

**É POSSÍVEL ESTIMAR O NÍVEL ÓTIMO DE ENDIVIDAMENTO DAS
EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO DURANTE A PANDEMIA?**

MONIQUE DOS SANTOS BARRETO
UNIVERSIDADE FEDERAL FLUMINENSE (UFF)

CARLOS ALBERTO GRESPAN BONACIM
UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO (USP)

Introdução

Para operar e se manter no mercado, uma empresa precisa de capital, que pode vir de recursos próprios, reinvestimento de lucros, endividamento ou emissão de ações. A escolha entre essas fontes compõe a estrutura de capital e é uma decisão estratégica com grande impacto no desempenho. Durante os anos de 2020 e 2021, marcados pela pandemia de COVID-19, essa decisão ganhou ainda mais relevância, exigindo maior cautela diante das incertezas econômicas e operacionais do período.

Problema de Pesquisa e Objetivo

Este artigo investiga se há relação entre o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto e seu nível de endividamento durante a pandemia (2020–2021). Considera-se a hipótese de uma relação quadrática, em razão do trade-off entre os benefícios e custos da dívida, sugerindo a existência de um nível ótimo de endividamento. O objetivo é analisar essa relação em empresas da B3 com características semelhantes, identificando se há um ponto de alavancagem que maximize o desempenho.

Fundamentação Teórica

Myers (1984) apresenta duas teorias sobre a estrutura de capital: a Teoria da Pecking Order, que propõe preferência por recursos internos, seguida de dívida e, por fim, emissão de ações; e a Teoria do Trade-off, que sugere a alavancagem ótima se dá pela busca de um equilíbrio entre custos e benefícios da dívida. Estudos tem testado essas teorias, buscando uma relação linear entre alavancagem e desempenho/valor da empresa, mas os resultados são inconclusivos em favor de uma teoria ou outra. Pesquisas recentes indicam possível relação não linear entre as variáveis.

Metodologia

Com dados de empresas não bancárias listadas na B3 entre 2020 e 2021, realizou-se uma análise de clusters para agrupar firmas com características similares em tamanho, liquidez, custo da dívida e tangibilidade. Uma vez controladas essas variáveis ex-ante, aplicou-se o método de mínimos quadrados ordinários (OLS) para estimar uma função quadrática entre a variável dependente ROI e a variável explicativa endividamento. Para os grupos cujas regressões foram significativas, foram calculados os níveis ótimos de alavancagem.

Análise dos Resultados

A análise de cluster permitiu identificar 4 grupos, dentre os quais vale destacar dois grupos bem distintos de empresas: empresas grandes com baixo custo de endividamento, e empresas pequenas com elevado custo de endividamento. Para esses 2 grupos e para a base como um todo foi possível corroborar a hipótese de que existe uma relação quadrática entre a o desempenho e o nível de endividamento, de forma que foi possível estimar o nível ótimo de endividamento. Verificou-se que variações na alavancagem tinha efeito maior sobre o desempenho para o grupo de empresas menores.

Conclusão

Confirmar a hipótese de pesquisa de relação quadrática entre as variáveis forneceu evidências em favor da teoria do trade-off. Verificou-se que as empresas brasileiras se encontravam com um nível de alavancagem médio abaixo do nível de ótimo. Tal fato sugere uma preferência por endividamento via mercado de ações. Pode-se especular que os sinais ambíguos emanados pelo mercado durante a pandemia e a comportamento conservador das empresas acabou resultando em um desempenho operacional subótimo.

Contribuição / Impacto

Com relação aos estudos anteriores, esse artigo se diferencia: i) quanto às variáveis utilizadas, pois, toma o desempenho como variável dependente, e foca no desempenho operacional ao invés do valor de mercado; e ii) quanto ao método, pois, faz o controle ex-ante mediante a aplicação da análise de cluster e identificação de grupos de empresas com características semelhantes e comparáveis, para que só então possa isolar o efeito da alavancagem sobre a rentabilidade; e utilização do método de Mínimos Quadrados Ordinários empilhados para estimar uma função quadrática.

Referências Bibliográficas

MYERS, Stewart C. The capital structure puzzle. The Journal of Finance, v. 39, n. 3, p. 575–592, jul. 1984.