

A ESTRUTURA DE CAPITAL E O VALOR DA EMPRESA

Hermeto Jung Junior ¹

RESUMO

Embora tenham-se iniciado ainda em meados século XX, as controvérsias científicas sobre o problema da estrutura de capital das empresas encontra-se longe do seu término. A forma pela qual a empresa é financiada influencia de alguma maneira seu valor? Se a resposta é negativa, por que diferentes organizações escolhem diferentes estruturas de capital? Se a resposta é positiva, com qual magnitude as proporções das dívidas e do capital próprio afetam o valor da empresa? Para tentar responder a essas e outras questões relevantes, surgiram vários modelos e teorias ao longo tempo. Os modelos teóricos apresentados e discutidos não chegam a um consenso sobre qual seria a estrutura ideal de capital. Contudo, concordam no sentido de que quanto maior endividamento maior será a exigência de retorno por parte dos acionistas. Neste artigo apresenta-se um breve resumo das teorias existentes sobre a estrutura de capital e a sua influência no valor das empresas, aplicando-se um estudo de correlação entre as duas variáveis demonstrando até que ponto ela determina o valor de uma empresa.

Palavras-Chave: Endividamento; valor da empresa; dividendos.

ABSTRACT

Although the scientific controversies about the problem of structure of capital had began in the middle of the 20th century it's now far from it's end. Do the way the companies are financed influence their worth? In case the answer is negative, why do different organizations choose different structures of capital? In case the answer is positive, in what magnitude do the proportions of debts and of the own capital affect the company's worth? In order to answer

these and other relevant questions many models and theories have sprung through the time. The theoretical models known and discussed do not get to a general assent about which would be the ideal structure of capital. Nevertheless, they agree that the greater the doubt is the greater will be the requirement of shareholders for return. In this article will be shown a brief summary of the existing theories about the structure of capital and their influence on the value of the companies, being applied a correlation between these two variables intending to demonstrate the point the structure of capital may determine the worth of a company.

Key Words: Indebtedness; worth of company; dividend.

INTRODUÇÃO

A velocidade com que ocorreram mudanças na economia mundial a partir dos anos 90, teve também um ritmo intenso no Brasil. O motor das novidades foi o processo de abertura da economia nacional que transformou o país, propiciando a entrada de produtos importados e capital internacional.

O processo de abertura da economia brasileira iniciou-se no governo de Fernando Collor no começo de 1990 com a implantação de um plano econômico que previa a abertura comercial, privatização de estatais e investimentos em tecnologia.

Em 1994 o governo de Fernando Henrique Cardoso lançou o plano de estabilização econômica que tornou o Brasil um dos países mais atraentes ao capital internacional, houve então uma avalanche de produtos importados e por conseguinte alcançamos recordes na balança comercial. Na esteira dessas mudanças ocorreu a aprovação da lei que regula as concessões à iniciativa de serviços públicos entre eles, a telefonia.

Essas transformações são imposições de um mercado globalizado e altamente competitivo obrigando as empresas a manterem-se em constante evolução tecnológica, o que o Estado não tem condições de acompanhar, cumprindo-lhe então, prestar os serviços públicos sob a forma de concessões.

Este artigo tem por base um trabalho de pesquisa onde foram analisados dados de uma empresa do ramo de telefonia que passou por um processo de privatização, e visa acompanhar a evolução comportamental do valor das ações e os níveis de endividamento, objetivando identificar a existência ou não de uma relação entre esses indicadores.

A empresa escolhida para o estudo foi a CRT - Companhia Riograndense de Telecomunicações que é uma sociedade anônima de capital aberto com sede na cidade de Porto Alegre RS, que tem como atividade principal a prestação de serviços de telefonia fixa comutada local e de longa distância nacional.

OBTENÇÃO DE RECURSOS

Administrar um negócio, seja um modesto empreendimento ou uma grande corporação envolve muitas funções, porém é a área financeira que faz com que todas as demais funcionem perfeitamente. Sem capital que atenda às necessidades da empresa, seja para financiar seu crescimento ou para atender às operações do dia-a-dia não se pode desenvolver e testar produto, fazer marketing, etc.

O papel do administrador financeiro é assegurar que esse capital esteja disponível nos montantes adequados e no momentos certos e ao menor custo.

As dificuldades maiores estão na escolha das fontes de recursos disponíveis sejam internas ou externas ponderadas pelo seus respectivos custos. Uma decisão equivocada pode comprometer a continuidade da empresa. Esta árdua tarefa necessita que se observe igualmente a função financeira da empresa, que ao contrário, do que se pode pensar preliminarmente, não é de maximização dos lucros, mas sim de maximizar o valor de mercado do capital dos proprietários.

Nas entidades com fins lucrativos, o patrimônio se forma com a dotação de um capital inicial, aplicado por seu titular. Esse capital sofrerá variações, aumentativas e diminutivas, mas será sempre a parcela que pertence ao

proprietário e que lhe caberá em caso de liquidação de haveres e paralisação das atividades.

A atividade econômica, no entanto, não prescinde da utilização de capital de terceiros, seja como decorrência do próprio funcionamento da empresa, seja em forma de financiamentos para o seu desenvolvimento.

De acordo com a sua origem podemos classificar os capitais próprios em dois grupos: aqueles provenientes de fora do patrimônio, fornecidos, portanto, pelo seus proprietários e aqueles decorrentes da própria atividade da empresa. Os primeiros são representados pelo capital integralizado enquanto que os segundos são as reservas e os lucros retidos.

Os capitais de terceiros se dividem em débitos de funcionamento, e débitos de financiamento. Os débitos de funcionamento são originados do funcionamento normal da empresa pelo efeito da sua própria gestão e que se derivam em razão da troca e não pelo giro da moeda ou do crédito. Compreendem as dívidas provenientes de compras de matérias-primas, mercadorias, etc. e outras oriundas da atividade normal das empresas, tais como despesas gerais, impostos, alugueis. São representadas por dívidas em conta corrente. Os débitos de financiamento surgem em situações anormais e constituem-se para a provisão de fundos, isto é, meios financeiros de curto ou longo prazo.

A captação de recursos pelo lançamento de valores mobiliários é uma alternativa aos empréstimos bancários, abrindo a companhia um amplo espectro de investidores potenciais tanto no Brasil quanto no exterior.

A POLÍTICA DE DIVIDENDOS

As decisões de uma empresa sobre os dividendos misturam-se freqüentemente com outras decisões de financiamento e de investimento. Algumas empresas pagam baixos dividendos devido ao fato de terem uma administração otimista quanto ao futuro da empresa retendo os lucros para a sua expansão, neste caso os dividendos são um subproduto da decisão de investimentos.

Por outro lado, as empresas podem financiar suas despesas de investimento através do recurso do endividamento, liberando disponibilidades para os dividendos que serão um subproduto do endividamento.

A relevância da política de dividendos depende de cinco pontos: 1º) padrão de comportamento dos acionistas; 2º) relacionamento entre o administrador e o acionista; 3º) formas alternativas de financiamento à disposição da empresa; 4º) desempenho do mercado de ações; 5º) padrão dos impostos.

Para Modigliani e Miller *apud* Brealey & Myers(1991), a quantidade de dividendos distribuídos é irrelevante para a valorização das ações da empresa, isto porque segundo eles, o único fator relevante é a política de investimentos, cujos resultados, estes sim, influenciam os preços das ações da empresa.

O argumento dos autores quanto à irrelevância dos dividendos para o valor da empresa não está de fato próximo à realidade. No entanto, considerando-se as premissas por eles estabelecidas dentro dos pontos influenciadores do dividendo no valor da empresa, pode-se dizer que ao menos sua proposta tem coerência. Além disso, com esse artigo publicado na "*American Economic Review*" em 1958, no qual mostraram a irrelevância da política de dividendos abriu-se uma nova frente de discussão acerca de sua importância numa época em que a maioria das pessoas acreditavam que qualquer aumento no fluxo de dividendos aumentaria o valor da empresa. Com essa contribuição, o debate passou a girar em torno da possibilidade dos impostos e outras imperfeições de mercado influenciarem a política de dividendos, e em que grau isso ocorreria.

A controversa questão sobre a política de dividendos abriu espaço para três correntes de pensamento bastante distintas.

À direita existe um grupo conservador que acredita que um aumento dos dividendos leva a um aumento no valor da empresa. Essa corrente utiliza-se dos seguintes argumentos para sustentar suas posições:

- a) A distribuição total dos lucros faz com que o acionista passe a ter ingerência total sobre o que fazer com sua parte dos recursos gerados pela empresa, assim, presumindo um comportamento racional por parte deste, os recursos gerados pelas empresas seriam alocados de maneira ótima na economia,

havendo a maximização do retorno para o acionista.

- b) É provável que o acionista prefira o lucro a que tem direito em dinheiro, ao invés de receber uma promessa de mais dinheiro no futuro, o que na verdade representa a retenção do lucro na companhia.
- c) Pagamento de dividendos desonera o acionista de custos de transação, caso este queira liberar recursos, já que para se vender ações costuma-se incorrer em taxas de corretagem.
- d) Presumindo-se que o mercado não é eficiente, e que existe assimetria de informações, o preço das ações da empresa pode não refletir seu valor justo e assim, caso o acionista queira liberar recursos através da venda de seus papéis da companhia, pode incorrer em prejuízo em relação ao que poderia obter recebendo dividendos.

À esquerda tem-se o grupo que acredita que o aumento no valor de dividendos reduz o valor da empresa, são os defensores do pagamento mínimo de dividendos. Assim como os da direita, elencam suas razões:

- a) Com a retenção dos dividendos evitam-se os custos de transação inerentes a uma captação de recursos no mercado. Considerando-se que quanto mais barato forem os fatores de produção de uma companhia, maior o retorno para seus acionistas, esses gastos adicionais passam a agir contra o interesse do acionista.
- b) Estrategicamente é importante a retenção de parte dos recursos gerados pela empresa para que ela possa reagir mais rapidamente, ou seja, retendo recursos oriundos de seu lucro a empresa minimiza o risco de não conseguir captar a quantidade de recursos no tempo eventualmente necessário.

Finalmente, tem-se um grupo intermediário defensores da teoria de que a política de dividendos não tem a menor relevância. Isto é válido para os mercados perfeitos. Os centristas argumentam que se os acionistas dão maior valor à empresa que paga maiores dividendos, porque estas não o fazem? Ou ao contrário, se os acionistas dão mais valor àquela que paga menos dividendos, porque as empresas não retêm os lucros? A resposta é, segundo eles, que nem todos os acionistas têm a mesma preferência, assim investidores que preferem ações com maiores dividendos, as compram,

enquanto os que preferem menores dividendos comprarão ações de empresas que retêm uma parcela maior de seus lucros. Não há estímulos para a empresa aumentar ou diminuir seus dividendos, uma vez que seus acionistas estejam satisfeitos. Aditem a existência de uma falha nessa conclusão, pois se existir alguma vantagem fiscal para retenção ou pagamento dos lucros, os acionistas tenderão a preferir uma maior retenção ou distribuição dos lucros, conforme for a direção da vantagem fiscal.

No Brasil, a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) impõe um dividendo mínimo de cerca de 25% do lucro líquido. No entanto, o mercado estabelece o valor à política de dividendos, pois a maioria das empresas distribui dividendos superiores ao patamar legal. Esse comportamento explica-se pela cultura dos investidores brasileiros que em regra são mais conservadores, adotando, portanto, a teoria dos direitistas.

Isso significa, também que há uma restrição quanto ao financiamento interno da empresa, ou seja, a empresa se vê de certa forma obrigada ao pagamento de dividendos regulares, sob o risco de ver seu valor de mercado cair e assim inviabilizar um futuro lançamento de ações no mercado de capitais.

Modigliani e Miller *apud* Brealey & Myers(1991), mostraram que as decisões financeiras não são relevantes para o valor da empresa se houver mercados perfeitos. Entende-se por mercados perfeitos a possibilidade do acionista pegar emprestado, ou emprestar, à mesma taxa que a empresa obtém, assim, tanto faz para o acionista se a empresa não se alavancar, pois o próprio acionista poderá fazê-lo por conta própria (pegando empréstimo e comprando mais ações da companhia por exemplo). Analogamente, o investidor, em meio a mercados perfeitos, poderá desalavancar-se caso a empresa se endivide demais (vendendo ações da companhia e emprestando no mercado).

O que se depreende quando se observam as proposições de Modigliani e Miller é que na verdade, a estrutura de capital altera a riqueza dos acionistas, mas como para ganhar mais é necessário incorrer-se em mais risco, a vantagem de um maior retorno esperado é anulada pelo maior risco que os acionistas terão que correr.

Em contraste à posição de Modigliani e Miller se coloca a dos “tradicionalistas” que defendem que o custo médio ponderado de capital da empresa pode ser minimizado desde que se utilize um montante ótimo de dívida e capital próprio. Assim, haveria uma possibilidade de aumentar o valor da empresa através do manejo da estrutura de capital.

Brealey e Myers (1991) entretanto, alertam que minimizar o custo médio ponderado de capital de uma companhia não significa necessariamente maximizar seu valor de mercado. Os dois objetivos só serão equivalentes se o lucro operacional for invariável em relação às mudanças na estrutura de capital, pois, como o custo de capital é o lucro operacional dividido pelo valor das dívidas e capital próprio, qualquer mudança na estrutura de capital que aumente o valor do denominador resultará em menor custo de capital e maximização do valor da empresa. Se, por outro lado, o lucro operacional também variar, não se poderá concluir que a minimização do custo de capital seja acompanhado pela maximização do valor da empresa.

Existe um forte argumento em favor da posição dos “tradicionalistas”, que é a possibilidade das empresas tomarem recursos mais baratos que o investidor individual. Dessa forma, este último estaria obtendo um benefício da maior alavancagem da empresa e poderia estar disposto a pagar um prêmio pelas suas ações. No entanto, com essa possibilidade visualizada de forma geral pelo mercado a tendência é que aumentasse fortemente o número de empresas alavancadas, fazendo com que o prêmio que o investidor estaria disposto a pagar, tenda a zero.

Essas proposições são válidas para mercados perfeitos, no mundo real, entretanto, trabalha-se com a presença de perturbadores do mercado eficiente, tais como a cobrança de impostos, custos de falência e dificuldade financeira, bem como custos de agência relativos às emissões ou recompras de títulos da empresa e assimetria de informações entre administradores e investidores. Desse modo, a estrutura de capital passa a assumir importância na valorização da empresa. Dentro deste contexto e acreditando que a estrutura de capital pode ser manejada de forma a valorizar a empresa formulou-se as teorias a seguir:

- a) A Teoria Estática das Compensações

A estrutura de capital é vista como sendo passível de otimização. Assim, existiria uma composição de capital próprio e de terceiros (dívida e capital próprio) que maximizaria o valor da empresa. A teoria tem o nome de estática das compensações porque visa alcançar um ponto ótimo fixo que é assumido como a melhor situação em termos de estrutura de capital da empresa, equilibrando as vantagens e desvantagens do endividamento.

Essa Teoria opera somente com as vantagens e desvantagens financeiras diretas do endividamento, assim não está incluída a possível assimetria de informações entre investidores e gerentes. Dentro dessa perspectiva o endividamento oferece para a empresa o benefício básico de dedução de seus serviços (juros) no imposto devido. Esse benefício tem uma contrapartida em termos de custo, que é representado por todos os gastos derivados da emissão de dívida mais os custos associados a possíveis dificuldades financeiras.

b) A Teoria da Ordem de Captação

As empresas não perseguem uma proporção de capital ótima que poderia vir a minimizar seu custo de capital maximizando seu valor. O que elas procuram é seguir uma ordem de prioridades em suas captações de recursos.

Inicialmente as empresas tentam financiar-se internamente, se não for de todo possível, ou seja, se ainda restarem projetos com valor presente positivo a serem financiados, elas recorrem ao financiamento externo. Essa captação externa de recursos também obedece a uma escala de preferências. Assim, primeiro lançam-se os títulos mais seguros, de menor risco para o investidor, ou seja, bônus de dívida. Somente como último recurso a empresa lançaria novas ações.

Note-se que se a empresa agir baseada nessa linha de pensamento, responde-se o porquê da negatividade da relação entre lucratividade e alavancagem dentro de uma indústria, pois somente aquelas empresas que não foram lucrativas o suficiente para reter os recursos necessários ao financiamento de seus novos projetos recorrerá ao financiamento externo, sendo este calcado na maior parte das vezes em títulos de dívida, o que aumenta a alavancagem da empresa.

Mas, porque as empresas agiriam dentro da perspectiva da Ordem de Captação? A primeira explicação seria a tentativa de fuga do administrador das influências do mercado, não precisaria expor seus planos ao mercado para captar novos recursos, pois usaria o próprio financiamento interno da empresa.

Uma segunda explicação tem uma justificativa mais racional e econômica: os custos mais altos do financiamento externo em relação ao interno, e do financiamento via lançamento de novas ações em relação ao lançamento de novos títulos de dívida.

Uma terceira alternativa para explicar o porquê das empresas seguirem uma certa ordem em suas captações de recursos externos seria a assimetria de informações entre os investidores e administradores da empresa, isto é, supõe-se que o administrador tem melhores informações que os investidores e estes sabem disso. Assim sendo, a empresa só lançaria novas ações no mercado se considerasse que os preços de mercado estivessem iguais ou acima do que os administradores considerassem justo. Desse modo, só seria possível a venda de novas ações mediante um desconto em relação ao preço de mercado, o que teria impacto negativo na cotação das ações da empresa como um todo.

Outro aspecto relevante é o fato de que se a empresa sempre depender de captações externas para fazer frente a seus projetos, pode correr o risco de não conseguir financiamento para algum deles, o que certamente terá impacto negativo no valor da empresa. Infere-se daí que é importante e valioso ter uma certa folga financeira. Não só porque pode-se utilizar os próprios recursos internos para financiar alguns projetos como também torna-se mais rápido econômico obter novos recursos, via dívida, se a empresa tiver folga financeira.

A CRT – DA CRIAÇÃO A PRIVATIZAÇÃO

No início da década de 1960, os serviços de telecomunicações no Rio Grande do Sul eram prestados pela Companhia Telefônica Nacional, e por outras pequenas empresas sob o controle de prefeituras municipais e cooperativas. Os sistemas telefônicos instalados eram obsoletos e não

atendiam às necessidades mínimas do mercado, sendo um entrave para o desenvolvimento do Estado.

A CRT foi criada em 30 de dezembro de 1960, através da Lei 4.073, como sociedade de economia mista controlada pelo Estado do Rio Grande do Sul, com vistas a enfrentar o crônico problema dos deficientes serviços de telecomunicações no Estado.

Em 04 de janeiro de 1967, pelo Decreto nº 18.353, os bens da Companhia Telefônica Nacional foram transferidos à CRT em comodato de uso, e, em dezembro do mesmo ano, parcialmente incorporados à mesma, constituindo o seu valor quota do capital subscrito pelo Estado do Rio Grande do Sul na Companhia.

Em 01 de fevereiro de 1967, a CRT passou a operar diretamente os serviços de telecomunicações no Estado do Rio Grande do Sul.

Até 30 de dezembro de 1996, o Estado manteve o controle acionário da CRT, gerindo diretamente seus negócios, sob a forma de monopólio estatal. Em decorrência dos contratos de concessão firmados com a União para exploração dos serviços de telecomunicações fixo e móvel celular (a partir de 1992), a CRT deveu obediência à legislação emanada do Governo Federal, através do Ministério das Comunicações, notadamente à Lei 4.117 de 27 de agosto de 1962 e os regulamentos emitidos entre 1962 e 1996.

Com a privatização parcial e as conseqüentes assinaturas, em 30 de dezembro de 1996, do Acordo de Acionistas e do Contrato de Gestão entre o consórcio vencedor desta privatização parcial, o Estado do Rio Grande do Sul e a CRT, a iniciativa privada passou a participar da administração da Companhia. Em 19 de junho de 1998 foi completado o processo de privatização, assumindo a iniciativa privada a responsabilidade pela operação dos serviços de telecomunicações no Rio Grande do Sul.

A ESTRUTURA DO CAPITAL

Em linha com a reestruturação do setor de telecomunicações brasileiro iniciada com a alteração da constituição brasileira em agosto de 1995 e

consubstanciada com a promulgação, em 16 de julho de 1997, da Lei nº 9.472, (Lei Geral de Telecomunicações) que se tornou a principal base para a nova regulamentação do setor de telecomunicações brasileiro, ocorreram na CRT as seguintes alterações societárias:

Em 1996 ocorreu a abertura do capital com a alteração estatutária desvinculando as ações do direito de uso do terminal telefônico, e o registro da Companhia para negociação das ações no mercado de balcão organizado pela Sociedade Operadora do Mercado de Ativos (SOMA). O início da negociação das ações ocorreu em 11 de novembro de 1996;

Com a privatização parcial da companhia em 1997 através da venda, pelo Estado do Rio Grande do Sul e TELEBRÁS, através de licitação pública, de 262.352.653 ações ordinárias, representando 35% do capital votante, tendo sido vencedores da licitação o Consórcio formado pelas empresas RBS Participações S/A, Telefônica Internacional de Espanha S/A, Telefônica de Argentina S/A, Companhia de Telecomunicaciones de Chile e Citicorp, que adquiriram as ações pelo preço de R\$ 681 milhões. O contrato de Venda e Compra de Ações, o Acordo de Acionistas e o Contrato de Gestão foram assinados entre o Consórcio, o Estado do Rio Grande do Sul e a CRT em 30 de dezembro de 1996;

A privatização total da Companhia ocorreu em 19 de junho de 1998, quando o consórcio Telefônica do Brasil Holding S/A, integrado pela Telefônica Internacional S/A, RBS Comunicação S/A, Companhia de Telecomunicaciones de Chile S/A e Telefônica de Argentina S/A, adquiriu 375.324.791 ações ordinárias, equivalente a 50,12% do capital com direito a voto;

O DESEMPENHO E A EXPANSÃO

O vertiginoso crescimento da tecnologia da informação, com a globalização do mercado e a competitividade foram fatores determinantes para que a CRT buscasse na iniciativa privada um parceiro com comprovada experiência capaz de trazer uma capacitação gerencial e mercadológica, além

do aporte tecnológico e o acesso ao mercado de capitais nacional e internacional.

A parceria proporcionou a implementação de uma série de medidas de ordem gerencial e tecnológica indispensáveis na preparação da Companhia para fazer frente ao mercado competitivo. Destacam-se as mudanças da topologia das redes de telecomunicações, visando facilitar a administração de serviços, permitindo, em menor espaço de tempo, atender a demanda reprimida de terminais telefônicos convencionais e celulares. Contribuiu, também, para o incremento da capacitação gerencial e mercadológica, pela permanente troca de experiências. Facilitou, igualmente, a obtenção de empréstimos junto à entidades financeiras internacionais, necessários à implementação dos projetos.

Com o advento da privatização a cobrança pela eficiência torna-se uma constante, fazendo com que companhia transforme alguns de seus paradigmas que são originários de uma administração estatal.

O crescimento e modernização da planta intensificaram-se a partir de 1996, com a privatização da Companhia. A expansão e melhoria dos serviços de telecomunicações no Estado do Rio Grande do Sul proporcionaram expressivos índices de crescimento da planta e permanente atualização tecnológica.

A receita líquida dos serviços de telecomunicações alcançou R\$ 938.083 mil em 1997, apresentando um crescimento de 28,8% em relação à 1996. Neste período houve uma elevação na densidade da telefonia convencional na ordem de 30,90% passando para 11,0 terminais para cada 100 habitantes. Em 1998 a receita líquida dos serviços de telecomunicações apresentou um crescimento de 10,85% em relação à 1997. A densidade da telefonia convencional atingiu a 14,90 terminais para cada 100 habitantes. No ano seguinte a receita líquida dos serviços de telecomunicações alcançou a cifra de R\$ 1.149.239 mil, com um crescimento de 10,52% em relação ao ano anterior. A densidade da telefonia convencional passou a ser 16,60 terminais para cada 100 habitantes significando um incremento na ordem de 11,41%. Já em 2000 a receita líquida de serviços de telecomunicações foi de R\$ 1.025.256 mil no período compreendido entre 01 de janeiro e 30 de setembro, data em que foi

incorporada pela Brasil Telecom S/A. A densidade da telefonia convencional ao final deste período chegou a 18,30 terminais para 100 habitantes

A despesa operacional líquida já descontadas as variações monetárias, tiveram um aumento na ordem de 12,82% em 1997 totalizando em R\$ 822.630 mil. Em 1998 a despesa operacional líquida igualmente desconsiderando-se as variações monetárias apresentaram um incremento de 8,10%. No ano seguinte a despesa operacional líquida já descontadas as variações monetárias, tiveram um aumento na ordem de 28,36%. Já em 2000 a despesa operacional líquida foi de R\$ 1.028.536 mil no período compreendido entre 01 de janeiro e 30 de setembro, quando a companhia foi incorporada.

O lucro operacional em 1997 foi de R\$ 115.453 mil, tendo a companhia revertido a situação deficitária de 1996, quando em virtude dos dispêndios com o plano de desligamento voluntário no valor de R\$ 77.522 mil e de provisionamento para contingências no valor de R\$ 103.388 mil, apurou prejuízos operacional de R\$ 622 mil. Em 1998 o lucro operacional apresentou um crescimento de 30,46% em relação à 1997.

No ano seguinte o fato de maior relevância para a economia brasileira foi a mudança do regime cambial que provocou uma forte desvalorização do Real, com reflexos no desempenho da companhia. Apesar disto foi possível apurar um resultado operacional positivo de R\$ 7.753 mil, descontadas as variações monetárias, mas significando um decréscimo na ordem de 94,85% em relação à 1998. Em 2000 o resultado operacional foi um prejuízo de R\$ 2.880 mil no período compreendido entre 01 de janeiro e 30 de setembro.

Ao longo dos anos a CRT incorporou os sistemas telefônicos de mais de uma centena de municípios do Rio Grande do Sul, cujos serviços encontravam-se em estado precário, com tecnologia obsoleta e quantidade insuficiente. Estas incorporações eram sucedidas pela automatização dos sistemas manuais existentes e de um aumento na oferta de linhas, substituindo-se os equipamentos de comutação, transmissão e rede tecnologicamente superados por outros de tecnologia moderna e de maior capacidade.

Concentrando-se nos números apresentados de 1996 à 1999 verifica-se que houve um incremento da ordem de 108% no número de linhas em serviço, e de 77,31% no número de telefones instalados. Como nesse período a

população aumentou cerca de 3,03%, conseqüentemente a densidade por 100 habitantes passou de 8,4 em 1996 para 16,6 em 1999 significando um crescimento de 97,62%, impactando positivamente no resultados obtidos pela companhia pelo incremento das receita operacionais conforme anteriormente exposto.

A EVOLUÇÃO DO PREÇO DAS AÇÕES

As ações de emissão da CRT são ordinárias e preferenciais. Os titulares de ações ordinárias poderão, a qualquer tempo, requerer a conversão das mesmas em ações preferenciais de quaisquer das classes existentes observando-se o limite legal de até 2/3 de ações preferenciais em relação ao total de ações emitidas.

Às ações preferenciais são asseguradas todas as vantagens das ações ordinárias, salvo o direito de voto.

A companhia em seu estatuto prevê que o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, não poderá ultrapassar a proporção de 2/3 (dois terços) do total das ações emitidas e ainda a existência de duas modalidades de ações preferenciais as de classe "A" e as de classe "B".

Até 16 de agosto de 1996 as ações de emissão da CRT eram vinculadas ao terminal telefônico, podendo ser transferidas somente no caso de transferência concomitante do direito de uso do telefone. A desvinculação das ações do telefone foi aprovada pela Assembléia Geral Extraordinária de Acionistas realizada em 16 de agosto de 1996.

De 11 de novembro de 1996 à 06 de setembro de 1999, as ações foram negociadas no Mercado de Balcão Organizado, pela Sociedade Operadora do Mercado de Ativos - SOMA.

A partir de setembro de 2000, as ações PN da CRT passaram a compor o índice Bovespa. A participação da CRT na carteira teórica do índice, representada pelas ações que em conjunto correspondiam a 80% do volume

transacionado à vista, no período de setembro de 1999 a agosto de 2000, foi de 0,61%.

O Estatuto Social da CRT estabelece no art. 50, alínea "b", que 25% do lucro líquido ajustado será obrigatoriamente distribuído como dividendo mínimo obrigatório a todos os acionistas. O art. 5º, parágrafo 3º, alínea "b" do estatuto social estabelece que as ações preferenciais tem prioridade no recebimento de um dividendo anual, de 6% sobre o respectivo valor nominal.

Na hipótese de 25% do lucro líquido ajustado ser igual ou inferior a 6% do valor de capital (nominal) das ações preferenciais, não há obrigatoriedade de pagar dividendos para as ações ordinárias. Em caso de 25% do lucro líquido ajustado ser inferior a 6% do valor de capital das ações preferenciais, a Companhia é obrigada a pagar dividendo somente para as ações preferenciais, distribuindo os 25% do lucro entre os acionistas.

A Companhia é obrigada a distribuir dividendo aos acionistas ordinários sempre que 25% do lucro líquido ajustado for superior a 6% do valor de capital das ações preferenciais.

A prática adotada pela CRT nos últimos exercícios foi de pagar dividendo em igualdade de condições para as ações preferenciais e ordinárias.

Com o propósito de auferir os benefícios fiscais econômicos e financeiros previstos na legislação pertinente, e de beneficiar os seus acionistas, a CRT vem remunerando o capital próprio sob a forma de juros sobre o capital próprio imputados aos dividendos, conforme previsto na Lei 9.249/95.

O ENDIVIDAMENTO DA COMPANHIA

O grau de endividamento é um indicador de risco ou de dependência de terceiros por parte da empresa. Do ponto de vista financeiro quanto maior a relação capital de terceiros e capital próprio menor será a liberdade para tomada de decisões ou em outras palavras a empresa será mais dependente. Por outro, lado observa-se que do ponto de vista de obtenção de lucro pode ser

vantajoso para a empresa trabalhar com capitais de terceiros, desde que a remuneração paga a esses capitais seja inferior ao lucro gerado por eles.

Pode-se analisar o comportamento do grau de endividamento da CRT observando-se inicialmente a sua estrutura patrimonial.

TABELA 1 - Evolução Patrimonial da CRT (em Mil R\$)

	1996	1997	1998	1999	2000
Ativo Circulante	279.903	349.836	310.156	467.242	502.935
Realizável a Longo Prazo	52.488	89.079	86.426	133.992	137.667
Ativo Permanente	1.964.952	2.572.194	2.715.176	2.367.060	2.261.436
TOTAL	2.297.343	3.011.109	3.111.758	2.968.294	2.902.038
Passivo Circulante	366.451	795.883	766.169	899.347	1.058.608
Exigível a Longo Prazo	402.967	590.909	507.385	583.385	383.481
Resultados Exerc. Futuros	10.737	9.533	8.329	7.124	6.221
Patrimônio Líquido	1.517.188	1.614.784	1.829.875	1.478.438	1.453.728
TOTAL	2.297.343	3.011.109	3.111.758	2.968.294	2.902.038

Fonte: Elaboração Própria a partir das Demonstrações Financeiras

Na CRT constata-se que a participação dos capitais de terceiros obteve um crescimento ao longo tempo passando 50,71% em 1996 para 99,20% em 2000 tendo seu ponto máximo em 1999 quando atingiu 100,29% superando desta forma o montante do patrimônio líquido. As razões para isto, em grande parte, podem ser explicadas pelo processo de privatização que possibilitou um maior investimento através da entrada de novos parceiros na companhia e conseqüentemente gerou um incremento nas obrigações especialmente pela contração de financiamentos bancários.

No que se refere a composição do endividamento, este nos indica percentualmente quanto representam as dívidas de curto prazo em relação as obrigações totais. Esse referencial tem grande importância, pois é muito diferente ter dívidas de curto prazo que precisam ser pagas hoje com recursos

disponíveis no momento e ter dívidas de longo prazo onde a empresa dispõe de tempo para gerar recursos.

A CRT apresentou um crescimento de suas dívidas de curto prazo em relação as totais ao longo tempo, passando de 47,63% em 1996 para 73,41% em 2000. Isto de uma forma geral não é positivo, pois o ideal é haver uma sincronização de fluxo de caixa possibilitando um gerenciamento eficaz dos recursos necessários para fazer frente as obrigações.

Através da observação desses índices, de forma isolada, nota-se que a companhia apresenta um endividamento acima da média do setor que apresentou como índice máximo no período 37,97% em 1997.

No entanto, é preciso uma análise mais aprofundada no sentido de buscar as causas do endividamento crescente apresentado pela companhia, seria uma simplificação proceder a análise apenas através dos índices.

A primeira providência é identificar qual a composição das dívidas, identificando a natureza das mesmas. A observação destes valores mostra que a maior parte das dívidas são de ordem financeira, entenda-se as decorrentes de empréstimos e financiamentos obtidos para implementação dos projetos de ampliação e modernização das redes de telefonia.

A Segunda já com a identificação da composição da dívida, seria analisar de uma forma detalhada a evolução deste passivo financeiro separando as obrigações em moeda nacional e estrangeira. Analisando esses dados constata-se que as dívidas em moeda estrangeira representam em média 30% ao longo do período do total do passivo financeiro, porém é difícil mensurar se este nível é bom ou ruim, pois isto depende de forma direta da política cambial.

Aditando-se essas informações aos índices pode-se dizer que de 1996 a 1998 o endividamento deve ser entendido como absolutamente normal, pois, deve-se ao fato da elevação dos investimentos sendo o retorno dos mesmos capaz de suportar esses compromissos assumidos o que de fato ocorreu, uma vez que a companhia apresentava um prejuízo operacional de 1996 e passou a ter lucro a partir de 1997 fruto dos investimentos que oportunizaram a ampliação das redes com o conseqüente incremento de receitas.

Em 1999, no entanto, a ocorrência de uma forte desvalorização no Real impactou negativamente na companhia. Os reflexos podem ser vistos no próprio índice de endividamento que teve um crescimento significativo de 1998 para 1999 devido à diminuição do patrimônio líquido provocada pelo substancial aumento das despesas financeiras que ocasionaram um resultado negativo no período. Por outro lado, as dívidas em moeda estrangeira elevaram-se como consequência das modificações da política cambial.

Pode-se inferir então, que o alto nível de endividamento da companhia decorre da necessidade de investimentos a que se viu obrigada a fazer para manter-se no mercado em face a nova reestruturação do setor de telecomunicações no Brasil. Tendo como financiadores instituições estrangeiras sofreu forte impacto da desvalorização do real em relação dólar em 1999, o que colocou seus índices de endividamento a patamares elevados.

ENDIVIDAMENTO VERSUS PREÇO DAS AÇÕES

Os preços das ações são formados pela dinâmica das forças de oferta e demanda de cada papel, o que torna a cotação praticada um indicador confiável do valor que o mercado atribui às diferentes ações.

A maior ou menor oferta e procura por determinado papel está diretamente relacionada ao comportamento histórico dos preços e, sobretudo, às perspectivas futuras da empresa emissora, aí incluindo-se sua política de dividendos, prognósticos de expansão de seu mercado e dos seus lucros, influência da política econômica sobre as atividades da empresa.

Dentre os fatores que influenciam o valor das ações o endividamento se constitui em dos mais importantes do ponto de vista do investidores. Evidente que além dos indicadores econômicos é preciso observar as demais variáveis.

A CRT iniciou a venda de ações no mercado organizado "Soma" em novembro de 1996, a partir de então é possível determinar o valor médio das ações. Nesse período dois fatos relevantes abalaram o mercado acionário no Brasil. O primeiro ocorreu no segundo semestre de 1997 quando da crise nos países asiáticos que levou o governo a elevar substancialmente a taxa de

juros. O segundo foi uma desvalorização do real em relação ao dólar ocorrida no início de 1999 que levou a fuga dos investidores e a conseqüente queda nos negócios de mercado.

Esses fatores, porém são oriundos de problemas macroeconômicos sobre os quais não há como a companhia interferir sendo apenas dois exemplos dentre uma enorme variedade de fatores que influenciam o valor das ações.

Voltando aos indicadores econômicos da companhia pode-se verificar qual a relação existente entre o endividamento e a variação no valor ações através da aplicação de um conceito estatístico, a correlação. A correlação é uma medida estatística que indica a relação, se houver, entre duas variáveis ou duas séries de número.

Neste caso as duas variáveis a serem correlacionadas são a variação no preço das ações e o grau de endividamento.

O coeficiente de correlação utilizado é uma medida calculada pela fórmula:

$$\rho_{x,y} = \frac{\text{Cov}(X,Y)}{\sigma_x \cdot \sigma_y}$$

Onde:

Cov(x,y) – Co-Variância é média dos produtos dos desvios para cada par de pontos de dados. Utiliza-se a co-variância para determinar a relação entre dois conjuntos de dados.

ρ - Desvio padrão é uma medida do grau de dispersão que determina o afastamento dos valores observados em torno de sua média aritmética.

X , Y - São as variáveis ou conjuntos de números ou dados que está se analisando, neste caso grau de endividamento e variação no preço das ações

O primeiro passo para se averiguar a existência de uma correlação é determinar a variação anual ocorrida no valor das ações no período em estudo conforme mostra a tabela 2.

TABELA 2 - Variação no Valor das Ações da CRT

Data	Valor de Fechamento R\$	Variação Anual em R\$
31.12.1996	0,7990	0,2590
31.12.1997	1,3750	0,5760
31.12.1998	0,4350	-0,9400
31.12.1999	0,5600	0,1250
30.09.2000	0,7150	0,1550

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados obtidos no Site www.crt.net.br

A seguir aplica-se a fórmula anteriormente mostrada, e correlaciona-se o valor das ações e o grau de endividamento buscando encontrar uma relação entre ambos.

TABELA 3 - Correlação - Valor da Ação x Endividamento

	1996	1997	1998	1999	2000
Variação Valor Ação	0,2590	0,5760	-0,9400	0,1250	0,1550
Endividamento Geral	0,5071	0,8588	0,6960	1,0029	0,9920
Coeficiente de Correlação	0,2254				

Fonte: Elaboração Própria a partir das Demonstrações Financeiras

Embora a medida estatística considere exclusivamente os valores sem questionar a sua origem ou composição é inegável a existência de uma correlação positiva.

Se observarmos apenas do ponto de vista do endividamento pode-se dizer que a influência deveria ser maior, no entanto é exatamente aí que entra a análise de mercado que neste caso apresenta aspectos favoráveis a CRT como:

- Setor de telecomunicações está em pleno crescimento;
- A origem e a composição do endividamento;
- A expectativa de geração de lucros crescentes suficientes para cobrir os investimentos.

Fica evidente que o endividamento é uma das variáveis que afeta diretamente o preço das ações, neste caso sua influência é da ordem de 22%. Mas não se pode afirmar se essa correlação é satisfatória ou não, uma vez que

cada companhia apresenta suas peculiaridades e em especial no que tange a variação dos preços das ações que depende essencialmente do comportamento do mercado acionário como um todo.

CONCLUSÃO

À administração financeira é comum atribuir-se três grandes áreas de decisão: de investimento, de financiamento e de destinação do lucro. Em última análise, esses três tipos de decisão buscam um objetivo comum qual seja o de maximizar o valor da empresa. O valor é o ponto chave, pois direciona as ações e define o comportamento do proprietário da empresa, seja ele administrador ou simples acionista. Os efeitos sobre os valores gerados pelas três áreas de decisões, entretanto, ainda geram dúvidas. Isto é ainda mais verdadeiro em relação às decisões de financiamento.

A grande questão acerca das decisões financiamento é saber se existe uma composição ótima de estrutura de capital e, em caso afirmativo o que a determina.

Os diversos modelos teóricos sobre estrutura de capital e valor da empresa não chegam a um consenso em torno de qual seria uma ótima proporção entre capital próprio e capital de terceiros, mas convergem quando vislumbram que o maior endividamento deve determinar uma maior exigência de retorno do acionista, divergindo no quantum.

A teoria das finanças diz que a um aumento do endividamento de uma empresa, ou sua alavancagem financeira, estará associado um maior retorno esperado pelo acionista, já que este perceberá um risco financeiro maior em seu investimento.

A influência é bastante significativa podendo ser maior ou menor dependendo do comportamento de outras variáveis de mercado que se contrapõe aos efeitos do endividamento. Dentre essas variáveis o segmento de atuação, lucratividade, o seu potencial de crescimento e conseqüente geração de lucros são os mais importantes.

Conforme pode-se verificar na companhia estudada, existe uma relação entre o endividamento e o valor das ações da empresa no mercado isto é, a estrutura de capital determina em parte quanto vale uma empresa no mercado, ratificando o que diz teoria das finanças.

Constatou-se igualmente, que a partir da privatização a companhia apresentou índices de endividamento superiores aos que tinha enquanto empresa estatal. Confirmando-se, desta forma que a privatização trouxe uma maior capacidade de endividamento, pois contando com parceiros vultosos nos seus quadros societários conseguiu um número maior de financiamentos e pode investir na modernização dos serviços como até então não poderia fazê-lo, o que resultou na elevação do grau de endividamento.

Esse aumento nos investimentos, que foi custeado em grande parte por capitais de terceiros, foi visto com bons olhos pelo mercado que apostou e aposta no crescimento da companhia e do setor como um todo.

Do caso que foi analisado pode-se dizer que a influência do endividamento seria bem maior não fosse a atuação favorável de outras variáveis de mercado que atuaram em sentido oposto ao crescimento elevado do endividamento. Dentre essas variáveis ou circunstâncias de mercado pode-se citar.

- O segmento de atuação da companhia está sendo todo remodelado e está em fase de expansão;
- A possibilidade de crescimento da companhia a partir dos investimentos realizados;
- A origem e a composição do endividamento.

Se já é considerado difícil estabelecer uma estrutura ótima de capital e ainda menos provável que se consiga determinar qual a correlação desejável entre o endividamento e o valor das ações. Entretanto, o que fica evidente é o fato da existência de uma correlação positiva entre os elementos que poderá ser maior ou menor dependendo da companhia, segmento de atuação, possibilidade de crescimento e expansão, causas do endividamento e a sua composição.

Essa relação poderá mostrar-se de forma diversa para um mesmo segmento dependendo do mercado no qual esteja inserida, devido a forma de

como é visto o endividamento pelos investidores. Certamente os americanos atribuem um valor diferente dos brasileiros ao grau de endividamento, pois enquanto estes são conservadores aqueles são ousados. E como são exatamente conjuntura de mercado aliada a visão dos investidores que determinam a lei de oferta e da procura que por conseguinte estabelece o preço das ações, é natural que as relações sejam divergentes em mercados diversos.

Neste trabalho constatou-se haver uma correlação entre o endividamento e o valor das ações no mercado assim como verificou que a privatização da companhia oportunizou um crescimento no nível de credibilidade da companhia e de confiança dos investidores, que tornaram possíveis a obtenção de recursos necessários aos investimentos. Observou-se ainda, que algumas variáveis atuaram de forma oposta ao crescimento do endividamento aos olhos do mercado evitando desta forma uma desvalorização no valor da companhia.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ASSAF, Alexandre Neto. **Mercado Financeiro**: São Paulo: Atlas, 1999.
- BODIE, Zvi e MERTON Robert C. **Finanças**: Porto Alegre: Bookman, 1999
Tradução: James Sudelland Cook
- BRAGA, Roberto. **Fundamentos e Técnicas de Administração Financeira**: São Paulo, Atlas, 1991.
- BREALEY, A R. & MYERS, S. C. **Principles of Corporate Finance**: New York: McGraw Hill, 1991.
- CARVALHO, Edmir Lopes de. **A Relação entre EVA® e o Valor das Ações na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo**: São Paulo: Dissertação(Mestrado em Contabilidade e Controladoria) – USP, 1999.
- CAVALCANTE, Francisco da Silva Filho. MISUMI, Jorge Yoshio. **Mercado de Capitais**: Belo Horizonte: CNBV, 1998.
- CRT, Home Page On Line; Disponível em <http://www.crt.net.br>; vários acessos.
- CVM, Home Page On Line; Disponível em <http://www.cvm.gov.br>; acesso em 06.11.2000.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro Produtos e Serviços**: Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

FREITAS, Luiz Antônio Rossi de. **Evolução dos recursos aplicados nas bolsas de valores e na caderneta de poupança e suas remunerações, relacionando com os planos de estabilização econômica ocorridos no Brasil no período de 1985 a 1995**: Santa Maria: Dissertação (Mestrado em Engenharia de produção)- UFSM, 1998.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**: São Paulo: Harbra, 1987.

PRPGP/UFSM. **Estrutura e Apresentação de Monografias, Dissertações e Teses – MDT**: Santa Maria: Editora da UFSM, 2000.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise Financeira de Balanços**: São Paulo: Atlas, 1998.

ROSS, Stephen A . Randolph W. Westerfield, Jeffrey F. Jaffe; tradução Antonio Zoratto Sanvicente. **Administração Financeira**: São Paulo: Atlas, 1995.