas empresas lucrativas e não exageradamente endividadas, desta forma apresentamos na Figura 7 a relação entre endividamento e

rentabilidade das empresas lucrativas e também destacamos essa relação na amostra apenas com empresas gaúchas.

Figura 7: Relação entre endividamento e rentabilidade nas empresas lucrativas



Percebe-se que a relação entre endividamento e rentabilidade das empresas gaúchas é ainda maior do que nas empresas nacionais. O R^2 da regressão com apenas empresas gaúchas é de 64,53%, todavia a rentabilidade média das empresas gaúchas são inferiores à rentabilidade média das empresas nacionais. O menor benefício do endividamento para as empresas gaúchas também fica explicitado pelo menor coeficiente angular, que é de 0,0581 para a regressão das empresas gaúchas, enquanto na regressão de empresas nacionais o coeficiente angular é 0,0796.

As regressões analisadas demonstram claramente que há relação entre endividamento e rentabilidade das empresas lucrativas, desde que as empresas não estejam altamente endividadas. Todavia, para as empresas gaúchas esse benefício é menor do que a média nacional. Acredita-se que esse fato é consequência do maior custo de endividamento no Rio Grande do Sul devido à menor segurança jurídica dos credores neste estado, apesar de não termos dados concretos para fazer essa relação.

O endividamento médio das empresas nacionais foi de 2,37, enquanto o endividamento das empresas gaúchas foi de 1,31, ou seja, menos da metade do encontrado na amostra nacional. Esta diferença foi significativa estatisticamente a 5%, portanto, temos um grau de confiança de 95% nos resultados da regressão.

Conforme esperado, as condições mais adversas ao endividamento encontradas pelas empresas gaúchas afetam a estrutura de capital destas empresas, levando-as a terem menor endividamento.

5 CONCLUSÕES

Neste estudo foi identificada uma relação positiva entre endividamento e rentabilidade para empresas lucrativas até uma faixa de endividamento de 440%. Após essa faixa de endividamento a relação entre endividamento e rentabilidade é negativa, provavelmente porque o custo do capital de terceiros nesta situação em que o risco de falência é mais real, inviabiliza o endividamento.

O Rio Grande do Sul é reconhecido nacionalmente pelo seu sistema judiciário alternativo que apresenta tendência a favorecer o devedor em detrimento do credor (HÁFEZ, 2005). Essa situação de acordo com La Porta et al. (1998) prejudica as empresas que acabam incorrendo em maior custo de financiamento.

Essa pesquisa observou que no Rio Grande do Sul o benefício do endividamento é realmente menor do que a média nacional e o ganho de rentabilidade das empresas gaúchas com o endividamento são menores do que no restante do país.

Desta forma, as empresas gaúchas apresentam um nível de endividamento menor que as demais empresas instaladas em outros estados do país, concordando com os resultados obtidos pelos autores italianos Gibilaro e Mattarocci (2007) que afirmam que os custos dos financiamentos alteram de acordo com cada região federativa. Como o custo de endividamento é maior no Rio Grande do Sul, e o ganho com a alavancagem financeira fica menor, o nível de endividamento para a empresa é menor, pois o alto custo do capital de terceiros em níveis de endividamento maiores torna o endividamento desinteressante.

Essa maior dificuldade de acesso ao capital, segundo La Porta et al. (1998) prejudica a capacidade de investimento e crescimento das empresas, tornando-as menos competitivas e prejudicando toda a sociedade. Desta forma esse entendimento alternativo por parte do judiciário gaúcho, que aparentemente beneficia os menos favorecidos, em análise mais abrangente mostra-se prejudicial a todos.

REFERÊNCIAS

CORREA, Carlos Alberto; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; NAKAMURA, Wilson Toshiro. A Estrutura de Capital das Maiores Empresas Brasileiras: Análise Empírica das Teorias de *Pecking Order e Trade-Off*, usando o *Panel Data*. In: ENCONTRO DA ANPAD, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro, EnANPAD, 2007. CD-ROM.

DANDREA Gabriella. **Anefac**: São Paulo tem a menor taxa de juros ao consumidor em maio. Serasa Consumidor, 13/06/2012. Disponível em: <http://www.serasaconsumidor.com.br/noticias/conteudo/noticia_2464664.html>. Acesso em: 14 abr. 2013.

FAMÁ, R.; BARROS, L.; SILVEIRA, A. A Estrutura de Capital é Relevante? Novas Evidências a Partir de Dados Norte-Americanos e Latino-Americanos. **Caderno de Pesquisas em Administração**. vol. 08, n. 2. São Paulo, 2001.

- FAMÁ, R.; GRAVA, J. W. Teoria da estrutura de Capital - As Discussões Persistem. **Caderno de Pesquisa em Administração**. Vol. 1, n. 11. 2000.
- GIBILARO, Lucia; MATTAROCCHI, Gianluca. The Selection of the Discount Rate in Estimating Loss Given Default. **Global Journal of Business Research**. v. 1, n. 2, 2007.
- GUANABARA Ricardo. Visões alternativas do direito no Brasil. **Revista Estudos Históricos**, n. 18, 1996.
- HART, Oliver; MOORE, John. Debt and seniority: an analysis of the role of hard claims in constraining management. **American Economic Review**, v. 85, n. 3, p. 567–85. June, 1995.
- HÁFEZ, ANDRÉA. Efeito Colateral Direito Alternativo resiste em decisões judiciais contrárias ao mercado financeiro. **Caderno Espaço Jurídico da BM&FBovespa**. Disponível: <<http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/051117NotA.asp>>. Acesso em: 20 jul. 2012.
- JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n.4, p. 305-60, Oct. 1976.
- JUNQUEIRA, Luis Renato; BERTUCCI, Janete Lara de Oliveira; BRESSAN, Aureliano Angel. Alavancagem Financeira como Estratégia de Financiamento do Processo de Crescimento de Empresas Brasileiras de Capital Aberto no Período de 1995-2002. In: ENCONTRO DA ANPAD, 29, 2005, Distrito Federal. **Anais...** Brasília, EnANPAD, 2005. CD-ROM.
- KRAUS, Alan; LITZENBERGER, Robert H. A state-preference model of optimal financial leverage. **The Journal of Finance**, v. 28, n. 4, p. 911-22, Sept. 1973.
- LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. “Law and Finance”, **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.
- LELAND, Hayne E; PYLE, David H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 2, p. 371-87, May 1977.
- MYERS, Stewart C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575- 92, July 1984.
- MYERS, S. C.; MALUF, N. S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors do not Have. **Journal of Financial Economics**. 13 P. 187-221, 1984

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. **American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-97, June, 1958.

OLIVEIRA, Miguel Jose Ribeiro. **Taxa de juros**. Relatório mensal de setembro/2012 da ANEFAC- Associação Nacional dos Executivos de Finanças, departamento da administração e contabilidade. Setembro/2012. Disponível em: <<http://www.anefac.com.br/pesquisajuros/2012/Setembro.pdf>>. Acesso em: 13 abr. 2012.

PROCIANOY, J. L.; SCHIMITT, F. O. V. O Pacote Fiscal de 1995: Estratégias que Otimizam os Recursos dos Investidores. **Revista de Administração de Empresas**. V. 35, n. 5, p. 46-58, 1995.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira**. Atlas. São Paulo, 2010.

THIES, Clifford F; KLOCK, Mark S. Determinants of capital structure. **Review of Financial Economics**, v. 1, n. 2, p. 40-52, Spring, 1992.

ZANI, João. **Estrutura de Capital**: Restrição Financeira e Sensibilidade do Endividamento em Relação ao Colateral. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2005.

ZERO HORA, jornal. **Dívida de brasileiros está alta, diz banco**. Porto Alegre, Página 14, 25/06/2012

ZERO HORA, jornal. **Informe econômico**. Porto Alegre, página 16, 21/04/2012.

ZERO HORA, jornal. Caderno de Economia. **Rio Grande do Sul é o Estado com maior taxa média de juros**. 12/09/2012. Disponível em: <<http://zerohora.clicrbs.com.br/rs/economia/noticia/2012/09/rio-grande-do-sul-e-o-estado-com-maior-taxa-media-de-juros-3883114.html>>. Acesso em: 13 abr. 2012.