

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

**EFEITOS DO *MARKET TIMING* SOBRE A ESTRUTURA DE CAPITAL DE
COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS**

Tatiana Albanez

**Orientador: Prof. Dr. Gerlando Augusto
Sampaio Franco de Lima**

SÃO PAULO
2012

Prof. Dr. João Grandino Rodas
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Reinaldo Guerreiro
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Edgard Bruno Cornachione Júnior
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Profa. Dra. Sílvia Pereira de Castro Casa Nova
Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade

TATIANA ALBANEZ

**EFEITOS DO *MARKET TIMING* SOBRE A ESTRUTURA DE CAPITAL DE
COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS**

Tese apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito para a obtenção do título de Doutor em Ciências.

**Orientador: Prof. Dr. Gerlando Augusto
Sampaio Franco de Lima**

Versão original

SÃO PAULO

2012

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Albanez, Tatiana

Efeitos do *market timing* sobre a estrutura de capital de companhias abertas brasileiras / Tatiana Albanez. -- São Paulo, 2012.

257 p.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2012.

Orientador: Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima.

1. Finanças 2. Estrutura de capital 3. Market timing 4. Mercado financeiro 5. Custo de capital 6. Dívida 7. Ações I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 332

**Mais uma vez e sempre,
aos meus pais, Francisco Albanez
e Maria da Conceição Albanez.**

Ao meu esposo Cláudio Bernardo.

**Às minhas meninas,
Belinha e Lilica.**

Agradeço primeiramente ao meu orientador, Prof. Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, por quem tenho imensa admiração, por ter acreditado em mim desde o início, estando sempre disposto a ajudar, sem medir esforços. Agradeço pela amizade, por tantas contribuições e oportunidades concedidas, por ter tornado esta fase mais fácil com o seu otimismo constante, me fazendo acreditar tantas vezes ser possível a realização deste trabalho.

Ao Prof. Dr. Maurício Ribeiro do Valle, exemplo de professor e pesquisador, responsável pelo “fato gerador” da minha linha de pesquisa, a quem admiro muito e serei eternamente grata por tantos direcionamentos e conversas iluminadoras.

Ao Prof. Dr. Luiz João Corrar, por toda motivação e incentivo que me fizeram seguir em frente muitas vezes, pela oportunidade de participar da disciplina Contabilometria, atividade que enriqueceu minha vivência como docente, mas principalmente por me impulsionar a enfrentar desafios, sempre.

Ao Prof. Dr. Luiz Paulo Fávero, pessoa e professor admirável, sempre presente quando precisei, agradeço pela amizade e confiança em meu trabalho e por todas as oportunidades proporcionadas.

Aos Professores Drs. Iran Siqueira Lima e Marina Mitiyo Yamamoto, pela contribuição à minha carreira como pesquisadora e docente.

Ao Prof. Dr. Gilberto de Andrade Martins, pelas aulas inesquecíveis, onde adquiri conhecimentos cruciais para minha formação como pesquisadora e como pessoa e que levarei por toda a vida, e pelas suas importantes contribuições a este trabalho.

Aos Professores Drs. Ariovaldo dos Santos e Bruno Salotti, sempre dispostos a ajudar, agradeço pelas aulas e conversas enriquecedoras e pelas oportunidades concedidas.

A todos os professores da FEA/USP, pela forma como me receberam e recebem seus alunos, por todo o conhecimento transmitido e pela convivência sempre agradável.

Ao Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura, por sua participação e importante contribuição em minha banca de qualificação e também depois dela.

Aos funcionários da FEA/USP, em especial ao Evandro, Belinda, Cris, Rodolfo e Cidinha, sempre tão acolhedores e prestativos.

A todos os meus amigos de turma e de FEA/USP, pela nossa convivência, em especial a Suliani Rover e a Kelly Marques, com quem dividi vários momentos desta fase desde o início, a Kelly Farias, Manoel Farias, Daielly, Sheizi, Luis Paulo, Josedilton, Nálbia e Severino.

À Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - CAPES.

À Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras - FIPECAFI.

À equipe do Centro de Estudos de Mercado de Capitais - CEMEC do IBMEC.

Às minhas amigas Ana Rita Roque Fernandes e Vanessa Scozzafave, por todos os anos de amizade verdadeira, por estarem sempre tão próximas, não importando quão distante possamos estar no tempo e no espaço.

Aos meus amigos Flávio Leonel e Andrei Albuquerque, sempre presentes, por participarem desta etapa comigo, dividindo nossas dúvidas e angústias.

Aos meus pais e ao meu irmão, pelo apoio crucial em todos os momentos da minha vida, e a toda a minha família, pela torcida constante.

Ao meu esposo Cláudio, por me ajudar tantas vezes a seguir em frente, me fazendo acreditar em mim e no meu trabalho, por compreender minha ausência neste período, pelas discussões que tanto contribuíram para esta tese, por compartilhar a sua vida comigo. Prometo não falar sobre estrutura de capital por algum tempo (não muito...)!

Às minhas meninas, Belinha e Lilica, essenciais na minha vida e nesta fase tão difícil, por me transmitirem tranquilidade e alegria sempre que preciso, pelo companheirismo e amor incondicionais.

Agradeço a Deus, por me confortar e trazer serenidade em tantos momentos importantes da minha vida.

A todos que, de alguma forma, participaram da realização deste trabalho.

RESUMO

De acordo com a teoria de *market timing*, as empresas aproveitam janelas de oportunidade para a captação de recursos, com a intenção de explorar flutuações temporárias no custo de fontes alternativas de financiamento. Assim, a estrutura de capital seria determinada por tentativas passadas de emitir títulos em momentos considerados favoráveis para a emissão. O presente trabalho teve por objetivo examinar o comportamento de *market timing* em companhias abertas brasileiras, buscando verificar a existência e persistência de um comportamento oportunista quando da escolha dentre diferentes fontes de financiamento. Para tanto, foram desenvolvidos dois estudos complementares. Primeiramente, investiga-se o comportamento de *market timing* por meio da análise da influência de valores de mercado históricos sobre a estrutura de capital de companhias brasileiras que realizaram IPO no período 2001-2011. Como principal resultado, verifica-se uma relação negativa entre valores de mercado históricos e alavancagem, evidenciando que, em momentos de altos valores de mercado, as empresas reduzem o endividamento, por ser mais vantajosa a emissão de ações, e vice-versa, o que pode indicar um comportamento oportunista na captação de recursos. No entanto, o comportamento não é permanente em todo o período, a ponto de determinar a estrutura de capital destas empresas. Assim, julgou-se necessário examinar diretamente os efeitos do *market timing* sobre a estrutura de capital de companhias brasileiras relacionando indicadores de custo de capital (próprio e de terceiros) com os níveis de endividamento destas companhias. Para tanto, foram utilizadas duas amostras: a primeira foi composta por 235 companhias abertas ativas na BM&FBOVESPA, analisadas no período 2000-2011; a segunda foi composta por 75 companhias abertas ativas e com *ratings* de crédito atribuídos pelas principais agências de classificação de risco, analisadas no período 2005-2011. Foram utilizadas quatro *proxies* para o custo de capital próprio, baseadas no Modelo de Precificação de Ativos Financeiros - CAPM, e duas *proxies* para o custo de capital de terceiros, sendo uma delas baseada no custo médio do passivo oneroso e a outra no *rating* de crédito das companhias, esta última testada apenas para a amostra 2. Os resultados obtidos com os modelos de dados em painel indicaram que quanto maior o custo de capital próprio, maior o nível de endividamento, bem como, quanto maior o custo de capital de terceiros, menor a utilização de dívida como fonte de financiamento. Estes resultados estão de acordo com o esperado pela teoria de *market timing*, refletindo que as empresas estão atentas ao custo de diferentes fontes de recursos, em busca das melhores alternativas de financiamento. Este comportamento se justifica e é confirmado por meio dos resultados obtidos: no primeiro estudo, verifica-se que o valor de mercado, em média, caiu após a abertura de capital, tornando indesejável a emissão de novas ações e preferível a utilização de dívida. No segundo estudo, verifica-se que as *proxies* para custo de capital se mostraram as variáveis mais significativas, exercendo forte influência sobre a estrutura de capital das empresas. Assim sendo, os resultados obtidos se complementam e levam à confirmação da tese proposta: o *market timing* influencia a estrutura de capital de companhias abertas brasileiras, sendo que as empresas aproveitam janelas de oportunidades para a captação de recursos para financiar seus projetos de investimento.

ABSTRACT

According to market timing theory, the companies use windows of opportunity to raise funds, aiming to explore temporary fluctuations in alternative sources of capital. Thus the capital structure would be determinate by past attempts to issue securities when security issue was considered propitious. The present thesis aimed to examine the market timing behavior in Brazilian public companies, trying to verify the existence and persistence of opportunistic behavior when choosing among different sources of capital. In order to do so, we developed two complementary studies. Firstly we investigate market timing behavior by analyzing the influence of historical market value on capital structure of Brazilian companies that performed IPO from 2001 to 2011. The main result was that there is a negative relation between historical market value and leverage, evidence shows that in moments of high market value, companies reduce indebtedness because equity issue is more advantageous and vice-versa, it might indicate an opportunistic behavior when raising funds. However, the behavior is not permanent throughout the period to determine the capital structure of these companies. Therefore, it was deemed necessary to directly examine market timing effects on capital structure of Brazilian companies matching cost of capital proxies (equity and debt) with indebtedness levels of these companies. In order to do so, we used two samples: the first was composed by 235 active public companies listed at BM&FBOVESPA that were analyzed from 2000 to 2011; the second was composed by 75 active public companies with credit ratings assigned by major credit rating agencies, they were analyzed from 2005 to 2011. Four proxies were used for cost of equity capital, based on Capital Asset Pricing Model - CAPM and two proxies for cost of debt, one of them was based on average cost of book value of debt and the other on credit rating of companies, the last was tested only for sample 2. The results found with panel data model show that the higher the cost of equity, the greater the level of indebtedness, as well as the higher the cost of debt, the less the use of debt as a financing source. These results are according to the expected by market timing theory, they reflect that the companies are aware of the cost of different financing sources in the search for the best financing alternatives. This behavior is justified and confirmed by the results reached: in the first study we can see that the market value, on average, dropped after the initial public offering making it undesirable to issuing equity and preferable to using debt. In the second study we verify that the proxies for cost of capital were the most significant variables, exerting strong influence on the capital structure of companies. Thus, the results obtained are complementary and lead to the confirmation of the proposed thesis: market timing has influence on the capital structure of Brazilian public companies, and in order to raise funds to finance their investment projects they use windows of opportunity.

SUMÁRIO

| | |
|--|-----|
| LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS | 3 |
| LISTA DE QUADROS | 4 |
| LISTA DE TABELAS..... | 5 |
| 1 INTRODUÇÃO | 7 |
| 1.1 Problema de pesquisa..... | 12 |
| 1.2 Objetivos | 13 |
| 1.3 Hipóteses da pesquisa | 15 |
| 1.4 Tese proposta..... | 16 |
| 1.5 Motivações e contribuições esperadas..... | 16 |
| 1.6 Estrutura do trabalho..... | 19 |
| 2 REFERENCIAL TEÓRICO | 21 |
| 2.1 Teorias de estrutura de capital..... | 21 |
| 2.1.1 Teoria de <i>trade-off</i> e conflitos de agência | 21 |
| 2.1.2 Modelos baseados na assimetria de informação e teoria de <i>pecking order</i> | 26 |
| 2.1.3 Teoria de <i>market timing</i> | 32 |
| 2.1.3.1 Antecedentes teóricos e empíricos..... | 32 |
| 2.1.3.2 Teoria de <i>equity market timing</i> | 44 |
| 2.2 Evidências empíricas dos determinantes da estrutura de capital em outros países..... | 52 |
| 2.2.1 Evidências empíricas sobre as teorias de <i>trade-off</i> versus <i>pecking order</i> | 52 |
| 2.2.2 Evidências empíricas sobre <i>equity market timing</i> | 68 |
| 2.3 Evidências empíricas dos determinantes da estrutura de capital no Brasil..... | 78 |
| 2.3.1 Evidências empíricas sobre as teorias de <i>trade-off</i> versus <i>pecking order</i> | 78 |
| 2.3.2 Evidências empíricas sobre <i>equity market timing</i> | 87 |
| 3 MÉTODO DA PESQUISA | 97 |
| 3.1 Relação entre valores de mercado e estrutura de capital | 97 |
| 3.1.1 População da pesquisa e amostra | 97 |
| 3.1.2 Construtos e definições operacionais das variáveis | 102 |
| 3.1.2.1 Variáveis dependentes | 102 |
| 3.1.2.2 Variáveis explicativas..... | 103 |
| 3.1.2.3 Variáveis de controle..... | 109 |
| 3.1.3 Especificação dos modelos de análise..... | 114 |
| 3.1.3.1 Relação entre valores de mercado históricos e estrutura de capital..... | 114 |
| 3.1.3.2 Relação entre valores de mercado históricos e estrutura de capital utilizando variáveis de controle alternativas..... | 117 |
| 3.1.3.3 Relação entre valores de mercado históricos e oportunidades de crescimento | 120 |
| 3.1.4 Método de análise dos dados | 122 |
| 3.2 Relação entre custo de capital e decisões de financiamento | 124 |
| 3.2.1 População e amostra..... | 124 |
| 3.2.2 Construtos e definições operacionais das variáveis | 131 |
| 3.2.2.1 Variáveis dependentes | 131 |
| 3.2.2.2 Variáveis explicativas..... | 131 |
| 3.2.2.3 Variáveis de controle..... | 153 |
| 3.2.3 Especificação dos modelos de análise..... | 154 |
| 3.2.4 Método de análise dos dados | 157 |
| 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS..... | 161 |
| 4.1 Valores de mercado e estrutura de capital | 161 |

Gracias por visitar este Libro Electrónico

Puedes leer la versión completa de este libro electrónico en diferentes formatos:

- HTML(Gratis / Disponible a todos los usuarios)
- PDF / TXT(Disponible a miembros V.I.P. Los miembros con una membresía básica pueden acceder hasta 5 libros electrónicos en formato PDF/TXT durante el mes.)
- Epub y Mobipocket (Exclusivos para miembros V.I.P.)

Para descargar este libro completo, tan solo seleccione el formato deseado, abajo:

