

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA. ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA E CONTABILIDADE
CETREDE – CENTRO DE TREINAMENTO E DESENVOLVIMENTO
CURSO DE ESPECIALIZAÇÃO EM ESTRATÉGIA E GESTÃO EMPRESARIAL

A ESTRUTURA DE CAPITAL E SEU EFEITO NA GERAÇÃO DE
VALOR EM EMPRESAS NORDESTINAS DO SETOR TEXTIL.

LUIS FLAVIO CUNHA GOYANNA

FORTALEZA, JANEIRO/2006

A ESTRUTURA DE CAPITAL E SEU EFEITO NA GERAÇÃO DE
VALOR EM EMPRESAS NORDESTINAS DO SETOR TEXTIL.

LUIS FLAVIO CUNHA GOYANNA

ORIENTADOR:
PROF^o. LAURO CHAVES NETO.Ms

Monografia apresentada à Faculdade de Economia,
Administração, Atuaria e Contabilidade e ao CETREDE,
para obtenção do grau de especialista em Estratégia e Gestão Empresarial

FORTALEZA – CE
2006

FOLHA DE APROVAÇÃO

Esta monografia foi submetida à Coordenação do Curso de Especialização em Estratégia e Gestão Empresarial, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Especialista em Estratégia e Gestão Empresarial, outorgado pela Universidade Federal do Ceará – UFC E ENCONTRA-SE À DISPOSIÇÃO DOS INTERESSADOS NA Biblioteca da referida Universidade.

A citação de qualquer trecho desta monografia é permitida, desde que feita de acordo com as normas de ética científica.

LUIS FLAVIO CUNHA GOYANNA

LAURO CHAVES NETO Ms.
Prof. Orientador

Nota

Monografia aprovada em ____/____/____

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais e meus avós por todo apoio e incentivo despendido durante o curso.

À Deus por iluminar meu caminho em mais esta jornada.

Aos colegas de sala, por todo convívio e troca de experiência profissional e pessoal.

Ao Prof. Lauro Chaves pela orientação do trabalho.

À todas as pessoas que sempre acreditaram em mim.

SUMÁRIO

AGRADECIMENTOS	i
SUMÁRIO	ii
LISTA DE QUADROS	iii
RESUMO	iv
1. INTRODUÇÃO.....	05
2. A ESTRUTURA DE CAPITAL	07
2.1. Tipos de Capital.....	07
2.1.1. Capital de Terceiros.....	08
2.1.1.1. Os Benefícios da Utilização de Capital de Terceiros.....	08
2.1.2. Capital Próprio.....	09
2.2.1 Risco Operacional.....	09
2.2.2 Risco Financeiro.....	10
2.3 Teoria da Estrutura de Capital.....	10
2.3.1 O Modelo de Modigliani e Miller.....	11
2.4 Custo Médio Ponderado de Capital.....	13
2.5 Estrutura de Capital e Usos.....	14
2.5.1 Estrutura de Capital Ótima.....	14
2.6 Valor Econômico Adicionado.....	18
2.6.1 Cálculo do VEA.....	19
2.7 Metodologia.....	21
3. ESTUDO DE CASO: O EFEITO DA ESTRUTURA DE CAPITAL NA GERAÇÃO DE VALOR DE EMPRESAS NORDESTINAS DO SETOR TÊXTIL.....	22
3.1. Análise do Setor Têxtil.....	22
3.2. Comércio Internacional.....	25
3.3. Análise dos Dados.....	28
4. CONCLUSÃO.....	34
5. BIBLIOGRAFIA.....	35
ANEXO.....	36

LISTA DE QUADROS, FIGURAS, TABELAS E GRÁFICOS

QUADROS:

Quadro 1 – Balanço Patrimonial.....	08
-------------------------------------	----

FIGURAS:

Figura 1 – Funções do Custo.....	17
Figura 2 – Estrutura da Cadeia Produtiva Têxtil.....	22

TABELAS:

Tabela 1 – Balança Comercial do Setor Têxtil no Brasil.....	26
Tabela 2 – Proporção de Capital de Terceiros.....	28
Tabela 3 – Proporção VEA/AT.....	30
Tabela 4 - Resultado da Correlação entre a Proporção de Capital de Terceiros e VEA/AT..	31
Tabela 5 – Classificação dos índices de correlação.....	31
Tabela 6 – Classificação dos níveis de correlação das empresas selecionadas.....	32
Tabela 7 – Percentual dos níveis de correlação entre os indicadores de risco e retorno.....	32

GRÁFICOS:

Gráfico 1 – Composição Setor Têxtil no Brasil.....	23
Gráfico 2 – Evolução do Capital de Terceiros x Setor Têxtil.....	28
Gráfico 3 – Evolução VEA/AT.....	30

RESUMO

O objetivo do presente trabalho foi verificar o efeito da estrutura de capital na geração de valor em empresas nordestinas do setor têxtil. Essa análise justifica-se pela sua relevância na administração financeira moderna, onde os acionistas procuram cada vez mais otimizar seus resultados bem como agregar valor às suas empresas. De acordo com o indicador VEA(Valor Econômico Adicionado), a empresa gera valor a medida que seu lucro líquido é capaz de cobrir o custo do capital próprio. Dessa forma a estrutura de capital da empresa exerce influência na geração de valor. Além disso destaca-se a importância do setor escolhido para análise devido sua grande representatividade na economia brasileira, respondendo por aproximadamente 17% do faturamento de toda atividade industrial do país. Para isso foi analisado, através do método estatístico de correlação linear, a relação que existe entre a estrutura de capital e o indicador VEA. Foram analisadas 15 empresas utilizando como critério a disponibilidade dos dados na publicação do Balanço Anual da Gazeta Mercantil no período compreendido entre 2001 à 2003. Os resultados mostraram que mais da metade das empresas optaram pela preponderância do capital de terceiros em sua estrutura. Na análise da correlação entre as variáveis estrutura de capital e o indicador VEA, 60% das empresas da amostra apresentaram correlação forte. Conclui-se que as alterações na estrutura de capital do setor analisado influenciou na geração de valor para os acionistas.

1. INTRODUÇÃO

O ambiente altamente competitivo e dinâmico está levando as empresas a buscarem melhores formas de avaliação de seu desempenho. Além das medidas financeiras de curto prazo como lucro por ação e retorno sobre investimentos (RETORNO SOBRE INVESTIMENTO - ROI, RETORNO SOBRE ATIVO – ROA e RETORNO SOBRE PATRIMONIO LIQUIDO - ROE), as empresas estão buscando medidas que criam valor para o acionista no longo prazo (KRAUTER apud FLANNERY et al. 1997).

O problema de pesquisa deste trabalho baseia-se numa grande discussão da administração financeira, que é o impacto da estrutura de capital no desempenho da empresa. Devido a relevância do tema será abordado especificamente até que ponto a presença de capital interfere na geração de valor para o acionista. De acordo com MOURA E OLIVEIRA apud ZONENSCHAIN 2002, a idéia de que o padrão de financiamento das empresas não afeta de forma alguma o nível de investimento e a taxa de crescimento econômico tem em MODIGLIANI E MILLER (1958) seus principais defensores.

Segundo teorema da irrelevância de MODIGLIANI E MILLER (1958), todo projeto viável do ponto de vista econômico seria também viável do ponto de vista financeiro. Essa teoria veio a ser contestada mais tarde pelos autores da chamada visão tradicional. Eles afirmaram que a disponibilidade de um padrão adequado de financiamento afeta as decisões de investimento na empresa.

A partir disso começou-se a analisar uma série de fatores que poderiam afetar o padrão de financiamento adotado pelas empresas, como impostos, custo de falência, custo de oportunidade entre outros. Baseando-se nesse contexto as empresas buscarão sempre uma estrutura de capital “ótima”, que minimize ao mesmo tempo seus custos e riscos. Portanto, quanto maior for o custo de oportunidade e as vantagens de custo associados ao nível de taxas de juros e dos impostos, maior tendência ao uso de capital de terceiros. De acordo com SHINOHARA 2002, a empresa ao utilizar capital de terceiros substitui um custo de capital implícito (capital próprio) por um explícito e dedutível do imposto de renda entre outros benefícios fiscais dependendo da fonte de financiamento.

Como forma de investigação o método utilizado no trabalho será o indutivo que segundo Cleverson Keller (1985:85) apud (ABREU; BENAYON, 2002, p.9).

O método indutivo parte da enumeração de experiências ou casos particulares para chegar a conclusões de ordem universal.

A lógica deste trabalho está baseada no empirismo, no qual se utiliza de experiências já existentes para concepção e organização coerente de idéias originárias de uma pesquisa bibliográfica de autores que escrevem sobre estrutura de capital, custo de capital e geração de valor.

A pesquisa irá trabalhar com dados bibliográficos de conceituação e contemporâneos e os dados de indicadores de desempenho serão coletados da publicação do Balanço Anual da Gazeta Mercantil no período compreendido entre os anos de 2001 à 2003. A metodologia deste trabalho consiste em verificar a relação existente entre a estrutura de capital adotada por empresas do setor têxtil nordestino com a sua geração de valor, representada pelo indicador VEA (Valor Econômico Adicionado). Para isso será utilizado o método estatístico de correlação linear para identificar, a existência ou não, de uma relação entre a estrutura de capital e o indicador VEA.

2. A ESTRUTURA DE CAPITAL

A estrutura de capital de uma empresa é uma área complexa na tomada de decisão financeira devido ao seu inter-relacionamento com outras variáveis de decisão financeira. Toda e qualquer empresa, seja no momento de sua abertura ou no seu período de funcionamento necessita de recursos financeiros, no qual chamamos de capital. Esse capital pode vir de várias fontes diferentes e assumir formas diversas dentro da empresa. Com isso o principal desafio do administrador financeiro está em otimizar essa estrutura de forma que ela produza o melhor desempenho financeiro maximizando a riqueza dos acionistas.

A estrutura de capital, portanto, refere-se à forma como a empresa financia os seus ativos e investimentos, isto é, a composição de seu financiamento, entre capital próprio e capital de terceiros. A decisão do modo como a empresa se financia é de relevância vital para a firma, visto que tal decisão tem impactos em diversas ações da empresa. Alguns importantes usos relacionados:

Valor da empresa: a estrutura de capital pode contribuir para o incremento de valor na empresa, através dos benefícios mencionados anteriormente pela utilização de capital de terceiros; e

Planejamento: a decisão de financiamento, ou seja, os custos de capital e prazos associados a determinado projeto ou período de exercício, é essencial para que o planejamento e previsão dos fluxos de caixa envolvidos sejam executados mais facilmente;

2.1 Tipos de Capital

O termo capital é muito amplo e permite várias interpretações. Neste trabalho o termo “capital” está enquadrado no sentido monetário, ou seja, todos os recursos financeiros necessários a operação da empresa.

Segundo Gitman (2002), capital são todos os fundos a longo prazo da empresa. Todos os itens constantes do lado direito do balanço da empresa, com exceção dos passivos circulantes, são fontes de capital. O balanço simplificado abaixo indica a divisão do financiamento a longo prazo da empresa em capital próprio e capital de terceiros.

Quadro 1 – Balanço Patrimonial

BALANÇO PATRIMONIAL	
ATIVOS	PASSIVOS CIRCULANTES
	EMPRÉSTIMOS A LONGO PRAZO
	PATRIMONIO LIQUIDO AÇÕES PREFERENCIAIS AÇÕES ORDINARIAS LUCROS RETIDOS

Fonte: Gitman (2002)

Shinohara (2002) refere-se a capital, como todo o caixa investido nos ativos da empresa, não importando a fonte, classificação contábil ou propósito.

2.1.1 Capital de Terceiros

O capital de terceiros representa o endividamento contraído pela empresa junto a fontes de financiamento que não os acionistas da empresa. Ele apresenta como principais características o custo relativamente baixo e o benefício fiscal.

Segundo Shinohara (2002) há diversas formas através das quais o endividamento pode incrementar a performance da empresa elevando o seu valor intrínseco. Uma dessas formas refere-se ao benefício fiscal oriundo do uso de capital de terceiros em detrimento ao capital próprio para financiar investimentos/projetos. Suponha, por exemplo, uma empresa que decide substituir parte de seu capital próprio por capital de terceiros. A quantidade total de capital empregada no negócio não irá mudar e o retorno exigido pelos investidores (acionistas e outros financiadores) também não se alterará (já que o risco assumido é o mesmo), todavia o custo de capital próprio implícito é substituído por uma despesa financeira explícita, a qual é dedutível do imposto de renda. O resultado desta decisão é uma adição de valor às ações da empresa, em quantia equivalente ao valor presente da economia de impostos (ou benefício fiscal).

2.1.1.1 Os benefícios da utilização de capital de terceiros

A devida proporção de capital na empresa é algo que não existe, ainda, uma fórmula que meça qual proporção ideal de capital próprio e de terceiros em sua estrutura. No entanto podemos evidenciar alguns benefícios na utilização de capital de terceiros.

- a) Os acionistas possuem diversas formas de restringir o fluxo de caixa livre de seus administradores financeiros. Uma delas é mudar a estrutura de capital, de forma que o capital de terceiros seja preponderante. Isso faz com que os administradores tornem-se mais disciplinados, porque terão a responsabilidade de gerar um resultado operacional que seja suficiente para cobrir as despesas com juros, caso contrário poderão levar a empresa a falência e conseqüentemente perder seu emprego e manchar sua imagem no mercado.
- b) O uso de endividamento facilita a concentração da propriedade nas mãos das pessoas mais capazes de afetar o valor: os gerentes e os empregados; isso é benéfico no sentido que diminui a pressão sobre estas pessoas para criar muito mais valor, já que o custo de capital próprio (retorno exigido pelos acionistas) é maior que o custo de capital de terceiros (juros de dívida);
- c) Outra vantagem do endividamento reside no fato de que o desejo de pagar a dívida freqüentemente estimula a venda de ativos ou negócios, os quais normalmente não são os melhores destinos a empregar capital. Desse modo, os recursos são dirigidos ao seu melhor uso; e
- d) A última razão é de origem psicológica; endividamento cria a ilusão de stress financeiro, muito embora seja essencial e saudável para o negócio. Desse modo, cria-se, conseqüentemente, um senso de urgência benéfico para criar valor, direcionando eficientemente os recursos disponíveis.

2.1.2 Capital Próprio

O capital próprio consiste de fundos a longo prazo, fornecidos pelos proprietários da empresa, os acionistas. Diferentemente dos fundos tomados em empréstimos que precisam ser reembolsados numa data pré-determinada, espera-se que o capital próprio permaneça na empresa durante um período de tempo indefinido. As duas fontes básicas de capital próprio para empresa são (1) ações preferenciais e (2) ações ordinárias, que incluem os lucros retidos.

2.2.1 Risco Operacional

O risco operacional ou do negócio está relacionado a atividade da empresa. Para Gitman (2002) o risco operacional é definido como o risco da empresa ser incapaz de

cobrir seus custos operacionais. Esse tipo de risco, varia entre empresa, independentemente de seus ramos de negócio, e não é afetado pelas decisões de estrutura de capital. Portanto quanto maior for o risco operacional da atividade, mais cuidadosa deve ser a empresa ao estabelecer sua estrutura de capital. Diante disso, empresas que optam por não utilizar capital de terceiros em sua estrutura, maximizam o risco operacional para os seus acionistas.

2.2.2 Risco Financeiro

Enquanto a estrutura de capital é definida em função do risco operacional que a empresa apresenta, com o risco financeiro acontece o oposto. Segundo Gitman (2002) o risco financeiro pode ser definido como o risco que a empresa corre em não conseguir cobrir seus compromissos financeiros assumidos. Dessa forma verifica-se que a decisão de captar recursos externos cabe aos acionistas e conseqüentemente o risco financeiro destas operações também.

Uma empresa com elevada proporção de capital de terceiros incorre em maior risco financeiro e vice-versa. Essas decisões afetam o retorno sobre o investimento, pois normalmente a opção por financiar-se com capital de terceiros, acontece quando a empresa gera um retorno operacional maior que o custo do capital de terceiros. Quando isso acontece, quanto mais a empresa se endividar, maior será seu retorno sobre investimento. Porém isso pode ser uma decisão de alto risco, pois se acontece algo inesperado, como por exemplo um atentado terrorista que abale as bolsas do mundo todo, essa empresa terá grandes despesas com juros para cobrir e como ela depende de sua atividade para saldar esses compromissos, provavelmente ela não irá conseguir e pode ir à falência.

2.3 Teoria da Estrutura de Capital

Por muito tempo a administração financeira não conseguiu definir um modelo de Estrutura de Capital que maximizasse o valor da empresa. Desde Modigliani e Miller (1958) até os dias de hoje, foram realizados muitos estudos teóricos e empíricos em relação a esse tema, sendo que a questão mais importante referente à maioria dos modelos teóricos está relacionada a entender melhor que fatores controláveis ou não controláveis explicam de forma mais relevante a forma como as empresas compõem a sua estrutura de capital, visando o objetivo da maximização da riqueza dos acionistas.

2.3.1 O Modelo de Modigliani e Miller

Até 1958, a teoria da estrutura de capital não era contemplada por estudos científicos. Eram afirmações baseadas na prática, mas que não apresentavam fundamentação teórica. Em 1958 Modigliani e Miller, representados por MM daqui por diante, abordaram o assunto de forma científica e rigorosa, e hoje, suas publicações são consideradas como o mais influente conjunto de documentos financeiros publicados a respeito do assunto.

Para entendermos o modelo proposto por MM, é necessário conhecermos os seguintes pressupostos estabelecidos por eles, embora alguns foram atenuados mais tarde:

1. Não há impostos de pessoa física nem de pessoa jurídica.
2. O risco do negócio pode ser medido pelo σ_{EBIT} e as empresas com o mesmo grau de risco são conhecidas por estarem em uma classe de risco homogênea.
3. Todos os investidores, atuais e potenciais, tem estimativas idênticas do Lucro Operacional (EBIT) futuro de cada empresa; isto é, os investidores têm expectativas homogêneas sobre os lucros futuros esperados da empresa e o risco desses lucros.
4. As ações e os títulos de dívida são negociados em mercados de capitais perfeitos. Esse pressuposto implica, entre outras coisas, (a) que não há custos de corretagem e (b) que os investidores (tanto individuais como institucionais) podem tomar empréstimos à mesma taxa que as empresas.
5. A dívida das empresas e dos indivíduos é sem risco, de forma que a taxa de juros sobre toda a dívida é a taxa livre de risco. Além disso, essa situação mantém-se independentemente de quanta dívida que uma empresa utiliza.
6. Todos os fluxos de caixa são perpetuidades; isto é, todas as empresas esperam crescimento e continuidade.

O modelo proposto por MM é composto de duas proposições, sendo elas analisadas num ambiente com ou sem impostos. A primeira diz que uma empresa não pode alterar o valor total de seus títulos (e, portanto, o próprio valor da empresa) simplesmente mudando as proporções de uso de capital (de terceiros ou próprio) em sua estrutura de capital. Em síntese, pode-se dizer que a política de financiamento da empresa é irrelevante, para um ambiente sem impostos. Para MM o valor de qualquer empresa é estabelecido pela capitalização de seus lucros operacionais líquidos esperados a uma taxa constante que se baseia na classe de risco da empresa.

A proposição II de MM, para um ambiente sem impostos diz que o índice de endividamento, elevado ou baixo, na empresa pode ser compensado pelo endividamento da pessoa física (endividamento pessoal). Supõe-se, para que esse resultado proceda, que os indivíduos possam tomar emprestado a uma taxa de juros idêntica às taxas de pessoas jurídicas. Assim é a proposição MM II, para um ambiente sem impostos:

$$r_s = r_o + B/S (r_o - r_b)$$

Modigliani e Miller afirmam, portanto, que a taxa de retorno (ou entendido de outra forma, o custo do capital próprio (r_s)) varia proporcionalmente ao nível de endividamento (B/S); r_b é a taxa de retorno (o custo) do capital de terceiros; e r_o , o custo de capital de uma empresa sem capital de terceiros. A intuição econômica é de que o risco do capital próprio deve ser maior quando a empresa endivida-se, pois passam a existir credores a serem pagos (ou aumenta o seu número, no caso de a empresa já estar endividada).

Juntas as duas proposições de MM implicam que a inclusão de mais dívida na estrutura de capital não aumentará o valor da empresa, pois os benefícios da dívida mais barata serão exatamente compensados por um aumento no risco e, portanto no custo de seu capital próprio. Assim, MM argumentam que em um mundo sem impostos, tanto o valor de uma empresa como seu custo de capital não seriam afetados por sua estrutura de capital.

Ao se adicionar os impostos na proposição I de MM, acontece o contrário: a estrutura de capital passa a ser relevante e afeta o valor da empresa. Tem-se que:

$$V_t = V_u + T_c B$$

Essa equação diz que V_t , o valor quando se utiliza tanto capital próprio quanto de terceiros, é diretamente proporcional ao total de endividamento (B). A novidade deve-se à alíquota de imposto média (T_c). A consideração da existência de impostos aproxima a teoria de Modigliani e Miller das evidências empíricas. A mecânica de atuação dos impostos justifica-se, pois os juros devidos aos credores (por uso de capital de terceiros – B) são considerados despesas e podem ser deduzidos do lucro antes da tributação, fato que não se dá com a remuneração do capital próprio, ou seja, os dividendos. Tem-se dessa forma, forte incentivo ao uso de capital de terceiros.

O mesmo acontece ao adicionar os impostos à proposição MM II, pois a taxa de retorno do capital próprio (r_s) ainda varia proporcionalmente ao nível de endividamento (B/S). Existe, contudo, um fator de redução nessa proporcionalidade igual a $(1-T_c)$, como mostra a equação abaixo:

$$r_s = r_0 + B/S (r_0 - r_b) (1 - T_c)$$

Mesmo com a inclusão de impostos persiste ainda a incoerência entre as proposições de Modigliani e Miller e a evidência empírica. Para os autores, as empresas devem usar tanto capital de terceiros (B) quanto possível. Como essa situação não é verificada na prática, deve-se buscar uma justificativa para o limite ao uso de capital de terceiros, pois, empiricamente, as empresas usam níveis moderados de endividamento.

Uma explicação para o uso limitado de capital de terceiros pode ser feita a partir da análise dos custos de falência ou custos de dificuldades financeiras, que podem ser segmentados em custos diretos, como despesas judiciais e administrativas da situação falimentar ou concordatária, e custos indiretos, como a redução da capacidade de operação da empresa e os custos de agenciamento. A possibilidade de falência afeta negativamente o valor da empresa, mas não é o risco da falência em si que exerce essa influência, e sim os custos a ela associados. Em síntese, os custos de falência e a impossibilidade de eliminá-los por completo levam ao uso moderado de capital de terceiros e à determinação de um nível ótimo de endividamento (B), ou seja, caso se trace um gráfico da relação entre o valor da empresa e o uso de capital de terceiros, este tem o formato de uma parábola com a concavidade voltada para cima.

2.4 Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

Quando se quer avaliar o custo de capital de uma companhia, cuja estrutura de capital é formada tanto por capital próprio quanto de terceiros, o melhor método a ser empregado é o WACC (Weighted Average Cost of Capital ou Custo Médio Ponderado de Capital). O WACC baseia-se no custo líquido de cada componente, ou seja, os efeitos decorrentes de impostos são considerados (por exemplo, como foi visto anteriormente, os juros oriundos de empréstimos contraídos junto a terceiros reduzem o imposto de renda, à medida que reduzem o resultado da empresa), pois constituem uma despesa de caixa para a empresa.

Este método é especialmente apropriado para seleção de projetos/investimentos quando do orçamento de capital; isso porque as proporções de capital próprio e de terceiros

que irão financiar diferentes projetos podem diferir e o custo de capital deveria ser baseado no investimento específico.

O WACC pode assim ser calculado:

$$WACC = k_d \times (1 - T) \times (D/C) + k_e \times (E/C)$$

Onde,

k_d = (*cost of debt*) custo de capital de terceiros após impostos em dólares

k_e = (*cost of equity*) custo de capital próprio em dólares americanos

D/C = Capital de Terceiros/Capital Total (a valores de mercado)

E/C = Capital Próprio/Capital Total (a valores de mercado)

T = imposto; efeito “dedução de Imposto de Renda”

2.5 Estrutura de Capital e Usos

Conforme citado anteriormente a estrutura de capital irá depender de vários fatores. Normalmente a estrutura é definida em função do risco do negócio ou financeiro, levando em consideração a melhor relação entre custo de capital e custo de oportunidade. Diante disso o objetivo dos administradores financeiros, será sempre manter um estrutura de forma que ela maximize o valor da empresa ao menor custo médio ponderado de capital.

2.5.1 Estrutura de Capital Ótima

Se os custos de capital (próprio e de terceiros) permanecessem constantes, e considerando o benefício fiscal oriundo de endividamento, o ideal seria compor a estrutura de capital da empresa apenas com capital de terceiros, isto é, financiar todos os ativos da empresa com dívidas. Entretanto, isto não é possível na realidade. Assim, é imprescindível, quando do uso crescente de capital de terceiros em detrimento de capital próprio, recordar a proposição II de Modigliani-Miller, que argumenta que o retorno esperado do capital próprio é diretamente associado ao endividamento, pois o risco do capital próprio se eleva com o endividamento. Isto é facilmente verificado através da seguinte equação:

$$r_s = r_0 + B/S(r_0 - r_d)$$

Nota-se que a equação acima mostra que o retorno exigido do capital próprio é uma função linear do quociente entre capital de terceiros e capital próprio. Examinando a equação, percebe-se ainda, que se r_0 for superior à taxa de juros r_d (ou custo de capital de

terceiros), então o custo do capital próprio crescerá na mesma proporção do quociente capital de terceiros/capital próprio, B/S. Isso ocorre porque a possibilidade de falência exerce um efeito negativo sobre o valor da empresa, apesar de que não é o risco de falência em si que reduz o valor, mas sim, os custos associados à falência que produzem perda de valor, ou mais genericamente, os custos de dificuldades financeiras. Tais custos englobam custos diretos de dificuldades financeiras (como as despesas judiciais e administrativas de liquidação ou concordata), custos indiretos de dificuldades financeiras (como a redução da capacidade de operação) e custos de agency (aqui, referem-se aos custos associados aos conflitos de interesses entre acionistas e credores).

Estes custos contribuem para a elevação do custo de capital da empresa e portanto, há um estímulo para que a empresa elimine tais custos; porém, pode-se somente reduzi-los e não eliminá-los, por meio de cláusulas protetoras, consolidação das dívidas ou outro instrumento de garantia de idoneidade dos administradores financeiros, já que a eliminação por completo destes necessitaria de diversos outros instrumentos que por sua vez são custosos, até o ponto em que os custos associados a estes instrumentos não compensariam as economias proporcionadas pelos mesmos.

GITMAN (2002) apresenta alguns fatores a serem considerados quando do estabelecimento da estrutura de capital da empresa:

Risco operacional: a estabilidade da receita e o fluxo de caixa apresentados pela empresa influenciam na escolha da estrutura de capital adequada para a mesma, à medida que a capacidade para cumprir com as obrigações assumidas com o uso de recursos de terceiros será mais facilmente calculada;

Custos de agency: obrigações contratuais, preferências da administração e instrumentos de controle limitam o tipo de financiamento e a quantidade envolvida, afetando, portanto, a estrutura de capital da organização; e

Informações assimétricas: Informações referentes à avaliação externa do risco, afetam a captação de recursos de terceiros, à medida que as classificações de risco podem variar de credor para credor, além do contexto econômico que pode prejudicar a obtenção de financiamento junto a fontes de recursos de terceiros.

Além disso, vale ressaltar que a estrutura de capital ótima deve levar em consideração a questão do risco operacional e financeiro. Empresas com alto risco

operacional, ou seja, do negócio, provavelmente terão uma estrutura de capital ótima com maior proporção de capital de terceiros, devido ao seu baixo custo em relação ao capital próprio.

No sentido de ilustrar um modelo de estrutura de capital ótima, vejamos o seguinte raciocínio: Segundo Gitman (2002), geralmente o valor de uma empresa é maximizado quando o custo de capital é minimizado. Com base nisso podemos definir o valor de uma empresa, V, conforme equação abaixo:

$$V = \frac{\text{LAJIR} \times (1-T)}{K_a}$$

Onde:

V = Valor da empresa

LAJIR = Lucro antes dos juros e imposto de renda

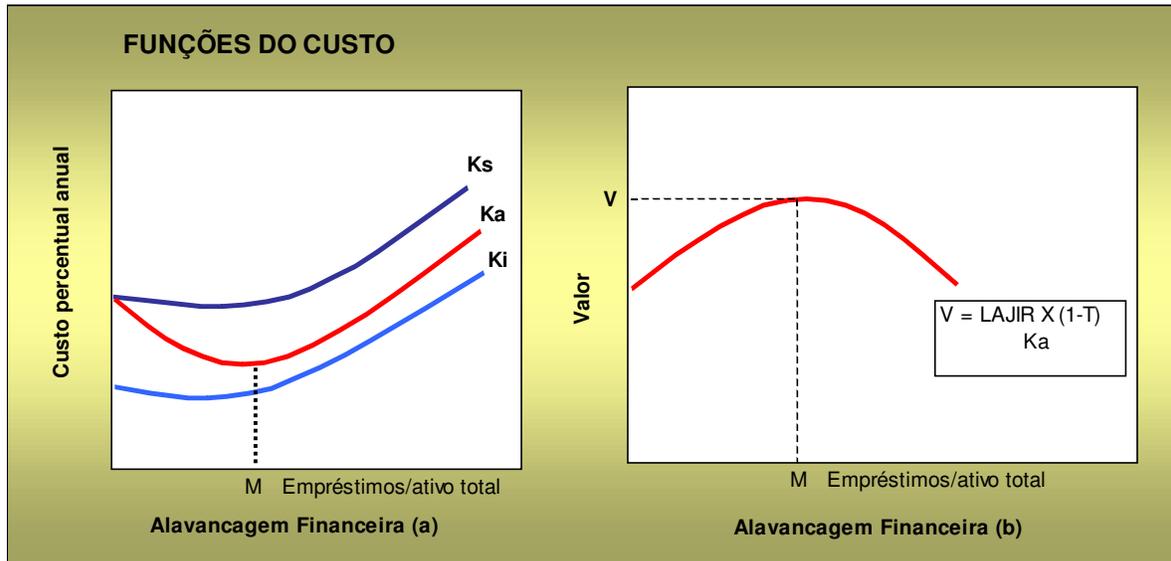
T = Alíquota de imposto de renda

K_a = Custo Médio Ponderado de capital

Evidentemente, supondo-se que o LAJIR seja constante, o valor da empresa, V, está maximizado pela minimização do custo médio ponderado de capital, K_a.

A questão da estrutura ótima de capital envolve três funções do custo de capital. O custo do empréstimo depois dos impostos (K_i) que constitui-se de menor custo devido ao benefício da dedução dos impostos (os juros são despesas dedutíveis no cálculo do imposto de renda). O custo do capital próprio (K_s) que torna-se mais caro devido ao seu risco e ao retorno exigido pelos acionistas. E por fim o custo médio ponderado de capital (K_a) que resulta do custo médio ponderado de capital do custo dos empréstimos e o custo do capital próprio. Dessa forma, supondo que uma empresa seja constituída somente por capital próprio, o seu custo médio ponderado de capital declina a medida que permuta-se em sua estrutura capital próprio por capital de terceiros (empréstimos).

Figura 1 – Funções do Custo



Fonte: Gitman(2002)

De acordo com o gráfico, e partindo do pressuposto que a estrutura de capital ótima é aquela que maximiza o valor da empresa ao menor custo médio ponderado de capital, inferimos que no ponto M encontra-se a estrutura de capital ótima para empresa analisada na figura 2.

Como foi citado anteriormente, sabe-se que não há um modelo de determinação de estrutura de capital ótima que funcione para todas empresas. Diante a dificuldade de se estabelecer um ponto M exato, as empresas geralmente tentam operar num intervalo que as aproxima do que elas acreditam ser a estrutura ótima de capital.

2.6 Valor Econômico Agregado (VEA)

O conceito de Valor Econômico Agregado (VEA) foi criado pela empresa de Consultoria Stern Stewart & Co, e resgata a antiga idéia do Lucro Econômico. De acordo com Stewart (1990), VEA “é a medida de lucro residual que subtrai o custo de capital dos lucros operacionais gerados nos negócios”. Isso implica dizer que a empresa auferir lucro apenas depois da remuneração do capital empregado pelo seu custo de oportunidade. Logo, uma empresa que possui um lucro contábil positivo não necessariamente está agregando valor aos seus acionistas.

Em seu artigo, Shand(2000) diz que o VEA “mede o verdadeiro lucro econômico de uma corporação. O objetivo do VEA é entender quais unidades de negócios melhor alavancam seus ativos para gerar retornos e maximizar o valor dos acionistas”.

Os gestores devem estar atentos ao fato de que gerar lucros contábeis por si só não necessariamente agrega valor para os acionistas. É importante que haja uma destinação de recursos para investimentos que gerem efetivo valor na ação da empresa. Neste contexto, o VEA é um instrumento que se propõe a medir a criação ou a destruição de valor centradas num determinado período. Sua base de cálculo é o lucro operacional líquido da empresa, menos o custo do capital investido, que se expressa como o custo de oportunidade do acionista. Se este estivesse aplicando seus recursos em outras alternativas. Em um orçamento, os gestores devem estar atentos à delimitação das atividades para que haja uma agregação de valor.

O VEA não é apenas mais uma forma de somar custos e calcular lucro. Dentre os pontos citados por Ehrbar (1999), dois deles mostram a importância do VEA para planejamento e controle financeiro:

- “uma estrutura que empresas poderão utilizar para comunicar suas metas e realizações a investidores, e que investidores poderão utilizar para identificar empresas com perspectivas de desempenho superior;
- mais importante, um sistema interno de governança corporativa que motiva todos os gerentes e funcionários a trabalharem de forma cooperativa e entusiasmada para alcançarem o melhor desempenho possível”.

Pode –se visualizar que o conceito de VEA é uma medida fundamental para criação de valor. É uma ferramenta que ajuda a formular estratégias e também é utilizada para gerenciar a performance financeira, fazendo com que as empresas obtenham retorno

maior do que seu custo de capital. É dentro desse contexto que o VEA passa a ser um importante instrumento de controle financeiro.

2.6.1 Cálculo do VEA

De acordo com NAKAYASU (2003) O cálculo do VEA pode ser determinado na seguinte fórmula:

$$\text{VEA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} \times \text{CAPITAL}$$

Onde:

NOPAT: Lucro Operacional Líquido depois do imposto, em que as despesas financeiras não estão incluídas.

WACC: Custo médio ponderado de capital

Capital: É o capital investido, tanto o capital próprio como o capital de terceiros.

Nessa fórmula, pode –se ver que o VEA é o lucro residual, isto é, Lucro Operacional Líquido após o imposto menos o custo de capital empregado no investimento. Nesse instante torna-se importante esclarecer que a medida clássica de *resultado residual* utilizada pela contabilidade, para avaliação de desempenho de divisões como da empresa, não contempla o custo do capital próprio em sua elaboração. Somente o custo de capital de terceiros integra seu cálculo. A introdução do VEA para avaliação interna de desempenho de setores da empresa aconteceu em momento recente.

De acordo com Marques (2004) as medidas que expressam a taxa de retorno do capital empregado são irrelevantes na criação de valor para empresa. Existem três situações onde podemos visualizar claramente a geração de valor para o acionista:

- a) Melhoria da eficiência operacional, ou seja, a empresa consegue elevar seu lucro operacional sem demandar nos investimentos.
- b) Alcance de crescimento produtivo – através de um novo projeto de investimento, a empresa eleva sua produção de forma que ela melhora seu resultado operacional ao ponto de elevar o valor econômico da entidade. É válido ressaltar que pode acontecer da empresa apresentar uma taxa de retorno menor, mas por outro lado evidencia a teoria da irrelevância de Modigliani e Miller (1958) deste indicador na geração de valor.

- c) Racionalização ou abandono de negócios improdutivos – Muitas vezes existem capitais empregados em atividades ou negócios que não geram resultado. Nesse caso a simples liquidação desses ativos pode implicar em geração de valor para empresa.

2.7 Metodologia

A metodologia consiste em verificar a relação existente entre a estrutura de capital adotada pela empresa com a sua geração de valor, representada pelo indicador VEA (Valor Econômico Adicionado). Assim será utilizada o método estatístico de correlação linear para identificar, a existência ou não, de uma relação entre a estrutura de capital e o indicador VEA.

Para isso foram utilizadas todas empresas do setor têxtil do nordeste que apresentavam disponibilidade completa dos dados no período analisado. Baseado nesse critério conseguiu-se um total de 15 empresas. As empresas selecionadas para o estudo foram extraídas da Revista Balanço Anual - Gazeta Mercantil, no período compreendido entre os anos de 2001 à 2003.

Quanto aos indicadores mostrados nesse trabalho, seus cálculos se deram da seguinte forma:

PROPORÇÃO DE CAPITAL DE TERCEIROS = Endividamento Total/Passivo Total

- Endividamento Total: Passivo circulante + Exigível a Longo Prazo.
- Passivo Total: Endividamento Total + Patrimônio Líquido.

VALOR ECONOMICO ADICIONADO (VEA) = Lucro Líquido menos o custo de oportunidade indicado pelo IPCA, calculado pelo **IBGE** que é de 7,67% em 2001, 12,53% em 2002 e 9,30% em 2003.

ATIVO TOTAL: Valor declarado no balanço patrimonial reclassificando as duplicatas descontadas para o passivo.

3. ESTUDO DE CASO: O EFEITO DA ESTRUTURA DE CAPITAL NA GERAÇÃO DE VALOR DE EMPRESAS NORDESTINAS DO SETOR TÊXTIL.

3.1 Análise do Setor Têxtil

O setor têxtil no Brasil constitui-se num dos mais importantes setores da economia brasileira. A indústria têxtil brasileira participou decisivamente no processo de desenvolvimento industrial do país, devido a ter sido um dos primeiros setores industriais a serem implantados. A indústria têxtil recupera-se ainda de uma crise vivida nos últimos quatro anos. De acordo com a Associação Brasileira da Indústria Têxtil e de Confecção (Abit), apesar de um faturamento de US\$ 25 bilhões em 2004, o equivalente a 4,1% do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro, ou a 17,4% de toda a atividade industrial do País, a cadeia têxtil ainda não voltou aos patamares atingidos em 2000, quando o faturamento total dos setores de produção de fios e tecidos, somados aos confeccionados, atingiu os US\$ 45 bilhões.

O setor estrutura-se com empresas espalhadas por todo País, gerando milhões de empregos, sejam eles diretos, na fase de produção fabril, ou indiretos, na produção de matérias-primas e vários outros insumos. Destaca-se como estimulador da criação de outras indústrias, entre as quais de máquinas têxteis, de fibras artificiais e sintéticas, de embalagens, de drogas e anilinas. Embora indefinido o número de trabalhadores diretamente agregados ao processo produtivo têxtil, estima-se em aproximadamente, um milhão de pessoas. A figura abaixo ilustra a estrutura da cadeia produtiva do setor.

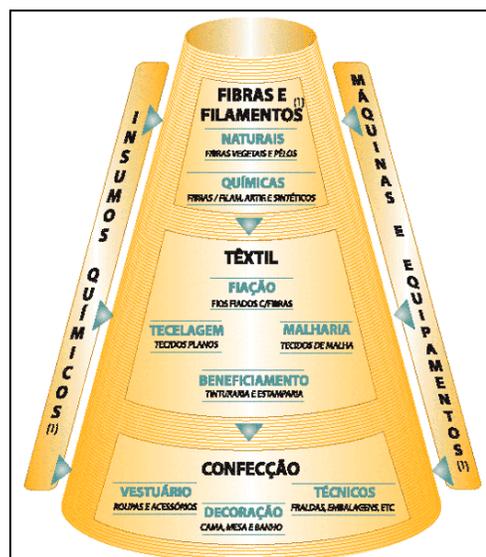
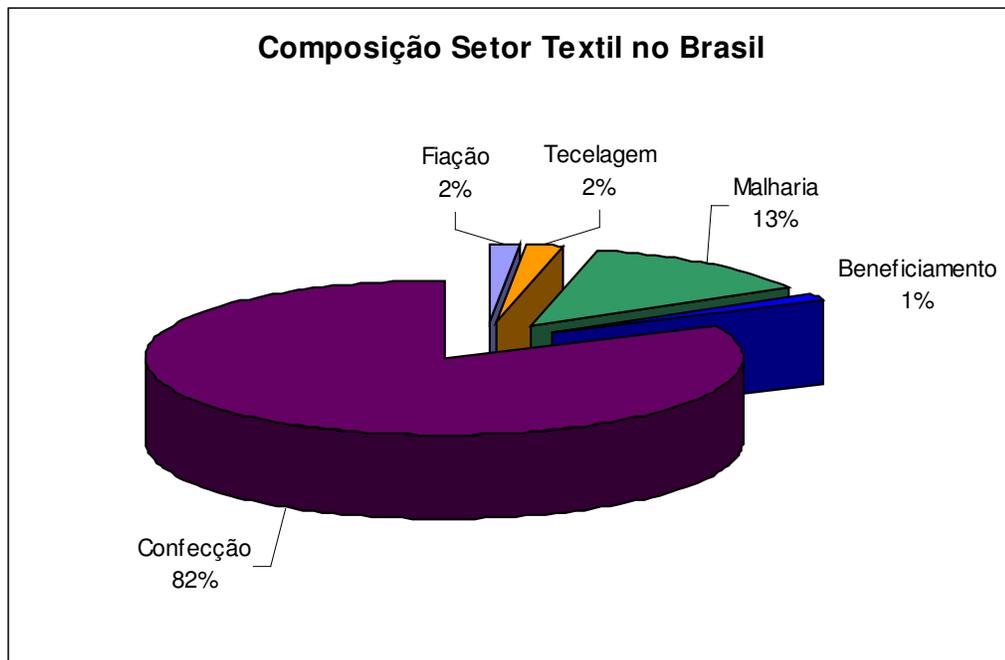


Figura 2: Estrutura da cadeia produtiva Têxtil

Fonte: Sindtêxtil

O setor têxtil no Brasil compreende os seguintes segmentos: fiação (364 empresas – 2003), tecelagem (437 empresas), malharia (2.874 empresas), beneficiamento (312 empresas) e confecção (18.060 empresas). O gráfico abaixo ilustra essa composição do setor têxtil:

Gráfico 1 – Composição Setor Têxtil no Brasil



Fonte: Abit

O setor está distribuído em três pólos no Brasil. O polo de Americana – SP caracterizado por presença expressiva de pequenas e médias empresas de produção voltada para o mercado interno; O polo do Vale do Itajaí – SC caracterizado pela presença de grandes empresas e integradas, ou seja, produzem o tecido e as confecções e ; o polo do Nordeste caracterizado pela presença de algumas grandes empresas, devido, principalmente, ao menor custo de mão-de-obra e aos incentivos fiscais.

No que concerne à propriedade do capital, o Setor Têxtil caracteriza-se por ser constituído por empresas de capital nacional, pois 91% delas pertence a brasileiros e apenas 9% são de estrangeiros.

Quanto ao comportamento o setor têxtil se caracteriza por uma forte heterogeneidade estrutural, expressão das possibilidades de operação de plantas industriais com distintos níveis tecnológicos, bem como da natureza do processo produtivo.

O segmento de pequenas e médias empresas no Setor Têxtil, como vimos é uma característica marcante deste setor. Na área têxtil, como um todo, esta participação atinge 90% do número de empresas; no segmento de fiação e tecelagem esta participação é de 83% e na malharia de 96%. Convém ressaltar que algumas fases do processo têxtil, apenas grande e médias empresas detém, entre elas está o enobrecimento de tecidos e malhas, que exige elevados investimentos e grande conhecimento técnico.

Os mecanismos de concorrência mais adotados pelas empresas relaciona-se predominantemente com as estratégias de comercialização (exportação, regionalização, especialização) e com a integração vertical das atividades, e menos com a adoção agressiva de inovações técnicas.

Os gastos com pesquisa e desenvolvimento realizados pelas empresas do setor têxtil, são reduzidos quando comparados com os realizados por indústrias de outros setores. Isto significa que as inovações tecnológicas na área têxtil são de natureza incremental (não alteram fundamentalmente o processo de fabricação), e são geradas predominantemente em outros setores industriais.

A microeletrônica possui, atualmente, um amplo espectro de aplicação em todos os setores industriais, nos mais diversos níveis, e na área têxtil propicia um aumento no controle sobre o processo de produção, devido a sua maior capacidade de gerar, armazenar e analisar informações.

De acordo com SENAI (Serviço Nacional de Aprendizagem Industrial) pode estar sendo inaugurado, definitivamente, um novo estágio de mecanização na área têxtil, onde o próprio equipamento detecta o erro, procede a correção, registra o fenômeno e dá continuidade ao processo. Estudos realizados pelo SENAI com base na inferência estatística, através de um grupo de empresas do setor têxtil nacional e tomando como parâmetros inovações tecnológicas, constatou que as empresas mais modernizadas encontram-se no Ceará. Isto decorre da modernização de suas fiações. Verifica-se também uma distribuição mais uniforme em Santa Catarina, onde empresas estão se inovando.

Entre os motivos que conduziram a implantação das inovações pesquisadas, os mais apontados foram: aumento da produtividade, melhoria da qualidade dos produtos e redução de custos de produção, sendo que o segundo destaca-se como relevante na implantação de dispositivos microeletrônicos.

As empresas apontaram também os motivos restritivos da difusão de tecnologia no setor: alto custo, dificuldades de importação de equipamentos e peças de reposição e oferta limitada de equipamentos no mercado interno.

Ao focalizar exclusivamente o setor têxtil vestuário, observa-se uma elevada taxa de crescimento das pequenas e microempresas, especialmente nos últimos cinco anos, concentrando-se na confecção. Embora os dados sejam escassos, estima-se que 80% do total destas empresas seja de pequeno porte, sendo que 40 a 50% trabalham informalmente, configurando a chamada economia informal.

A proliferação das pequenas empresas, no setor da confecção, tem como motivo principal o menor investimento necessário, bem como a tecnologia de amplo domínio, se comparado com o sub-setor de fiação e tecelagem.

O setor apresenta alguns fatores risco. Um deles é o fato dele ser pulverizado e concorrencial, sendo que a maioria das empresas atuantes no setor são de pequeno porte e de gestão familiar, dificultando assim a adoção de técnicas modernas de administração e controle. Os outros referem-se a dependência do nível de renda da população e a matéria-prima importada e ligada à cadeia petroquímica que tem os preços dolarizados.

3.2 Comércio Internacional

Entre 1995 e 2000, o comércio internacional de confecções cresceu 5,9% ao ano, enquanto o de produtos têxteis aumentou 2,6% anualmente. As transações considerando todos os produtos da cadeia avançaram à taxa anual de 4,6% no período, em termos globais. Em 2000, o comércio mundial de produtos têxteis atingiu US\$ 126,1 bilhões e o de confecções, US\$ 165,5 bilhões.

Apesar dos países em desenvolvimento dominarem as exportações do setor têxtil e de confecções – respectivamente 60% e 78% do total mundial em 2000 – o Brasil desempenha papel praticamente irrelevante nesse mercado.

As vendas externas brasileiras de artigos têxteis foram de US\$ 900 milhões em 2000, o que equivale a 0,71% do total global. As exportações de confecções atingiram US\$

282 milhões, ou 0,17% da soma de todos os países. As importações brasileiras, no mesmo ano, foram de US\$ 1,1 bilhão em têxteis e US\$ 185 milhões em confecções.

Os países asiáticos são os maiores exportadores do ramo para os Estados Unidos e a União Européia. Em 2000, 49% dos produtos têxteis e 55% dos artigos de confecção comprados pelos americanos vieram da Ásia. No mercado europeu a proporção foi de 47% e 53%, respectivamente. A participação brasileira nesses dois mercados é irrisória. Em 2000, o país respondeu por 0,15% das importações de produtos têxteis feitas pelos Estados Unidos – segundo maior comprador mundial, com US\$ 15,7 bilhões movimentados, ou 1,5% do total mundial. Das aquisições de têxteis feitas no exterior pela União Européia, 0,56% eram provenientes do Brasil, fatia que cai a 0,07% no segmento de confecções.

Contudo, o desempenho do setor têxtil brasileiro no comércio exterior, onde compete com países de maior tradição, proporcionando uma geração líquida de divisas das mais significativas de todo o setor industrial, cerca de um bilhão de dólares anuais, realça ainda mais sua importância no cenário econômico nacional.

Tabela 1 – Balança Comercial do Setor Têxtil no Brasil – 1975 –2000 (US\$ milhões)

ANO	EXPORTAÇÃO	IMPORTAÇÃO	SALDO
1975	535	114	421
1980	916	120	796
1985	1.001	72	929
1990	1.248	463	785
1991	1.382	569	813
1992	1.491	535	956
1993	1.382	1.175	207
1994	1.403	1.323	80
1995	1.441	2.286	-845
1996	1.292	2.310	-1.018
1997	1.267	2.416	-1.149
1998	1.113	1.923	-810
1999	1.010	1.443	-433
2000	1.222	1.606	-384

Fonte: Abit

Conforme pode-se observar na tabela acima, o Brasil participa neste mercado com uma fatia de aproximadamente 1%, algo em torno de US\$ 1,3 bilhões. As quinhentas

maiores empresas do setor exportam 20 a 25% de sua produção, sendo que o restante é vendido no mercado interno, cujo maior consumidor é a região sudeste.

O aumento das importações a partir de 1993, chegando a mais de US\$ 2 bilhões em 1995 provocou o déficit na balança comercial. Isso provocou a falência de muitas pequenas brasileiras, visto que não podiam competir com os preços das multinacionais. Diante esse contexto foi que em 1996 o governo federal tomou algumas medidas para reverter esse quadro, dentre as quais a portaria 201, de 10 de agosto de 1995, que elevou a alíquotas de importação de 18% para 70%, tendo isso vigorado até 27 de abril de 1996. Apesar do curto período de vigência, a portaria provocou significativa redução nas importações.

3.3 Análise do dados

A primeira etapa desta análise foi verificar o comportamento da proporção de capital de terceiros na estrutura de capital das empresas da amostra.

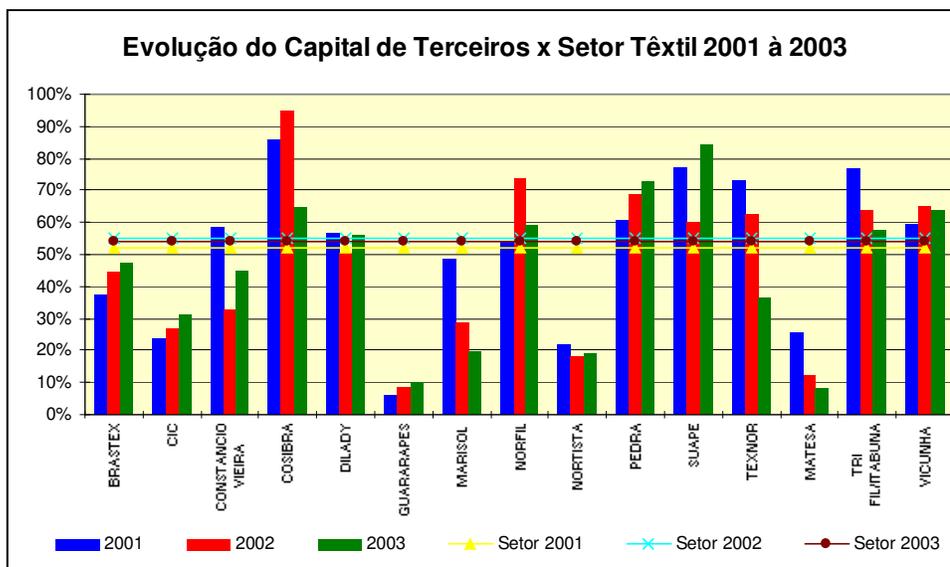
Tabela 2 – Proporção do Capital de Terceiros

PROPORÇÃO CAPITAL TERCEIROS			
EMPRESA	2001	2002	2003
BRATESTX	37%	44%	48%
CIC	24%	27%	32%
CONSTANCIO VIEIRA	58%	33%	45%
COSIBRA	86%	95%	64%
DILADY	56%	51%	56%
GUARARAPES	6%	8%	10%
MARISOL	48%	29%	20%
NORFIL	54%	74%	59%
NORTISTA	22%	18%	19%
PEDRA	61%	69%	73%
SUAPE	77%	60%	84%
TEXNOR	73%	63%	36%
MATESA	26%	12%	8%
TRI FIL/ITABUNA	77%	64%	58%
VICUNHA	59%	65%	64%
ACUMULADO SETOR	52%	55%	54%

Fonte: Balanço Anual da Gazeta Mercantil

O gráfico abaixo mostra a evolução do capital de terceiros nas empresas analisadas e compara com a média de utilização de capital de terceiros no setor.

Gráfico 2 – Evolução do Capital de Terceiros x Setor Têxtil



Fonte: Balanço Anual da Gazeta Mercantil

A partir da tabela e do gráfico identificamos os seguintes resultados:

- 53% das empresas da amostra apresentam em média uma proporção maior de capital de terceiros em sua estrutura de capital;
- Algumas empresas parecem utilizar-se de capital de terceiros de acordo com a oportunidade ou necessidade, ou seja, não apresentam uma estratégia clara quanto a estrutura de capital. Essa situação pode ser verificada em 4 empresas da amostra (CONSTANCIO VIEIRA, COSIBRA, NORFIL e SUAPE), pois, no período analisado, a proporção de capital de terceiros não apresenta uma seqüência lógica. Por outro lado 9 empresas parecem ter adotado algum tipo de estratégia quanto a estrutura de capital a utilizar no período de análise. Dessas nove empresas, cinco (MARISOL, NORTISTA, TEXNOR, MATESA e TRI FIL/ITABUNA) optaram por reduzir gradativamente a proporção de capital de terceiros, enquanto quatro (BRATEST, CIC, GUARARAPES e PEDRA) optaram por aumentar a participação de capital de terceiros em sua estrutura de capital. Mais adiante veremos o impacto dessas estratégias nos principais indicadores de desempenho dessas empresas.
- Em relação a média de utilização de capital de terceiros do setor, verifica-se que cinco empresas (COSIBRA, PEDRA, SUAPE, TRIL FIL e VICUNHA) mantiveram sua estrutura de capital de terceiros sempre acima da média.

A Segunda etapa do trabalho foi realizar uma análise da geração de valor das empresas selecionadas. O indicador de geração de valor utilizado no trabalho foi o VEA, conforme abordado no item 2.6 deste trabalho.

No entanto, apesar das empresas serem do mesmo setor, identificou-se que elas diferem-se umas das outras pelo tamanho de seu Ativo e Patrimônio Líquido. Como forma de minimizar essa diferença e trazer todas a mesma base de análise, criou-se um indicador que analisa o VEA gerado em relação ao ativo total de cada empresa. Esse indicador mostra a eficiência da empresa na utilização de seus ativos na geração de valor para empresa. A análise do VEA isoladamente não mostra a eficiência, pois é possível a empresa apresentar um valor significativo de VEA e este corresponder a apenas 1% de seus ativos. Dessa forma, pode –se considerar baixa a geração de valor. A tabela a seguir mostra o resultado desse indicador.

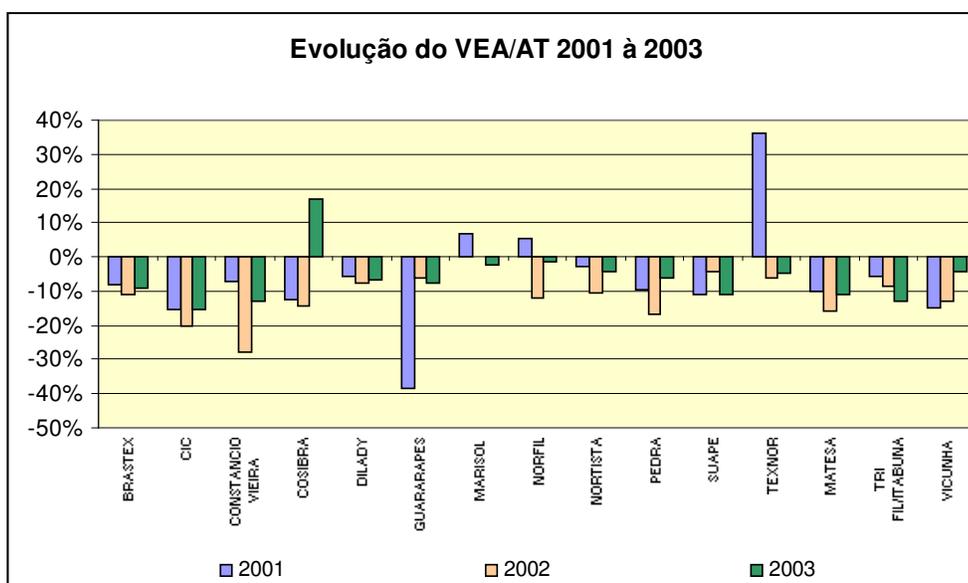
Tabela 3 – Geração de Valor em Relação ao Ativo Total

PROPORÇÃO VEA/AT			
EMPRESA	2001	2002	2003
BRASTEX	-8%	-11%	-9%
CIC	-15%	-20%	-15%
CONSTANCIO VIEIRA	-7%	-28%	-13%
COSIBRA	-13%	-14%	17%
DILADY	-6%	-8%	-7%
GUARARAPES	-39%	-6%	-8%
MARISOL	7%	0%	-2%
NORFIL	6%	-12%	-1%
NORTISTA	-3%	-10%	-4%
PEDRA	-10%	-17%	-6%
SUAPE	-11%	-4%	-11%
TEXNOR	36%	-6%	-5%
MATESA	-10%	-16%	-11%
TRI FIL/ITABUNA	-6%	-8%	-13%
VICUNHA	-15%	-13%	-4%

Fonte: Balanço Anual da Gazeta Mercantil

O gráfico abaixo mostra a evolução do indicador VEA em relação ao ATIVO TOTAL.

Gráfico 3 – Evolução do VEA/AT



Fonte: Balanço Anual da Gazeta Mercantil

A partir do gráfico identifica-se a baixa geração de valor do setor. Apenas 4 empresas geraram valor, sendo três delas no ano de 2001 e uma em 2003.

Após a realização dessas duas etapas, partiu-se para o cálculo das correlações lineares entre a proporção de capital de terceiros e o indicador VEA. A partir disso, obteve-se os seguintes indicadores de correlação, conforme tabela a seguir:

Tabela 4 – Resultado da Correlação entre a Proporção de Capital de Terceiros e VEA/AT

EMPRESA	CORREL
COSIBRA	-0,9901
NORFIL	-0,9696
SUAPE	-0,9474
BRATEST	-0,5052
CIC	0,0304
GUARARAPES	0,1103
MATESA	0,4498
CONSTANCIO VIEIRA	0,4625
NORTISTA	0,7033
DILADY	0,8566
TRI FIL/ITABUNA	0,8872
PEDRA	0,9341
TEXNOR	0,9359
VICUNHA	0,9611
MARISOL	0,9990

Fonte: Balanço Anual da Gazeta Mercantil

Para facilitar a análise das correlações foi utilizado a classificação dos níveis de correlação de Moura e Oliveira (2003).

Tabela 5 – Classificação dos índices de Correlação

Faixa de valores	Nível de correlação
Entre 0,8 e 1,0 ou Entre -0,8 e -1,0	Forte
Entre 0,6 e 0,8 ou Entre -0,6 e -0,8	Média
Entre 0,4 e 0,6 ou Entre -0,4 e -0,6	Fraca
Entre -0,4 e 0,4	Nula

Fonte : Moura e Oliveira (2003)

De acordo com os dados obtidos da Tabela 4 e utilizando a classificação apresentada pela Tabela 5, a correlação entre a variação da participação de capitais de terceiros na estrutura de capital das empresas selecionadas e a variação do indicador VEA/AT – durante o período 2001 – 2003, obteve-se a seguinte tabela:

Tabela 6

Classificação dos níveis de correlação das empresas selecionadas.
Período de 2001 a 2003

EMPRESA	C.P X EVA
Cosibra	FORTE
Norfil	FORTE
Suape	FORTE
Brastex	FRACA
Cic	NULA
Guararapes	NULA
Matesa	FRACA
Constancio Vieira	FRACA
Nortista	MÉDIA
Dilady	FORTE
Tri Fil/Itabuna	FORTE
Pedra	FORTE
Texnor	FORTE
Vicunha	FORTE
Marisol	FORTE

Fonte: Elaboração Própria

A partir da classificação dos níveis de correlação demonstrados na Tabela 5, é possível verificar, percentualmente, o grau da correlação é predominante nas correlações entre os indicadores de risco e retorno estudados, como mostra a tabela a seguir:

Tabela 7

Percentual dos níveis de correlação entre os indicadores de risco e retorno
Período de 2001 a 2003

Nível de Correlação	Correlação (%) C.P X VEA
Forte	60%
Médio	7%
Fraco	20%
Nulo	13%

Diante os dados apresentados verificamos que existe uma correlação entre a proporção de capital de terceiros e a geração de valor, pois 60% das empresas apresentam correlação forte entre sua estrutura de capital e o indicador VEA. Vale ressaltar que das empresas que apresentaram correlação forte, três delas se relacionam de forma inversa com o indicador VEA, ou seja, a medida que elas aumentam a proporção de capital de terceiros em sua estrutura, seu VEA diminuía e vice-versa. As outras seis empresas apresentaram correlação direta entre a estrutura de capital e a geração de valor.

Das 4 empresas que optaram por aumentar a proporção de capital de terceiros em sua estrutura verificou-se que na maioria delas esse aumento provocou um aumento na geração de valor. É importante frisar que o aumento do VEA não ocorreu necessariamente por causa dessa mudança na proporção de capital de terceiros. Podem ter ocorrido outros fatores que levaram a empresa a melhorar esse indicador. No entanto estamos nos baseando apenas nos dados publicados e na teoria abordada nesse trabalho. Por outro lado, a empresas que optaram por reduzir a proporção de capital de terceiros em sua estrutura, reduziram seu VEA significativamente.

Os resultados encontrados na pesquisa corroboram com a teoria de SHINOHARA (2002) que diz que ao usar-se uma proporção maior de capital de terceiros a empresa substitui o custo do capital próprio implícito, por uma despesa financeira explícita, a qual é dedutível do imposto de renda e que conseqüentemente traz como resultado uma adição de valor as ações da empresa. No entanto não podemos deixar de abordar a questão do risco inerente a empresa, pois uma empresa endividada incorre em maior risco financeiro e conseqüentemente maior risco de falência.

4. CONCLUSÃO

O presente trabalho procurou analisar a relação entre a estrutura de capital e a geração de valor nas empresas nordestinas do setor têxtil. A estrutura de capital consiste em uma área complexa da administração financeira e apesar das várias teorias apresentadas nesse trabalho, ainda não existe uma fórmula padrão que consiga medir com precisão a melhor relação entre a estrutura de capital e o desempenho operacional e financeiro da empresa.

Embora não exista um modelo padrão para determinar uma estrutura ótima de capital, é possível identificar situações onde a empresa pode tirar melhor proveito de sua estrutura de capital. Uma delas é o cálculo do valor da empresa associado ao seu custo médio ponderado de capital, que nos mostra que a medida que a empresa consegue minimizar o seu custo médio ponderado de capital e maximizar seu valor, ela atinge uma estrutura de capital ótima.

Diante os dados coletados e apresentados nesse trabalho identificou-se a existência da relação entre estrutura de capital e a geração de valor nas empresas nordestinas do setor têxtil. A evidencia disso está no fato de 60% das empresas da amostra apresentarem correlação forte entre a proporção de capital de terceiros e o VEA. Ficou claro que, no período analisado, as empresas de correlação forte que se endividaram, aumentaram sua geração de valor.

No entanto, não se pode afirmar para todas empresas que o aumento da participação de capital de terceiros em sua estrutura de capital, aumenta a geração de valor. Vale ressaltar que essa hipótese não pode ser validade para todas empresas devido a diversidade empresarial. Além disso é importante considerar que uma empresa endividada incorre em mais risco de falência, pois diante qualquer crise ela não apresenta capital suficiente para contornar a crise com recursos próprios.

Com isso podemos concluir que devemos otimizar ao máximo a estrutura de capital da empresa com objetivo de melhorar o desempenho operacional. No entanto, essas estratégias podem incorrer em fatores de risco, se não foram bem planejadas. Além disso, o desempenho da empresa não fica condicionado exclusivamente a sua estrutura de capital, pois existem outras estratégias financeiras que melhoram seu resultado.

5. BIBLIOGRAFIA

ABREU, Antonieta Maria D.M.;BENAYON Azulay Phryn . Marketing de Relacionamento e sua influência no processo de fideliza o de clientes.2002 Monografia (Bacharelado em Administra o). Faculdades Nordeste.

BRIGHAM, E, GAPENSKI LC, EHRHARDT M C. Administra o Financeira – Teoria e Prática. Ed. Atlas, São Paulo-SP, 2001.

GITMAN, Lawrence J., *Princípios de Administra o Financeira*. São Paulo: Editora Harbra, 7^a, 1997.

SHINOHARA, Daniel Yoshio. Estrutura de Capital e sua Relevância para Organiza o. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRA O FEA –USP, 2003, São Paulo.

MARQUES, José AugustoVeiga da Costa. Análise Financeira das empresas: liquidez, retorno e cria o de valor – Rio de Janeiro: Editora UFRJ 2004.

KRAUTER, Elizabeth. Medidas de Avalia o de Desempenho Financeiro e Cria o de Valor. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRA O FEA –USP, 2003, São Paulo.

MOURA, H ber José; OLIVEIRA Abdinardo Moreira Barreto. A Estrutura de Capital e seu efeito sobre o desempenho das empresas cearenses. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRA O FEA – USP – VI SEMEAD, 2003, São Paulo.

NAKAYASU, Gilberto Noboru; SOUSA, Almir Ferreira. Planejamento e controle financeiro: Economic Valued Added (EVA) como instrumento de controle de financeiro. SEMINÁRIOS EM ADMINISTRA O FEA –USP – VII SEMEAD, 2003, São Paulo.

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., e, JAFFE, Jeffrey F., Administra o Financeira – Corporate Finance. São Paulo: Editora Atlas, 1995.

_____. Balanço Anual Gazeta Mercantil – Ceará, 2001. São Paulo, 2002.

_____. Balanço Anual Gazeta Mercantil – Ceará, 2002. São Paulo, 2003.

_____. Balanço Anual Gazeta Mercantil – Ceará, 2003. São Paulo, 2004.

Sites:

www.abit.org.br

www.sindtextil.com.br

ANEXO

