

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

Thatiana de Barros Valentino

**Padrão de financiamento de médias empresas da indústria de
transformação do Estado de São Paulo - 2003 a 2007**

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

SÃO PAULO

2009

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

Thatiana de Barros Valentino

**Padrão de financiamento de médias empresas da indústria de
transformação do Estado de São Paulo - 2003 a 2007**

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em **Economia Política**, sob a orientação do Prof. Dr. **Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho**.

SÃO PAULO

2009

Banca Examinadora

*À minha família:
Angélica, Mylton e Luciana*

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a Deus, por ter atingido e completado mais uma etapa da minha vida.

Agradeço à minha família, em especial à minha querida mãe, Angélica, pelas palavras de força e ensinamento e por tudo o que fez por mim para que eu conseguisse alcançar mais um grande objetivo. Ao meu pai, Mylton, que mesmo distante está sempre presente e apóia minhas decisões. E à minha irmã, Luciana, fiel amiga, cúmplice e companheira.

Ao meu namorado, Paulo, pelo amor e carinho dedicado e pela paciência. Por sempre estar ao meu lado, principalmente, nos momentos de grande apreensão e dificuldade. Seu apoio na reta final do trabalho foi muito importante.

Em especial, agradeço meu orientador, professor Carlos Eduardo de Carvalho, pela sabedoria, e grandes contribuições ao meu trabalho. Agradeço ao apoio e incentivo ao longo de todo o curso e no desenvolvimento desta pesquisa.

Sinceros agradecimentos à professora Lucy Sousa e Claudio Jacob pelas reuniões, sugestões e contribuições que foram fundamentais para a conclusão deste trabalho.

À professora Cristina Penido pela fase de orientação e por ajudar a recuperar meu empenho e dedicação na pesquisa.

Aos professores do programa pela compreensão no difícil momento de saúde em que tive no primeiro semestre de 2006. Agradeço à minha amiga Iracema Salvini a toda ajuda e auxílio nesta fase em que passei.

Agradeço aos antigos companheiros de Banco do Brasil e amigos, Douglas e Fernando, por toda a confiança que sempre depositaram no meu trabalho, sem a qual não seria possível retornar a São Paulo e concretizar esse objetivo. Ao meu ex-chefe, Bruno Gardel, por permitir que eu me ausentasse do trabalho e assim concluir os créditos para o curso de mestrado.

Aos meus amigos, Alessandra Martini, Angélica Berto, Ana Claudia Daólio, Fernando Kawabe, Flavio Bento, Giovanka Mayara Gonzaga, José de Aquino Neto, Lieka Iano, Lilian Rodero, Luiza Yokoyama, Marcelo Fugi, Nivaldo Castanharo, Tatiana Blois, Tatiana Tavares, Thais Silva Pereira, pelo carinho e apoio.

À Sônia, secretária do Programa de Pós-Graduação em Economia Política da PUC-SP, pela gentileza e prestatividade.

*“Um homem nunca sabe aquilo de que é capaz
até que o tenta fazer.”
(Charles Dickens)*

RESUMO

Esta dissertação analisa o padrão de financiamento de 105 empresas de médio porte da indústria de transformação do Estado de São Paulo, de capital fechado. A metodologia utilizada na análise é a construção de indicadores econômico-financeiros a partir dos dados dos Balanços Patrimoniais publicados no jornal *Gazeta Mercantil*. O estudo compreende o período de 2003 a 2007, de modo a analisar o comportamento do endividamento e do padrão de financiamento de empresas médias em anos de expressivo aumento do crédito para a indústria e de oscilações no crescimento da economia. A amostra foi construída pela seleção de empresas que apresentaram receita operacional líquida entre R\$10,5 milhões e R\$60 milhões no ano de 2007 e publicaram seus balanços patrimoniais na *Gazeta Mercantil* de 2003 a 2007, independente de a receita operacional líquida apresentada nos demais anos do período estar no intervalo de classificação de média empresa. A predominância do autofinanciamento e a hipótese da existência de uma ordem na utilização das fontes de financiamento, tendo os recursos internos como primeira opção, seguida do endividamento, favoráveis às hipóteses da teoria de *pecking order*. Apesar do aumento na oferta de crédito, verifica-se nas empresas da amostra a manutenção de elevada utilização dos recursos internos e de baixo grau de endividamento.

Palavras-chave: padrão de financiamento, teoria de estrutura de capital, endividamento, médias empresas

ABSTRACT

This dissertation analyzes the pattern of financing of 105 medium-sized enterprises of processing industry of the State of São Paulo, with capital closed. The methodology used in the analysis is the construction of economic-financial indicators using information from Balance Sheets published on the Gazeta Mercantil newspaper. The study covers the period from 2003 to 2007 to analyze the behavior of indebtedness and the pattern of financing of medium-sized enterprises in the years of significant expansion in credit to industry and fluctuations in the growth of the economy. The sample was constructed by the selection of companies that had net operating revenue between R\$10.5 millions and R\$60 millions in 2007 and published their balance sheets in the Gazeta Mercantil newspaper from 2003 to 2007, regardless of the net operating revenue presented in the other years of the period be in the range of the classification of company average. The predominance of self-financing and the assumption of the existence of an order in the use of funding sources, with internal resources as the first option, followed by debt, they are favorable to the assumptions of the pecking order theory. Despite the increase in supply of credit, it is observed in the companies of the sample to maintain high utilization of internal resources and the low level of indebtedness.

Key words: pattern of financing, theory of capital structure, indebtedness, medium-sized enterprises

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Variação do índice de liquidez corrente de 2003 e 2007	80
Gráfico 2 - Variação do passivo circulante sobre o exigível a longo prazo de 2003 e 2007	81
Gráfico 3 - Variação do endividamento oneroso líquido de 2003 e 2007	83
Gráfico 4 - Endividamento líquido sobre o ativo total - média do período	84
Gráfico 5 - Variação do endividamento líquido sobre o ativo total de 2003 e 2007 ...	84
Gráfico 6 - Evolução do retorno sobre o patrimônio líquido	88
Gráfico 7 - Variação do retorno sobre o patrimônio líquido de 2003 e 2007	89
Gráfico 8 - Retorno sobre o patrimônio líquido - média do período.....	91
Gráfico 9 - Retorno sobre a receita operacional líquida - média do período	92
Gráfico 10 - EBTIDA - Grupos Econômicos	94
Gráfico 11 - EBTIDA - média do período.....	94
Gráfico 12 - Estrutura de capital - Materiais Básicos.....	95
Gráfico 13 - Estrutura de capital - Consumo Cíclico.....	96
Gráfico 14 - Estrutura de capital - Bens Industriais	97
Gráfico 15 - Estrutura de capital - Consumo não Cíclico.....	98
Gráfico 16 - Estrutura de capital - média do período.....	99

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Principais resultados das pesquisas	54
Quadro 2 - Classificação setorial da BM&FBOVESPA em grupos econômicos.....	59
Quadro 3 - Resultado sobre as fontes de financiamento nos recentes estudos realizados no Brasil	74
Quadro 4 - Teorias identificadas nos estudos	76
Quadro 5 - Conclusões gerais do estudo	101
Quadro 6 - Comparativo com estudos do capítulo 2	102
Quadro 7 - Contradições com as referências macroeconômicas	103
Quadro 8 - Resultados esperados versus resultados encontrados	103
Quadro 9 - Conclusões gerais dos grupos econômicos	105
Quadro 10 - Contradições com as referências macroeconômicas - grupos econômicos	106

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Indicadores macroeconômicos selecionados - Brasil - 1999-2007	56
Tabela 2 - Evolução das operações de crédito por atividade econômica ⁽¹⁾ - Brasil - 1999=100	57
Tabela 3 - Distribuição e participação dos setores no total da amostra	58
Tabela 4 - Grupos econômicos e setores analisados no trabalho.....	60
Tabela 5 - Índice de Liquidez Corrente	66
Tabela 6 - Endividamento Oneroso Líquido	67
Tabela 7 - Endividamento Líquido sobre Ativo Total	68
Tabela 8 - Passivo Circulante sobre Exigível a Longo Prazo	69
Tabela 9 - Retorno sobre o Patrimônio Líquido.....	69
Tabela 10 - Retorno sobre a Receita Operacional Líquida	70
Tabela 11 - EBITDA	71
Tabela 12 - Estrutura de Capital da Amostra	72
Tabela 13 - Participação média das fontes de recursos no financiamento da amostra	73
Tabela 14 - Fontes de financiamento considerando as médias empresas.....	75
Tabela 15 - Desempenho industrial regional - Estado de São Paulo	77
Tabela 16 - Índice de Liquidez Corrente - Grupos Econômicos	79
Tabela 17 - Passivo Circulante sobre Exigível a Longo Prazo - Grupos Econômicos	80
Tabela 18 - Endividamento Oneroso Líquido - Grupos Econômicos.....	82
Tabela 19 - Endividamento Líquido sobre Ativo Total - Grupos Econômicos.....	83
Tabela 20 - Retorno sobre o Patrimônio Líquido - Grupos Econômicos	86
Tabela 21 - Retorno sobre a Receita Operacional Líquida - Grupos Econômicos	92

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	13
1 Revisão teórica sobre estrutura de capital	21
1.1 Modigliani e Miller	23
1.2 Teoria da agência	27
1.3 Teoria da sinalização	30
1.4 Teoria do pecking order	32
1.5 Teoria do trade off	35
1.6 Teoria do controle da firma	36
2 Estudos recentes realizados no Brasil	39
2.1 Pesquisas sobre a origem das fontes de financiamento	40
2.2 Pesquisas sobre a estrutura de capital	46
2.3 Principais conclusões das pesquisas	51
3 Apresentação do estudo	55
3.1 Metodologia.....	60
3.1.1 Índice de liquidez	61
3.1.2 Índices de rentabilidade	62
3.1.3 Índices de endividamento	63
3.1.4 Índices de estrutura de capital	64
3.2 Resultados do estudo.....	65
3.2.1 Resultados sobre a liquidez e grau de endividamento	66
3.2.2 Resultados sobre a rentabilidade	69
3.2.3 Resultados sobre a estrutura de capital	71
4 Análise setorial	77
4.1 Resultados da evolução do endividamento	79
4.2 Resultados do desempenho econômico	85
4.3 Resultados da estrutura de capital	95
CONSIDERAÇÕES FINAIS	101
BIBLIOGRAFIA	109
ANEXO – EMPRESAS SELECIONADAS PARA A AMOSTRA	115

INTRODUÇÃO

O objetivo da dissertação é analisar o padrão de financiamento de uma amostra de médias empresas, da indústria de transformação do Estado de São Paulo, no período de 2003 a 2007. Entende-se por padrão de financiamento a existência de uma preferência das empresas entre as fontes de recursos disponíveis para o financiamento. A base empírica da análise é constituída por uma amostra de 105 empresas de médio porte para as quais foram obtidas informações dos balanços patrimoniais publicadas anualmente na página do jornal Gazeta Mercantil.

As empresas que compõem a amostra são Sociedades Anônimas, de capital fechado, médio porte, cujo critério de tamanho foi definido de acordo com a classificação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)¹. A análise é feita com a construção de indicadores econômico-financeiros utilizados para medir o endividamento líquido bancário, e assim avaliar a evolução do endividamento, e identificar se há um padrão de financiamento adotado pelas empresas da amostra.

A partir da avaliação dos indicadores de rentabilidade procurou-se verificar o desempenho econômico apresentado pela amostra ao longo dos anos analisados, e comparar os resultados encontrados com o cenário macroeconômico do período. Estes anos foram escolhidos para a pesquisa, pois compreende um período de evolução no crédito, com retomada do crescimento econômico e de oscilações na economia.

Os anos analisados apresentaram elevadas taxas de juros que buscavam o controle da inflação e geravam apreciação do real frente ao dólar. Enquanto o risco país apresentou redução, o índice Ibovespa aumentou em todos os anos, o que refletia a confiança na economia brasileira. Com relação ao crédito, o momento foi de grande evolução, tanto para a indústria quanto para o consumidor. Porém, é

¹ Classificação de porte de empresa adotada pelo BNDES:

- Microempresas: receita operacional bruta anual até R\$ 1,2 milhões
- Pequenas Empresas: receita operacional bruta anual entre R\$ 1,2 milhões e R\$ 10,5 milhões
- Médias Empresas: receita operacional bruta anual entre R\$ 10,5 milhões e R\$ 60 milhões
- Grandes Empresas: receita operacional bruta anual superior a R\$ 60 milhões

importante mencionar que a variação nas operações de crédito foi maior para a pessoa física do que para a indústria. Notou-se, inclusive, que a partir do ano de 2005 o volume de operações de crédito para pessoa física ultrapassou o volume para a indústria.

Diante do cenário de evolução nas operações de crédito para a indústria, a pesquisa esperava encontrar um aumento no grau de endividamento, e da participação dos recursos de terceiros na estrutura de capital das empresas. Mas, os resultados apontaram o oposto do que poderiam sugerir os indicadores macroeconômicos: houve queda no grau de endividamento das empresas e manutenção do percentual de utilização dos recursos de terceiros como fonte de financiamento. Outro ponto contraditório foi a rentabilidade apresentada pela amostra no ano de 2005 (menor crescimento do Produto Interno Bruto - PIB): quando se esperava um baixo desempenho das empresas, foi observado que elas apresentaram o mesmo patamar de rentabilidade de 2004, ano em que houve forte crescimento do PIB.

Nos estudos sobre teoria de estrutura de capital discutem-se quais fontes de financiamento as empresas utilizam e se existe um padrão de financiamento que as empresas adotam para buscar o crescimento e a valorização. Desde 1958, com o trabalho de Modigliani e Miller, teorias e estudos foram desenvolvidos neste tema e as pesquisas revelaram resultados diversos.

O ponto de partida é a distinção das duas fontes principais de financiamento, recursos próprios e recursos de terceiros. No financiamento com recursos próprios, a empresa utiliza os lucros acumulados, ou seja, a fonte de recursos está no lucro gerado pela empresa, a partir do investimento realizado. Este tipo de financiamento depende, principalmente, da capacidade da empresa de gerar excedente, isto é, fruto do montante de investimento que foi possível realizar no período anterior. No financiamento com recursos de terceiros a empresa pode utilizar-se do financiamento bancário ou da oferta pública de valores mobiliários no mercado de capitais. Como a amostra do presente trabalho contém apenas empresas de capital fechado, isto é, sem emissão de ações na Bolsa de Valores, foi considerado somente o endividamento bancário nas análises da utilização de capital de terceiros dessas empresas.

A construção de teorias que buscam definir o padrão de financiamento inicia-se com Modigliani e Miller, em 1958, que consideram as suposições de mercado

perfeito, sem impostos, nem custos de transação, em que todos os participantes do mercado têm acesso às mesmas informações. Os autores concluem que a estrutura de capital não interferirá no valor da empresa, pois a troca de capital acionário por capital de terceiro fará com que o custo total de capital da empresa permaneça inalterado. A explicação encontra-se no fato de o acréscimo de capital de terceiros elevar o custo do capital acionário remanescente. O aumento do custo do capital acionário será compensado com a proporção maior de capital de terceiros mais barato.

O trabalho de Modigliani e Miller deu embasamento para a teoria do trade-off, que revela a existência de um nível de endividamento ótimo para as empresas, na qual os benefícios e custos do endividamento estariam balanceados. Esta teoria destaca como benefício do endividamento o ganho fiscal proporcionado pela dedução dos juros pagos sobre o imposto de renda das empresas. Além das economias fiscais, a teoria considera a existência dos custos da possibilidade de falência esperados pela utilização do endividamento excessivo. No ponto ótimo da relação entre os benefícios e custos do endividamento é determinada a estrutura de capital na qual a empresa maximiza seu valor de mercado.

Em oposição às conclusões das teorias de Modigliani e Miller e trade-off, surgiram as teorias baseadas na assimetria de informação. Dentre elas, destacam-se a teoria da hierarquização das fontes de financiamento (ou pecking order) e a teoria da agência. A teoria de pecking order assume que os agentes possuem informações assimétricas, e, por isso, as empresas seguem uma hierarquia na utilização das fontes de recursos, financiam-se primeiramente com os lucros retidos, e quando esgotados, com endividamento, e por último com emissão de papéis na Bolsa de Valores.

Também fundamentada pela existência de assimetria de informações, a teoria da agência teve início na discussão sobre os custos de agência, que investiga os custos gerados quando há conflitos de interesses entre credores e acionistas e entre acionistas majoritários e minoritários. Por trás da teoria da agência, está a idéia de que os acionistas da empresa que têm poder para tomar decisão sobre os negócios da própria empresa tratarão de agir sempre visando ao benefício próprio, em detrimento do interesse de terceiros.

Surgiram, também, teorias que consideram outros fatores não citados nos trabalhos anteriores, quais sejam, oportunidades de crescimento, interações

estratégicas entre empresas concorrentes, interações com clientes e fornecedores, e preocupações com o controle da firma.

Nos últimos anos, pesquisas foram desenvolvidas no Brasil com a finalidade de analisar o grau de endividamento e a estrutura de capital das empresas nacionais. No segundo capítulo são apresentados alguns desses estudos, bem como a fonte de dados e a metodologia utilizada, e os resultados obtidos. A discussão tem início com o artigo de Eid Junior (1996), que através de um questionário enviado a 161 empresas, indicou um dos resultados o fato das empresas de capital fechado considerar o endividamento como primeira opção de financiamento. Rodrigues e Kloeckner (2006) realizaram um estudo com 77 empresas, no qual obteve evidência favorável à teoria pecking order, mesmo resultado encontrado na dissertação de Daher (2004). Na análise de Moreira e Puga (2000), com uma amostra de 4.312 empresas, foi identificado que o autofinanciamento é mais utilizado pelas empresas de maior lucratividade. Em 2001, a Comissão Econômica para a América Latina (CEPAL) juntamente com a Confederação Nacional da Indústria (CNI) realizaram um estudo com envio de questionário a 727 empresas, o qual apresentou a utilização de recursos internos como a principal fonte de financiamento, assim como o estudo realizado por Nakamura e Mota (2002), Jacob (2006), Rodrigues e Melo (1999) e a pesquisa de Prates e Leal (2005). Ao contrário do que se verificou nos trabalhos descritos anteriormente, a pesquisa de Lucinda e Saito (2002) apresentou o modelo de endividamento ótimo como melhor modelo explicativo entre os testados no estudo.

A metodologia adotada neste trabalho é a construção de indicadores econômico-financeiros através dos números divulgados nos Balanços Patrimoniais e Demonstrativos de Resultado das empresas. O estudo compreende o período de 2003 a 2007 a fim de verificar nos anos de expressivo aumento do crédito, o comportamento do padrão de financiamento das médias empresas. O critério de seleção da amostra foi a composição com empresas de setores da indústria de transformação do Estado de São Paulo, que publicaram seus balanços patrimoniais na página do jornal Gazeta Mercantil no período de 2003 a 2007, cuja receita operacional líquida foi entre R\$10,5 e R\$60 milhões no ano de 2007.

Na pesquisa foram definidas duas condições na composição da amostra. A primeira condição foi utilizar a receita operacional líquida como proxy da receita operacional bruta. A segunda foi considerar todas as empresas da indústria de

transformação do Estado de São Paulo, que divulgaram os balanços entre os anos de 2003 e 2007 na página do jornal Gazeta Mercantil, independente da receita operacional líquida apresentada nos demais anos do período, exceto em 2007, estar entre o intervalo que a classifica como média empresa.

Foram analisadas duas questões de pesquisa: a primeira, para verificar o desempenho econômico das empresas por meio dos indicadores de rentabilidade, e entender a evolução e o comportamento do grau de endividamento, isto é, se as empresas mantiveram-se mais ou menos endividadas no período do estudo; a segunda, para investigar quais fontes de financiamento foram utilizadas pelas empresas e com base na distribuição desses recursos, entre capital próprio (lucros retidos) e de terceiros (endividamento), identificar se existe um padrão de financiamento para a amostra selecionada.

Outra análise elaborada no trabalho foi investigar os resultados encontrados com relação ao desempenho, ao grau de endividamento e à estrutura de capital por grupo econômico. A divisão dos setores da indústria de transformação em grupos econômicos segundo a classificação da BM&FBOVESPA permitiu realizar uma análise setorial dos resultados e compará-los ao que se esperava encontrar diante da conjuntura macroeconômica do período.

Dentre os 10 grupos classificados pela BM&FBOVESPA, sob o ponto de vista do consumo, este trabalho analisou 4 grupos de setores, uma vez que o estudo compreende somente empresas da indústria de transformação. O objetivo desta investigação foi observar o desempenho econômico e o padrão de financiamento em cada grupo de setores que possui características econômicas semelhantes com a finalidade de verificar se apresentaram comportamentos similares ou distintos nos anos da análise. As referências macroeconômicas foram utilizadas por permitirem realizar uma análise mais ampla e fundamentada do desempenho das empresas.

A relevância em estudar as fontes de financiamento das empresas nacionais de médio porte encontra-se no fato de que ainda são poucos os trabalhos publicados sobre esse segmento. Devido às suas especificidades o padrão de financiamento das empresas médias difere das micro e pequenas, e grandes empresas. O presente trabalho possibilita através das referências teóricas, fazer um levantamento de quais são as possíveis fontes de financiamento, bem como de algumas das teorias de estrutura de capital. Dessa maneira, através do estudo procurou-se identificar quais são as principais fontes de recursos utilizadas pela

amostra, e se alguma das teorias sobre o padrão de financiamento se encaixa. Através do levantamento de alguns trabalhos acadêmicos realizados recentemente no Brasil, procurou-se identificar quais foram os resultados encontrados nesses trabalhos com relação ao endividamento e às fontes de financiamento que as empresas utilizam. E por último, comparar se os resultados encontrados foram condizentes com o panorama da economia no período.

Além do fator tamanho e segmento da empresa, o contexto macroeconômico do país também pode interferir nas fontes de financiamento que são utilizadas pelas empresas. Dentre os fatores macroeconômicos, os entraves ao acesso ao endividamento bancário, por exemplo, são reflexo da política econômica adotada pelo país, das suas relações com o mercado externo e da carência de oferta de recursos para investimento. Diante disso foi escolhido para o estudo, um período que compreende um cenário de elevação de oferta de crédito no país, a fim de explicitar se existe alguma relação entre o contexto macroeconômico com o financiamento/endividamento das empresas.

O trabalho está dividido em quatro capítulos e um anexo com a identificação das empresas que compõem a amostra. O primeiro capítulo apresenta a discussão sobre as teorias de estrutura de capital das empresas: Teoria do M&M (Modigliani e Miller - 1958), Teoria da Agência (Jensen e Meckling - 1976), Teoria da Sinalização (Ross -1977), Teoria do Pecking Order (Myers - 1984), Teoria do Trade Off (Rajan e Zingales - 1995), e Teoria do Controle da Firma (Harris e Haviv - 1991).

O segundo capítulo resume a discussão sobre o padrão de financiamento das empresas no Brasil, e os estudos empíricos realizados recentemente. Dentre os trabalhos acadêmicos foram citados o estudo de Eid Junior (1996), Rodrigues e Melo (1999), Moreira e Puga (2000), CEPAL e CNI (2001), Lucinda e Saito (2002), Nakamura e Mota (2002), Daher (2004), Liana Nobre (2005), Prates e Leal (2005), Jacob (2006) e Rodrigues e Kloeckner (2006).

O terceiro capítulo apresenta o estudo com os dados dos balanços de 105 empresas de médio porte da indústria da transformação do Estado de São Paulo. O primeiro objetivo é identificar a evolução do grau de endividamento e se existe alguma relação entre a situação macroeconômica do país e o endividamento dessas empresas. O segundo objetivo é avaliar quais são as fontes de financiamento utilizadas por essas empresas e como estão distribuídas em percentual de utilização para verificar se há um padrão de financiamento, além de

fazer uma análise comparativa com os resultados obtidos nos estudos realizados no país, descritos no capítulo dois.

O quarto capítulo apresenta o estudo da amostra dividida em 4 grupos econômicos, sob o ponto de vista do consumo, segundo a classificação da BM&FBOVESPA. Ao separar as empresas em grupos com características econômicas semelhantes foi possível realizar uma análise setorial. Dessa forma, observou-se o desempenho econômico e o padrão de financiamento dos grupos, bem como a evolução do grau de endividamento entre os anos de 2003 a 2007. A partir dos resultados encontrados foi possível identificar se o comportamento apresentado por cada grupo de setores foi o que se esperava diante do panorama da economia no período. E, por fim, procurou-se identificar os possíveis fatores explicativos para o comportamento apresentado pelos grupos econômicos.

1 REVISÃO TEÓRICA SOBRE ESTRUTURA DE CAPITAL

A primeira parte do trabalho apresenta os referenciais teóricos sobre a estrutura de capital das empresas. Jacob (2000) destaca a importância em estudar a estrutura de capital das empresas para entender como ocorre a expansão e o aumento da acumulação de capital. A observação do comportamento desses itens permite identificar qual a situação financeira de uma empresa. Além disso, é relevante investigar onde as empresas investem para atingir seus objetivos de acumulação de capital, e qual é a origem destes investimentos.

Com relação à acumulação de capital, Calabi (1981), em seu texto, revela que o crescimento da empresa é resultado do montante de recursos que ela aufer e possui para investir, seja através de lucros ou de endividamento. Para atingir o objetivo da empresa de valorização do capital, a decisão quanto ao montante de capitais a serem investidos transforma-se numa decisão crucial, sendo que este montante de capitais é função da quantidade de capitais próprios disponíveis e da taxa de endividamento desejada.

A acumulação de capital e o crescimento da empresa são limitados. Kalecki (1976) em sua obra Teoria da Dinâmica Econômica destaca que existem três fatores que limitam o tamanho de uma firma:

- 1) as deseconomias de escala – fator que o autor não considera muito real, pois é possível ter duas ou mais fábricas;
- 2) as limitações do mercado – segundo o autor, este fato não explica a existência de firmas grandes e pequenas num mesmo ramo;
- 3) este, de maior relevância, é o capital da empresa, ou seja, a quantidade de capital que a firma possui. A importância deste item foi extraída da obra de Kalecki (1976):

O acesso de uma firma ao mercado de capitais, ou, em outras palavras, o volume de capital que pode esperar obter de investidores é determinado em grande parte pelo volume do capital dessa empresa. Seria impossível uma firma tomar emprestado capital acima de um certo limite determinado pelo volume de seu capital de empresa (...) Além disso, muitas firmas não se dispõem a recorrer ao uso de todas as potencialidades do mercado de capitais, devido ao risco crescente que a expansão envolve. Na verdade, algumas firmas poderão mesmo manter seu investimento a um nível abaixo do que seria permitido pelo capital da empresa, parte do qual poderá estar sob a forma de títulos. Uma firma que pense em

expandir-se deve encarar o fato de que, dado o volume do capital da empresa, o risco aumenta com a quantia investida (...) O tamanho de uma firma, portanto parece achar-se circunscrito pelo volume do capital da empresa tanto através de sua influência na capacidade de conseguir capital emprestado como através de seu efeito no grau de risco (...) As diferenças na posição relativa das firmas determinadas pelo capital das empresas são aprofundadas pelo fato de que as firmas abaixo de um certo tamanho simplesmente não têm acesso ao mercado de capitais (...) Decorre do acima exposto que a expansão de uma firma depende de sua acumulação de capital a partir dos lucros correntes. Isso permitirá à firma realizar novo investimento sem defrontar-se com os obstáculos representados por um mercado de capitais limitado ou pelo risco crescente. Não só a poupança feita a partir dos lucros correntes poderá ser investida diretamente nos negócios, como também esse aumento do capital da firma irá possibilitar-lhe contrair novos empréstimos. (KALECKI, 1976, p. 134).

Quanto ao processo de crescimento da empresa existem três tipos principais de limitações com que a empresa depara-se. O primeiro refere-se à concorrência frente às demais empresas que pertencem a um mesmo espaço econômico, seja ele o mercado, ramo ou conjunto de atividades. Em segundo lugar existem as restrições quanto à velocidade da empresa em absorver a nova capacidade produtiva à existente preliminarmente, levando em consideração o grau de utilização da capacidade que as empresas operam durante um determinado período e seu ajustamento no ciclo. O terceiro deles refere-se às limitações quanto à capacidade de financiamento dos ativos necessários à atividade produtiva da empresa. (CALABI, 1981, p.193)

A capacidade de financiamento provém da geração de lucros e sua retenção, dos novos aportes de capital e do endividamento. Logo, o autofinanciamento depende dos investimentos realizados anteriormente que possuem o poder de gerar lucros. Assim, a necessidade da empresa em recorrer ao endividamento é determinada pelas decisões de investimento e pelo capital próprio disponível, sendo atendida de acordo com o sistema financeiro e com as expectativas quanto ao retorno deste investimento frente ao custo do endividamento. Portanto, tanto o autofinanciamento como a necessidade da empresa endividar-se dependem dos lucros retidos, os quais são resultado do investimento realizado anteriormente. (CALABI, 1981, p. 16).

Nos estudos sobre teoria de estrutura de capital discutem-se quais as fontes de financiamento as empresas utilizam e se existe um padrão de financiamento que a empresa adota para buscar o crescimento e a valorização. Nos próximos itens do

capítulo serão discutidas as principais teorias, tendo início em 1958, com o trabalho de Modigliani e Miller.

1.1 Modigliani e Miller

O estudo de Modigliani e Miller teve como ponto de partida a definição de Markowitz (1952), no artigo *Portfolio Selection*, sobre risco. Markowitz pela primeira vez tratou o risco como uma variável aleatória, e da forma como risco e retorno se comportavam quando ativos diferentes eram adicionados à mesma carteira. A contribuição imediata do autor foi aos mercados financeiros e não à estrutura de capital das empresas. Mas, este estudo somado ao princípio da separação de Fisher formulado ainda na década de 1930, e que tratava da independência entre as decisões dos investidores e as decisões dos administradores das empresas, abriu espaço para que as empresas fossem tratadas como um portfólio de ativos, independente de seu financiamento por parte dos investidores.

Dessa forma, o princípio básico defendido por Modigliani e Miller pode ser assim interpretado: a empresa é constituída por um conjunto de ativos que apresentam uma determinada capacidade de geração de receita, a um determinado risco. A esse risco corresponde um custo de capital. Esse risco não é influenciado pelas fontes de recursos que financiam os ativos. Por exemplo: a receita de vendas de uma empresa depende da demanda por seu produto. Pelo raciocínio desses autores, o consumidor não deixa de comprar tais produtos porque a empresa financiou suas operações dessa ou daquela maneira. Se o comportamento dos ativos não muda, seu valor não deve mudar. Assim, o valor da empresa independe de sua forma de financiamento. Visto da perspectiva das fontes de recursos: o custo da dívida é mais baixo que o custo do capital acionário, porém ambos aumentam com o crescimento da alavancagem financeira. Segundo Modigliani e Miller os dois efeitos se compensam, isto é, a troca de capital acionário (mais caro) por dívida (mais barato), faz com que o custo de capital da empresa se mantenha inalterado. (FAMA; GRAVA, 2000)

O trabalho pioneiro de Modigliani e Miller publicado em 1958 é considerado o marco inicial dos estudos sobre estrutura de capital da empresa. Conhecida como

Proposição I de MM, a teoria afirma que a proporção de capital de terceiros em relação ao capital próprio de uma empresa é irrelevante para a determinação do seu valor de mercado.

O modelo da Proposição I de MM segue as seguintes premissas:

- Mercados perfeitos;
- Sem impostos;
- Sem custos de transação;
- Informação simétrica entre os participantes do mercado a custo zero.

Segundo Modigliani e Miller, a decisão sobre a estrutura de capital de uma empresa é irrelevante, uma vez que tanto faz ela trabalhar com ou sem dívidas, o seu valor de mercado manterá inalterado. O custo de capital próprio de uma empresa será diretamente proporcional ao seu nível de endividamento. Ou seja, o acréscimo de capital de terceiros na estrutura de capital da empresa, torna o capital próprio remanescente mais arriscado, logo, o custo de capital próprio aumenta. A elevação do custo do capital próprio remanescente compensa a vantagem obtida com a maior proporção de capital de terceiro mais barato. Quanto mais endividada é uma empresa, maior tende a ser o custo de capital próprio, pois os acionistas passam a suportar um maior nível de risco sobre o investimento que fizeram na empresa. (NAKAMURA, 2002)

A teoria leva a concluir que a relação entre capital próprio e capital de terceiros não interfere no valor da empresa e no custo geral de capital; estes acabam sendo insensíveis ao grau de endividamento. Esta relação é consequência das decisões estratégicas dos administradores das empresas.

No segundo trabalho, artigo publicado em 1963, Modigliani e Miller complementaram seu primeiro estudo considerando a existência de imposto de renda sobre o lucro das empresas. A Proposição II de MM revela que com o imposto de renda a conclusão de que a decisão de estrutura de capital é irrelevante para a determinação do valor de mercado da empresa não é mais válida.

A incidência de imposto de renda sobre o lucro traz um ganho adicional para a empresa, uma vez que os juros que remunera o capital de terceiros são dedutível no imposto. Havendo dedutibilidade dos juros pagos, o valor de mercado de uma empresa aumenta à medida que ela se endivida, uma vez que o aumento da alavancagem implica em aumento do benefício fiscal, e, conseqüentemente o custo médio do capital diminui. Portanto, na ausência de custos de falência e de imposto

de renda sobre pessoa física, as empresas deveriam financiar-se com 100% de capital de terceiros. Esta conclusão foi uma importante contribuição para os estudos subseqüentes sobre a estrutura de capital das empresas.

O trabalho dos autores Ross, Westerfield e Jaffe (2002) obteve o resultado exposto por Modigliani e Miller na Proposição I, em um mercado eficiente e sem impostos:

Nossos resultados, neste capítulo, são básicos. Inicialmente, discutimos a decisão de estrutura de capital num contexto livre de impostos ou quaisquer outras imperfeições de mercado de capitais. Surpreendentemente, constata-se que, nesse caso, a decisão de estrutura de capital é irrelevante. Em seguida, argumentamos que há uma peculiaridade, na legislação fiscal americana, que subsidia o financiamento por meio de capital de terceiros. Por último, mostramos que um aumento do valor da empresa, com a utilização de financiamento por meio de capital de terceiros, conduz a um aumento do valor das ações. (ROSS, WESTERFIELD E JAFFE, 1995, p.300)

Segundo as conclusões da Proposição II, com impostos sobre pessoa jurídica:

Demonstraremos que, devido a uma peculiaridade da legislação fiscal americana, a proporção da pizza destinada a impostos é menor na empresa com dívidas. Portanto, os administradores devem optar por maior endividamento. (ROSS, WESTERFIELD E JAFFE, 1995, p. 300)

Por outro lado, os autores Brealey, R. A e Myers, S.C. (1998) dão outro enfoque às conclusões de MM:

Evidentemente a proposição de MM não é A Resposta, mas diz-nos onde devemos procurar as razões pelas quais as decisões sobre estrutura de capital podem ser importantes. Os impostos são uma das possibilidades. O endividamento proporciona à empresa um benefício fiscal pelos juros, benefício esse que pode compensar largamente qualquer excesso de imposto individual que o investidor tenha de pagar sobre os juros da dívida. Por outro lado, elevados níveis de endividamento podem impulsionar os gestores a trabalhar mais arduamente e a conduzir melhor o navio. Mas a dívida tem seus inconvenientes, nomeadamente se conduzir a tensões financeiras com elevados custos. (BREALEY E MYERS, 1998, p. 991)

Alguns anos depois, em 1977, Miller avançou no modelo proposto por Modigliani e Miller, e desenvolveu um modelo que considera a incidência de imposto sobre pessoa física. Para Miller, os tributos pessoais também podem interferir no valor de mercado da empresa e conclui que a inclusão desse imposto diminui o benefício fiscal gerado pelo endividamento.

Isso acontece porque são pagos mais impostos de pessoa física numa empresa alavancada do que numa empresa não alavancada. Com a incidência de impostos sobre os ganhos auferidos com dividendos, os credores exigirão maiores taxas de juros para poder compensar a perda com o imposto a ser pago, isso resultará no aumento do custo do endividamento. O resultado será um benefício fiscal do endividamento menor do que o exposto na Proposição II de MM.

A maior contribuição do modelo de Miller foi considerar as implicações das diferentes alíquotas de imposto de renda sobre pessoa física. Logo, o valor do imposto total, pessoa física mais pessoa jurídica, poderá aumentar ou diminuir com o endividamento, dependendo as alíquotas do imposto de renda.

O trabalho revela que haverá um nível ótimo de endividamento considerando o agregado do mercado. As empresas terão benefício fiscal com a alavancagem se emitirem títulos de dívida em volume suficiente para atingir apenas os credores que possuam a alíquota de imposto de renda de pessoa física menor ou igual à alíquota de pessoa jurídica. Quanto maior o imposto de renda a ser pago pelo credor, maior será a taxa de juros exigida sobre o título da dívida para compensar o pagamento do tributo. Dessa forma, para os investidores com alíquota de imposto menor que a alíquota sobre os lucros da empresa poderá ser oferecida uma taxa de juros que proporcionará maior ganho para as empresas. Aos investidores com alíquotas maiores que as corporativas não serão emitidos títulos de dívida, estes aplicarão em ações das empresas.

Para o caso no qual o imposto de pessoa física coincide com o imposto sobre pessoa jurídica, o ganho que a empresa auferirá com a emissão de títulos da dívida será o mesmo que ganhará com a emissão de ações. Logo, não haverá ganho ou perda com o endividamento; para as empresas será indiferente escolher entre capital próprio e capital de terceiros. Esta conclusão do trabalho de Miller deu respaldo à idéia de irrelevância das decisões de estrutura de capital, a mesma encontrada por MM, porém considerando ausência de impostos.

1.2 Teoria da agência

Em 1932, Berle e Means desenvolveram o estudo pioneiro sobre o relacionamento entre proprietários e administradores das empresas. Até o século XIX, a organização da propriedade sob o sistema de propriedade privada baseava-se nos interesses do dono da propriedade, que era quem controlava e usufruía dos lucros da empresa. Com a separação entre propriedade e controle, originada do surgimento das empresas abertas, as sociedades anônimas, os interesses do proprietário e os dos administradores podem divergir, e isto muitas vezes acontece.

Na sociedade anônima, os administradores que controlam a riqueza e são responsáveis pela eficiência produtiva e geração de lucros não têm direito a usufruir deste lucro. Por outro lado, os proprietários que recebem os lucros das empresas, não são motivados a fazerem o uso mais eficiente da propriedade, e sim a buscar o lucro máximo. A desintegração entre propriedade e controle destrói a antiga suposição de que a obtenção de lucros estimula o dono da propriedade a usá-la de forma eficaz. A posição do proprietário foi reduzida aos interesses na empresa de lucros crescentes, enquanto o interesse dos administradores está em ter poderes sobre a empresa e obter lucros pessoais. (BERLE; MEANS, 1932)

Logo, os interesses do controle são diferentes e muitas vezes se opõem aos interesses da propriedade. Sob a sociedade anônima, os administradores, mesmo se possuírem um grande volume de ações da empresa, podem ter melhores retornos lucrando à custa da propriedade do que produzindo lucros para ela. Conclui-se que os interesses dos proprietários e administradores opõem-se, em grande parte, se os interesses dos administradores resumem-se em lucro pessoal.

O trabalho de Berle e Means (1932) deu embasamento à Teoria da Agência, desenvolvida nos estudos de Jensen e Meckling (1976) e Slutz (1990). A discussão chave da teoria são os custos gerados quando há conflitos de interesses entre administradores e acionistas e entre acionistas majoritários e minoritários. Por trás da Teoria da Agência, está a idéia de que os gestores da empresa que têm poder para tomar decisão sobre os negócios da própria empresa vão agir sempre visando ao benefício próprio, em detrimento do interesse dos acionistas.

A discussão teórica da Teoria da Agência está baseada no conceito de relação de agência. A definição de relação de agência é dada pelos autores como

um contrato em que uma ou mais pessoas (chamada de principal (s)) atribuem a outra pessoa (chamada de agente) a realização de alguns serviços em nome do principal, e isso envolve delegar alguma autoridade no processo de tomada de decisão do principal para o agente. (JENSEN; MECKLING, 1976)

A Teoria da Agência oferece a visão da estrutura de capital como uma estrutura da propriedade, ou seja, com a separação entre propriedade e controle, as decisões de financiamento serão influenciadas tanto pelos interesses dos administradores quanto dos acionistas. Apesar de serem contratados para atuarem de acordo com os interesses do principal, os agentes, visando aos seus próprios interesses, podem desistir do objetivo de maximização do valor de mercado da empresa (interesse do principal). Ambos buscam maximizar sua própria utilidade. Porém, enquanto para os acionistas a riqueza é a variável sujeita à maximização do valor da empresa, para os administradores as variáveis podem ser remuneração, poder, segurança e reconhecimento profissional, logo, os agentes nem sempre vão agir no interesse do principal. As decisões tomadas pelos administradores que não atendem aos interesses dos acionistas provocarão uma redução no valor das empresas. Os custos de agência surgem desse conflito de interesses que existe entre principais e agentes. A estrutura ótima de capital será aquela que minimiza o custo de agência total.

Jensen e Meckling (1976) definem os custos de agência como sendo a soma dos custos:

- 1) de monitoramento (monitoring costs): monitorar as atividades dos agentes para garantir a realização do que foi contratado;
- 2) de obrigação (bonding costs): garantir que os agentes não vão tomar determinadas ações que prejudiquem o principal através de incentivos contratuais, monetários ou não;
- 3) da perda residual (residual loss): situações de divergência entre as decisões dos agentes e as decisões que maximizariam o valor da empresa, não previstas inicialmente.

Entende-se, portanto, que os custos de agência visam a minimizar o conflito de interesses entre principal e agente na busca de atingir o cumprimento das ações dos administradores no objetivo de maximizar o valor de mercado da empresa. Além disso, essas medidas possibilitam aos acionistas controlar as ações dos administradores.

Com a separação entre propriedade e controle pode acontecer que uma das partes tenha mais ou melhores informações do que a outra. Se as informações tivessem custo zero, ou se todos possuíssem perfeita informação, não existiriam os problemas de agência, pois uma não dependeria da outra. Porém, como os acionistas dependem das ações dos administradores e vice-versa, existirá a relação de agência, e, portanto, os conflitos de interesses. A assimetria de informação deriva de o agente possuir um conjunto maior de informações sobre as atividades desenvolvidas no relacionamento principal-agente que o principal, o que pode gerar um comportamento oportunista por parte do agente ao utilizar suas informações em benefício próprio. A assimetria de informação pode ocasionar dois tipos de problemas: o da seleção adversa (*adverse selection*) e o do risco moral (*moral hazard*).

O problema da seleção adversa (*adverse selection*) afeta negativamente a relação pré-contratual entre o agente e o principal. Refere-se à possibilidade de uma parte contratual (o agente) possuir, antes da contratação, informações sobre determinadas variáveis que afetem a avaliação da transação e que são desconhecidas da outra parte (o principal). A seleção adversa resulta do fato do principal não conseguir identificar os riscos de uma transação, expressando o oportunismo do agente em tirar proveito de possuir informações que o principal desconhece, e a ocultar com o objetivo de maximizar a sua utilidade.

O risco moral (*moral hazard*) é um problema que surge da assimetria de informação na relação pós-contratual. Deriva do fato do principal não poder avaliar a eficiência ou o resultado das ações do agente no objetivo de maximizar os interesses daquele. Portanto, como não há maneira do principal avaliar as ações do agente, este poderá adotar comportamentos oportunistas em benefício próprio.

Segundo Stulz (2000), existem duas imperfeições de mercado (risco moral e seleção adversa) que destroem a idéia de mercados perfeitos. Na primeira, chamada de ação oculta (*hidden action*), os investidores não vêem todas as ações dos administradores. Na segunda, chamada de informação oculta (*hidden information*), os administradores têm informações que os acionistas não possuem. Os administradores podem utilizar a ação e informação oculta para atingir objetivos próprios. Com os problemas de risco moral e seleção adversa, os investidores não acreditam no que os administradores dizem sobre os fluxos de caixa que eles receberão de um investimento. Isso acontece porque os acionistas sabem que os

administradores têm incentivos para sobreestimar os fluxos de caixa. Em segundo lugar, os administradores podem afetar os fluxos de caixa, quando trabalham menos ou perseguem os próprios interesses. E, por último, os acionistas não podem especificar a utilização do fluxo de caixa de um investimento. Com isso, os administradores podem escolher investir muito na empresa porque terão mais benefícios ao investir mais do que pagar o excesso de fluxo de caixa aos acionistas. Em um caso extremo, esses problemas podem implicar que não há aumento no fluxo de caixa. Isso pode acontecer se os administradores utilizarem, sem penalidade, o fluxo de caixa para consumo próprio. A empresa não levantará fluxo de caixa mesmo se possuir bons investimentos.

O conflito de interesses entre acionistas e administradores pode ser reduzido com mecanismos de incentivos apropriados que convirjam os objetivos das partes contratuais. Um dos mecanismos que pode minimizar os problemas de agência é um sistema de remuneração que ligue a riqueza dos administradores à dos acionistas, ou seja, tornam os administradores detentores de ações da empresa.

Jensen e Meckling (1976) sugerem que a detenção de ações pelos administradores minimiza os problemas de agência. Uma vez que os administradores também são acionistas da empresa, os mesmos terão que suportar, na proporção da sua participação do capital, os custos que resultarem das suas decisões, contrárias à maximização do valor da empresa.

1.3 Teoria da sinalização

Stephen Ross (1977) introduziu os custos de falência como fator para a escolha da estrutura ótima de capital da empresa. Um dos limites ao montante de capital de terceiros que a empresa pode utilizar é a existência dos custos de falência. A idéia está no fato de quanto mais endividada maior a probabilidade da empresa não conseguir honrar seus compromissos com os credores. Os custos de falência podem anular os ganhos fiscais proporcionados pelo uso de capital de terceiros.

As empresas em situação de falência, além de possuir despesas legais e contábeis, enfrentam dificuldades com clientes, fornecedores e funcionários.

Quando a empresa abre falência, a propriedade dos ativos da empresa é transferida, em última instância, dos acionistas aos credores.

Os custos podem vir da ameaça de falência, ou seja, funcionários abandonam o emprego, fornecedores não concedem crédito, e os emprestadores exigem taxas de juros mais altas e condições mais restritivas para conceder o empréstimo.

Portanto, os custos de falência são divididos em dois:

- 1) a probabilidade de ocorrer a falência (ameaça de falência)
- 2) os custos das dificuldades financeiras (situação de falência)

A existência de custos de falência e informação assimétrica são os alicerces do trabalho desenvolvido por Ross (1977) sobre a teoria da sinalização. A assimetria de informações entre administradores e acionistas tem um efeito importante sobre a estrutura de capital da empresa, pois, uma vez que os administradores possuem mais informações que os acionistas, estes terão conhecimento de como os administradores avaliam as perspectivas da empresa através de sinais proporcionados aos acionistas decorrentes das ações desempenhadas pelos administradores. A estrutura de capital escolhida sinaliza ao mercado a situação da empresa.

A idéia central da teoria da sinalização é que os administradores conhecem os fluxos de caixa futuros da empresa, enquanto os acionistas não sabem os resultados desses fluxos. Dessa forma, os administradores sinalizam para o mercado que os fluxos de caixa serão positivos quando a empresa se endivida. O endividamento é avaliado como um sinal positivo, pois indica que a empresa terá fluxo de caixa suficiente para pagar os juros e a dívida. As empresas em má situação financeira são menos endividadas uma vez que empresas com pouco valor possuirão custos de falência elevados a certo nível de endividamento. Os valores das empresas vão aumentar com a alavancagem, pois esta aumenta a percepção de valor da empresa para o mercado. Logo, na teoria da sinalização o valor da empresa e o endividamento são diretamente proporcionais. (ROSS, 1977)

1.4 Teoria do pecking order

Em 1961, Donaldson realizou um estudo sobre o financiamento de uma amostra de grandes corporações. Nesse trabalho, ele concluiu que a maior parte dos administradores das empresas da amostra tinha preferência pelos fundos gerados internamente como fonte de novos recursos. Myers (1984) estendeu o trabalho de Donaldson aplicando o termo hierarquia das fontes (Pecking Order) à descrição de Donaldson das preferências por financiamento das empresas. (HUTCHINSON, 2003). Em 1984, Myers e Majluf forneceram um sustentamento teórico à conclusão de Donaldson: existe uma ordem de preferência dos administradores relacionada com os custos de cada fonte de financiamento. Segundo esses autores, os administradores têm aversão ao risco e por isso procuram investimentos que reduzem a variabilidade dos fluxos de caixa. (NOBRE, 2005).

A teoria da hierarquia das fontes, proposta por Myers e Majluf (1984), está baseada na assimetria de informações que existe entre administradores da empresa, credores e acionistas. Segundo essa abordagem, as decisões de financiamento da empresa dependerão do grau de assimetria de informações existente entre esses agentes. Portanto, o endividamento da empresa não é determinado por um ponto ótimo, e sim pelas decisões tomadas pelos administradores das empresas devido à existência de assimetria informacional. (RODRIGUES; KLOECKNER, 2006). As empresas recorrem ao endividamento quando não há recursos internos e existem oportunidades de investimento. Portanto, as mudanças no endividamento acontecem devido às necessidades de recursos externos, e não pela tentativa de alcançar uma estrutura ótima de capital. Na teoria do Pecking Order não existe um nível de endividamento ótimo, como apresentado no modelo de Modigliani e Miller. A compensação entre benefícios fiscais e custos de agência é levada para segundo plano. (DIAS, 2007)

De acordo com Myers e Majluf (1984) as informações relevantes não são distribuídas uniformemente para todos os agentes do mercado, neste caso, os administradores das empresas estão mais bem informados do que os acionistas. Dada essa situação assimétrica, os acionistas interpretarão as decisões dos administradores como sendo sinais de boas ou más notícias. (DIAS, 2007).

Devido à existência do risco moral (administrador fazer uso de informações em benefício próprio) e da seleção adversa (administrador conhecer melhor sua capacidade de saldar a dívida do que o credor), ocasionados pela assimetria de informações, as empresas vão preferir o financiamento interno ao financiamento externo. No caso de necessidade de utilização de financiamento externo, as empresas vão preferir o endividamento à emissão de ações, isso por causa dos menores custos de informações com as questões de endividamento. Essa ordem de financiamento ocorre porque, se por um lado, o autofinanciamento não tem problema de seleção adversa, por outro, a emissão de novas ações apresenta os maiores problemas, enquanto o endividamento possui os menores. (FANK; GOYAL, 2002)

Nesse contexto de existência de informação assimétrica, Myers e Majluf (1984) desenvolveram a teoria da hierarquia das fontes, na qual as empresas seguem uma hierarquia de fontes de recursos: em primeiro lugar por recursos gerados internamente, em segundo lugar o endividamento, e em terceiro lugar a emissão de novas ações. De acordo com a teoria, para realizar novos investimentos as empresas utilizarão o quanto for possível em financiamento interno. Se o montante gerado pelo autofinanciamento não for suficiente, a empresa fará a emissão de dívidas e, por último, recorrerá à emissão de novas ações. (HUTCHINSON, 2003). A hierarquia é predeterminada, não depende das condições do mercado. (PRATES; LEAL, 2005)

Além dos problemas ocasionados pela informação assimétrica, de seleção adversa e risco moral, na teoria da hierarquização os acionistas preferem os lucros retidos como fonte de financiamento por não existir prêmio de risco, ou seja, como a emissão de ações não exige garantias e não depende do desempenho da empresa, possuirá maior risco e, conseqüentemente, maior custo. (PRATES; LEAL, 2005). Outros fatores também são considerados por Myers (1984) para determinar a preferência por lucros retidos: flexibilidade financeira da empresa, fontes contínuas e previsíveis de recursos, não gera obrigação de devolução a curto prazo - como acontece com o endividamento - e não há custo de emissão - ocorre no caso de emissão de novas ações. (NOBRE, 2005)

De acordo com a teoria da hierarquia das fontes as empresas mais lucrativas serão as menos endividadas porque podem financiar seus novos projetos com os lucros retidos sem ter a necessidade de endividar-se ou emitir novas ações. A

emissão de novas ações é recebida como um sinal negativo pelos acionistas quanto às perspectivas futuras sobre os resultados da empresa. Por outro lado, o endividamento é um sinal positivo, pois indica resultados futuros maiores que o esperado. (NAKAMURA; MOTA, 2002)

A relutância em emitir novas ações se deve à existência de assimetria de informações entre os antigos acionistas e os administradores das empresas. Os administradores utilizam de informações privilegiadas para financiarem-se com ativos arriscados quando a empresa está valorizada. Os acionistas acreditam que quando uma empresa emite ações, os administradores possuem informações que eles não possuem e que, portanto, o valor das ações estaria superavaliado. Esta desconfiança fará com que os acionistas antecipem esta decisão dos administradores e exijam um desconto no valor da empresa. Portanto, as empresas decidem não recorrer ao mercado acionário, pois teriam que se submeter a uma subprecificação no valor das suas ações. (DIAS, 2007). A subprecificação levaria ao subinvestimento, pois se ocorrer a emissão de novas ações a preços considerados desfavoráveis pelos antigos acionistas, haveria uma tendência de transferências de riqueza dos antigos para os novos acionistas. (DAHER, 2004)

A escolha da estrutura de capital será determinada de forma a minimizar as decisões de investimento causadas pela informação assimétrica, pois a falta de informação por parte dos acionistas pode provocar erroneamente uma subavaliação ou sobre avaliação das ações. Para contornar as decisões de subinvestimento, os administradores priorizam financiamentos através do endividamento, que não provoca subavaliação pelo mercado. (NOBRE, 2005)

Na teoria do Pecking Order a ordem das escolhas de fontes de financiamento é fundamental. A preferência deve vir dos lucros retidos, endividamento e por último, emissão de novas ações. Segundo Myers e Majluf (1984), os administradores recorrem aos recursos externos apenas quando existem projetos rentáveis e os lucros gerados internamente não são suficientes para financiar. (NOBRE, 2005). Caso a emissão de novas ações seja considerada em primeiro lugar, mesmo que emitidas em proporções mínimas, a teoria da hierarquia das fontes não se sustenta. (DAHER, 2004)

1.5 Teoria do trade off

Do segundo estudo de Modigliani e Miller (1958) surgiu a idéia de economias fiscais, contribuição importante para as discussões sobre os determinantes da estrutura de capital das empresas. As descobertas desses autores deram embasamento para a teoria do Trade Off, a qual sugere a existência de um nível ótimo de endividamento que determinará a estrutura de capital das empresas. (NAKAMURA; MOTA, 2002)

Esse nível ótimo de endividamento é decorrente de um trade off entre os ganhos fiscais, proporcionados pela dedução dos juros pagos referentes ao endividamento sobre o imposto de renda das empresas, e os custos das dificuldades financeiras que surgem e crescem à medida que a empresa aumenta seu grau de alavancagem. Portanto, as empresas terão um ponto ótimo de endividamento, no qual maximizarão seu valor de mercado. (RODRIGUES; KLOECKNER, 2006). Segue um trecho de Brigham e Houston (1999) sobre o trade off:

A política de estrutura de capital envolve uma troca (trade-off) entre risco e retorno: A utilização de mais capital de terceiros aumenta o grau de risco do fluxo de lucros da empresa. No entanto, um grau de endividamento mais alto geralmente leva a uma taxa de retorno mais alta. O risco mais alto tende a diminuir o preço da ação, mas uma taxa de retorno esperada mais alta o faz aumentar. Assim, a estrutura ótima de capital é o equilíbrio entre risco e retorno que maximiza o preço das ações de uma empresa. (BRIGHAM E HOUSTON, 1999, p. 448)

Denominada Teoria da Estrutura do Balanceamento Estático (Static Tradeoff Theory - STT), a STT foi desenvolvida por Rajan e Zingales (1995) com o pressuposto de que existe uma estrutura ótima de capital, na qual os benefícios e os custos do endividamento estariam balanceados. De acordo com essa teoria, é estabelecida uma meta de endividamento para a empresa, na qual os benefícios e os custos do endividamento estariam balanceados, ou seja, onde o custo de falência contrapõe o benefício fiscal.

A empresa recorrerá ao endividamento por causa do benefício fiscal originado da dedução dos juros das dívidas no imposto de renda. Porém, a baixos níveis de endividamento a possibilidade de falência é pequena, logo os custos de dificuldades financeiras são baixos, portanto os benefícios fiscais superam os custos do

endividamento. Por outro lado, no caso de empresas com níveis altos de alavancagem, os custos resultantes do crescimento da dívida podem ser maiores que os benefícios. Dessa maneira, haverá um nível de endividamento que revelará a estrutura ótima de capital. (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN; 1998)

O ponto da estrutura de capital ótima determinado pelo endividamento será atingido pela empresa quando o benefício fiscal com mais um real de capital de terceiros é igual ao custo da maior possibilidade de falência, ou seja, a empresa irá endividar-se até que os benefícios fiscais marginais forem iguais aos custos marginais relacionados com a falência. (BRIGHAM; HOUSTON, 1999). Portanto, empresa atinge o ponto ótimo de alavancagem quando a partir deste ponto os custos marginais das dificuldades superam os benefícios fiscais marginais; será neste nível de endividamento que a empresa atingirá seu valor máximo. A partir deste ponto se a empresa endividar-se mais reduzirá seu valor. (RODRIGUES; KLOECKNER, 2006).

A Teoria do Trade Off é denominada como teoria estática por considerar apenas as alterações na relação entre capital de terceiros e capital próprio, e supor que a empresa é fixa em termos de ativos e operações. Há uma quantidade ideal de capital de terceiros. (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN; 1998)

1.6 Teoria do controle da firma

Em 1980, em um contexto de fusões e aquisições entre as empresas do mercado, surgiu a Teoria do Controle da Firma, desenvolvida por Harris e Raviv (1991). Esta teoria discute a questão da estrutura de capital das empresas sob o efeito das tentativas de controle da empresa, destacando a importância do takeover para a determinação da estrutura de capital. Nesta abordagem, a disputa pelo controle da firma, via takeovers, definirá a estrutura capital.

A expressão “takeover” é definida por Ross, Westerfield e Jaffe (2002) como sendo um termo genérico que se refere à transferência de controle (posse da maioria dos votos no conselho de administração) de uma empresa de um grupo de acionistas a outro. Os takeovers podem ocorrer por meio de aquisições, disputa por procurações e operações de fechamento de capital.

Diante da importância dos takeovers na década de 1980, Harris e Raviv (1991), entre outros autores, desenvolveram trabalhos que realizam estudos sobre a relação entre o controle da empresa e a estrutura de capital. Esses estudos destacam uma importante diferença existente entre as ações e as dívidas: o fato das ações ordinárias terem direito a voto e a dívida não ter. Neste enfoque, os acionistas tendem a decidir pela estrutura de capital que não coloque em risco a perda do controle acionário e, para isso, incentivarão os gerentes a tomarem decisões referentes à estrutura de capital a fim de manter o controle acionário da empresa. (SCHNORRENBARGER, 2001)

Harris e Raviv (1991) apresentam um novo componente para a decisão da estrutura de capital, no qual a idéia principal é a de incentivar os gerentes a manter o controle da empresa. Segundo os autores, com o aumento do endividamento e a redução de ações ordinárias em poder dos investidores externos, os gerentes aumentam a probabilidade de manter o controle da empresa, uma vez que, ao substituir as ações em poder dos investidores externos pela emissão de dívida, o número de votos destes diminuirá. (SCHNORRENBARGER, 2001)

Para incentivar aos gerentes a tomarem as decisões que vão de encontro aos interesses dos acionistas, os acionistas permitem a participação dos gerentes no capital, e evitam o conflito de interesses entre gerentes e acionistas. As alterações no controle acionário refletem as decisões tomadas pelos gerentes alinhadas com os objetivos dos acionistas. Dessa forma, a participação dos acionistas na gestão influencia as decisões das atividades das empresas, e, portanto, afeta a estrutura de capital. (NOBRE, 2005)

Logo, a estrutura de capital poderá ser utilizada como estratégia de anti-takeover, isto é, poderão ser tomadas decisões de modificações na estrutura de capital para evitar que ocorram ameaças de alterações no controle acionário da empresa. Portanto, muitas vezes os gerentes vão preferir alavancar e em outras, reduzir a alavancagem da empresa. (NOBRE, 2005)

Segundo Harris e Raviv (1991) as empresas com ameaça de takeover apresentam maiores níveis de endividamento, acompanhadas de aumento no seu valor de mercado. Com a ameaça de aquisição (takeover), o gerente, ao possuir recursos limitados, procura assegurar o controle da empresa através do aumento da dívida. (NOBRE, 2005). Se por um lado, as empresas com maior probabilidade de takeover apresentam maiores níveis de endividamento, por outro lado, as empresa

que tomam medidas anti-takeover possuem menores níveis de endividamento.
(SCHNORRENBARGER, 2001)

2 ESTUDOS RECENTES REALIZADOS NO BRASIL

Nesta seção são apresentadas algumas pesquisas desenvolvidas recentemente no Brasil que discutem o padrão de financiamento e a estrutura de capital das empresas nacionais. Os trabalhos foram agrupados sob dois critérios: a origem dos recursos que são direcionados para o financiamento bem como está dividida a estrutura de capital; o segundo consta os estudos que deram enfoque no teste de modelos para identificar qual teoria de estrutura de capital se aplica à amostra analisada.

Esses trabalhos foram relatados com a finalidade de realizar uma análise dos resultados que foram encontrados nessas pesquisas referentes ao padrão de financiamento. E, posteriormente elaborar uma comparação com os resultados verificados no presente trabalho.

Porém, é importante destacar que os estudos são heterogêneos, ou seja, não seguem uma metodologia específica, e não consideram uma amostra com as mesmas características. Algumas pesquisas utilizaram o método de aplicar questionários aos dirigentes das empresas, outras analisaram os dados dos Balanços Contábeis, das Demonstrações de Origens e Aplicações de Recursos ou do Imposto de Renda de Pessoa Jurídica. Cada trabalho considerou um grupo de empresas de diferentes proporções, segundo algum critério: por tamanho, com capital aberto e/ou fechado, de uma região específica, ou com a divulgação em uma fonte de dados. Os períodos selecionados para análise das informações em cada um dos estudos são distintos, ou seja, podem estar situados entre os anos de 1987 a 2005.

Existe uma característica em comum nos estudos que serão apresentados: não esboçaram um aparato da conjuntura macroeconômica para contextualizar o período em análise e verificar se os resultados encontrados foram condizentes com a situação da economia na qual se observou a estrutura de capital das empresas. Uma possível explicação para a ausência de dados macroeconômicos é o fato das pesquisas não terem se preocupado com o desempenho das empresas, buscou-se somente investigar estaticamente a estrutura de capital das empresas analisadas.

2.1 Pesquisas sobre a origem das fontes de financiamento

Alguns dos trabalhos acadêmicos realizados no Brasil nos últimos anos investigaram quais são as fontes de recursos utilizadas pelas empresas e qual a importância que cada uma possui na composição da estrutura de capital.

Essas pesquisas foram elaboradas utilizando uma das duas metodologias a seguir: o levantamento de dados dos balanços patrimoniais e demonstrativos de resultados, ou as respostas dos empresários aos questionários enviados. Os estudos observados neste item não testaram modelos com a finalidade de identificar uma teoria de estrutura capital que explicasse o padrão de financiamento das empresas selecionadas.

Eid Junior (1996) realizou um estudo, entre os anos de 1994 e 1995, com a utilização de um questionário enviado a uma amostra de empresas com as seguintes características:

- ✓ 161 empresas nacionais de diversos setores e tamanhos,
- ✓ Na maioria grandes empresas (aproximadamente 75% do total), com faturamento entre R\$20 milhões e R\$500 milhões,
- ✓ Participação de 59% das Sociedades Anônimas, 35% das Limitadas, e 6% de outras, nas respostas.

As perguntas, formuladas em questões fechadas de múltipla escolha ou classificação hierárquica de preferências, foram direcionadas a avaliar o comportamento das empresas com relação à estrutura de capital. As respostas sobre a formação da estrutura de capital mostraram que a hipótese da existência de uma relação fixa entre os montantes de capital próprio e de terceiros para atingir a minimização do custo médio de capital, observada pela teoria estática do balanceamento, não foi considerada por quase 90% das empresas. (EID JUNIOR, 1996)

O estudo verificou que 47% afirmaram aproveitar as oportunidades de mercado, isto é, buscam as fontes de recursos mais vantajosas economicamente em dado período, e 40% afirmaram seguir uma hierarquia predeterminada de recursos. Este resultado evidencia uma nova tendência pesquisada recentemente, a qual analisa os impactos das ineficiências dos mercados de capitais, conhecida

como market timing, onde a gerência é oportunista nas suas decisões de financiamento. (EID JUNIOR, 1996)

Sobre as preferências quanto às fontes de financiamento, verificou-se que os empréstimos bancários (54%) foram apontados como a primeira opção, seguido da emissão de novas ações (35%), e por último, os lucros retidos (11%). O autor supõe que as explicações para este resultado são a existência de alguns fundos subsidiados, como o FINAME, e a baixa lucratividade das empresas nos anos antecedentes ao período da pesquisa devido à crise econômica a qual passou o país, impossibilitando a utilização dos lucros retidos. Ao analisar de forma segmentada entre sociedades anônimas de capital aberto (19 empresas) e fechado (76 empresas), observou-se para as de capital aberto a emissão de ações como a primeira opção de financiamento, e os empréstimos bancários para as de capital fechado. (EID JUNIOR, 1996)

Prates e Leal (2005) investigaram os possíveis determinantes da estrutura de capital de uma amostra de empresas com as características a seguir:

- ✓ 30 empresas brasileiras de capital aberto e fechado,
- ✓ Listadas ou não na bolsa de valores,
- ✓ Com acesso às linhas de crédito de longo prazo do BNDES.

A pesquisa foi elaborada com as respostas do questionário realizado em 2003, composto de perguntas sobre os determinantes das decisões da estrutura de capital e o grau de importância de cada um deles; modelo inspirado nos estudos em empresas da Europa e Estados Unidos, para testar as diferentes teorias de estrutura de capital e entender o padrão de financiamento desses países.

O índice de endividamento da amostra variou entre 20% e 40% do ativo total, para empresas de capital aberto (com receita líquida média de R\$4,8 bi) o percentual médio foi 32,7% e para as de capital fechado (com receita líquida média de R\$1,1 bi) foi 30,4%. Na análise das repostas verificou-se que 63% trabalham com uma estrutura ótima a ser atingida, sendo que 64% das empresas de capital aberto não se utilizam de uma estrutura ótima. Esse resultado sugere que a maioria das empresas fechadas que responderam trabalhar com uma estrutura ótima podem realmente utilizar um nível máximo de endividamento, pois não possui o mercado de ações como opção para financiamento. (PRATES; LEAL 2005)

Outro ponto foi que 60% das empresas da amostra acreditam que suas oportunidades de crescimento não são limitadas por falta de instrumentos de

financiamento. No momento da decisão sobre o grau de alavancagem os custos de transação do endividamento foi o item mais considerado. Em segundo lugar ficou limitar a alavancagem de acordo com o desempenho da economia, isto é, no caso da probabilidade de falência as empresas reduzem o grau de endividamento. Além disso, as empresas consideram os benefícios fiscais do endividamento na escolha por aumentar a alavancagem. O estudo mostrou mais duas evidências: a preferência pelo endividamento para reduzir o custo médio ponderado de capital, e a ampliação do grau de alavancagem quando as taxas de juros estão baixas. (PRATES; LEAL, 2005)

Apesar de as empresas apontarem a preferência pelo endividamento para financiar suas possibilidades de crescimento, o índice médio de endividamento (entre 20% e 40%) das empresas da amostra indica os lucros retidos como a principal fonte de financiamento. Os autores concluíram que, embora alguns dados tenham apresentado indícios da teoria de trade off e de market timing, não foi identificada nenhuma teoria predominante que explicasse o padrão de financiamento da maior parte das empresas da amostra. (PRATES; LEAL, 2005)

A CNI e a CEPAL (2001) aplicaram um questionário com 727 dirigentes de empresas industriais brasileiras, referente ao desempenho no biênio 1998/99. A amostra foi diversificada quanto a setor e tamanho:

- ✓ 259 pequenas empresas,
- ✓ 264 médias empresas,
- ✓ 195 grandes empresas,
- ✓ 9 não identificadas.

As respostas relatadas na pesquisa foram coletadas entre os anos de 2000 e 2001, com cinco seções de perguntas que identificaram, entre outros resultados, a composição aproximada das fontes de recursos utilizadas e os determinantes da decisão de investir. As conclusões obtidas neste trabalho possibilitaram mostrar uma comparação com as encontradas em um mesmo estudo elaborado em 1996.

Nos anos 1998/99, 70,7% foi a participação média dos recursos próprios nos investimentos realizados, enquanto 28,1% de recursos de terceiros e apenas 1,2% de emissão de ações. Na comparação com a pesquisa de 1996, observou-se aumento da utilização de recursos próprios, de 59,4% para 70,7%. Quando verificada de forma segmentada pelo tamanho das empresas, a pesquisa apresentou uma maior participação dos recursos internos nas pequenas empresas,

80% (19,9% endividamento e 0,1% emissão de ações), seguida pelas grandes, 70,4% (29,1% endividamento e 0,5% emissão de ações), e por último as médias empresas, 64,1% (33,3% endividamento e 2,6% emissão de ações). (CNI; CEPAL, 2001)

Na seção de perguntas sobre os determinantes da decisão de investir foram apresentados 38 prováveis fatores, onde os valores acima de 50 pontos indicam os fatores que são favoráveis ao investimento, enquanto os abaixo de 50 indicam condições desfavoráveis. Ocuparam a posição entre os mais favoráveis a capacidade de competição no mercado interno e o grau de utilização da capacidade instalada, independente do porte da empresa, mesmo resultado obtido na pesquisa de 1996. Por outro lado, a carga tributária e as elevadas taxas e juros foram indicados como os fatores mais desfavoráveis na decisão de investir. O indicador capacidade de autofinanciamento afetou positivamente 54,6% das empresas, enquanto na análise desagregada por tamanho da empresa, 56,6% das médias e 57,4% das grandes apontaram como favorável, um pouco mais da metade das pequenas (49,8%) indicaram como desfavorável. O fator grau de endividamento da empresa aumentou de 43,9% em 1996 para 50,6% em 1998/99, ultrapassando a divisória de 50 pontos e tornando-se um indicador favorável. Porém, para as pequenas (49,7%) e grandes (48,4%) empresas ainda foi considerado como desfavorável, enquanto para as médias empresas (52,7%) foi favorável. (CNI; CEPAL, 2001)

Nakamura e Mota (2002) elaboraram um questionário a uma amostra de 94 empresas brasileiras de grande porte e capital aberto, composto por três questões chave:

- 1) Observar a ordem de preferência das fontes de financiamento,
- 2) Investigar a ordem de importância relativa aos princípios de planejamento na tomada de decisão de financiamento,
- 3) Testar a ordem de importância dos fatores que condicionam as decisões de estrutura de capital.

Em primeiro lugar, verificou-se em grande parte dos administradores a crença de que decisões de estrutura de capital criam valor para as empresas, pois 75 responderam que concordam muito, 16 concordam pouco e 3 foram indiferentes.

A pesquisa mostrou que 76,6% afirmaram seguir uma hierarquia de fontes de financiamento, enquanto 23% afirmaram procurar manter uma estrutura meta de

capital. Este resultado sugere que as empresas tendem a agir de acordo com a teoria de pecking order ao invés da teoria de trade off. Os resultados apontados pela primeira questão evidenciam a preferência pelos recursos próprios como fonte de financiamento (34%) seguido pela captação de novas dívidas (21%), captação de dívidas conversíveis (16%), emissão de novas ações preferenciais (15%), e por último a emissão de novas ações ordinárias (14%). (NAKAMURA; MOTA, 2002)

Referente à segunda questão, o item considerado mais importante foi assegurar a sobrevivência de longo prazo, seguido da manutenção da flexibilidade financeira da empresa, e das fontes contínuas e previsíveis de recursos. Nota-se, portanto, que os administradores tendem a se preocupar mais com aspectos relacionados à sobrevivência e flexibilidade financeira da empresa do que com a valorização do capital dos acionistas, este resultado contraria o que foi descrito anteriormente. (NAKAMURA; MOTA, 2002)

Sobre os fatores que condicionam as decisões de financiamento, o item mais considerado foi a capacidade de geração futura de caixa, sugerindo a grande preocupação com a liquidez da empresa no curto e longo prazo e a utilização de recursos internos, os quais não geram obrigação de devolução. A manutenção da estrutura meta de capital e o efeito fiscal dos juros sobre a dívida também foram aspectos destacados. Os autores indicaram a predominância da teoria de pecking order, apesar de alguns resultados encontrados serem relacionados à teoria de trade-off. (NAKAMURA; MOTA, 2002)

Jacob (2006) realizou um estudo com o objetivo de comparar resultados sobre o endividamento e a rentabilidade das empresas brasileiras e estrangeiras. A amostra foi composta por 102 grandes empresas industriais brasileiras, e os balanços contábeis analisados compreenderam os anos de 2004 e 2005. As principais variáveis retiradas dos balanços para construção dos indicadores foram o patrimônio líquido, ativo e passivo circulante, empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo, ativo total e receita operacional líquida.

A amostra apresentou um índice de liquidez corrente, que indica a capacidade de solvência da empresa no curto prazo, de 1,52 em 2005 (1,44 em 2004). Referente ao grau de endividamento, a relação entre o endividamento líquido e o ativo total líquido ficou em 0,18 em 2005, e 0,20 em 2004, enquanto a relação entre o endividamento líquido e o patrimônio líquido ficou em 0,40 em 2005, e 0,46 em 2004. O aumento da liquidez e a redução do endividamento refletem, por um

lado, melhor saúde financeira das empresas, mas por outro, a pouca disposição a assumir riscos. (JACOB, 2006)

Não houve variação significativa na estrutura de capital entre 2004/2005, a participação dos recursos próprios passou de 39,3% para 41,5%, os recursos onerosos de terceiros diminuíram de 28,6% para 27,1%, assim como outros recursos de terceiros, de 32,1% para 31,3%. (JACOB, 2006)

Os resultados dos indicadores de rentabilidade apresentaram uma taxa de retorno sobre o patrimônio líquido de 26,6% em 2004, para 26,3% em 2005; o aumento do retorno sobre a receita líquida de 13,9% para 14,9%, e a variação do EBTIDA de 28,6% para 29,3%. Os resultados indicaram que no ano de 2005 houve uma melhora da posição financeira das empresas, com redução do endividamento e aumento da rentabilidade. (JACOB, 2006)

Moreira e Puga (2000) investigaram os balanços do Imposto de Renda de Pessoa Jurídica (IRPJ) de 4.312 empresas industriais de capital aberto e fechado, no período de 1995 a 1997, para analisar o padrão de financiamento dessas empresas. O modelo empregado no estudo apresentou o financiamento interno através da variação dos lucros retidos, o endividamento pela variação do exigível a longo prazo, e o restante como a parcela de emissão de ações.

As análises apontaram que 54% das fontes de financiamento tiveram como origem recursos internos, 25% endividamento e 21% emissão de ações. Quando agrupado por porte da empresa, o estudo verificou 63% de autofinanciamento para micro e pequenas empresas, 20% emissão de dívidas e 17% ações. As médias empresas apresentaram 48% de financiamento interno, 29% de endividamento e 23% emissão de ações, enquanto as grandes empresas tiveram 44% de recursos internos, 30% de dívidas e 26% ações. Pode-se notar no trabalho maior lucratividade (sobre o patrimônio líquido) das micro e pequenas (8,69%) frente às grandes (8,17%) e médias empresas (6,65%), sugerindo que os recursos internos foram mais utilizados pelas empresas com maiores lucros. (MOREIRA; PUGA, 2000)

2.2 Pesquisas sobre a estrutura de capital

Nos trabalhos apresentados neste item foram construídos modelos para verificar se alguma das teorias de estrutura de capital se aplica nas empresas das amostras analisadas, a fim de identificar, portanto, se existe um padrão de financiamento seguido por essas empresas.

Esses estudos foram elaborados utilizando metodologias que testam modelos de teoria de estrutura de capital construídas em trabalhos realizados por autores de outros países. Em síntese, os testes buscam verificar qual das duas teorias de estrutura de capital melhor explica o padrão de financiamento das empresas analisadas, trade off ou pecking order.

Rodrigues e Kloeckner (2006) elaboraram um artigo para analisar se existem determinantes da estrutura de capital e do nível de endividamento das empresas. O período do estudo das 77 empresas de grande porte abrangeu de 1995 a 2002, sendo que as variáveis foram extraídas do sistema Economática².

Os autores aplicaram dois modelos diferentes para investigar a evidência da utilização das teorias de trade off e pecking order:

- ✓ Especificação 1 - avaliar os modelos baseados em equilíbrios estáticos (trade off), analisando a existência ou não da meta de nível de endividamento das empresas em um dado momento. A exceção foi a inclusão da variável déficit de caixa a fim de testar a hipótese de hierarquia das fontes de financiamento.
- ✓ Especificação 2 - construída a partir dos postulados da pecking order, através da análise da variável dependente variação do endividamento, para observar se as empresas planejam e utilizam de outras fontes para suprir suas necessidades de recursos, além do endividamento.

O coeficiente positivo para déficit de caixa, variável considerada somente pela teoria da hierarquia das fontes analisada na especificação 1, indica que as empresas endividam-se quando há déficit de caixa, enquanto o coeficiente negativo para a variável rentabilidade indica que quanto mais rentável menos endividada é a empresa, resultados que estão de acordo com a teoria de pecking order. Apesar da

² Ferramenta para análise de investimento em ações, com informações sobre todas as empresas listadas em bolsa dos Estados Unidos, Brasil, Argentina, Chile, México, Peru, Colômbia e Venezuela.

variável rentabilidade também ser considerada em outras teorias, como nas de equilíbrio estático e de oportunidades de crescimento, estas, por sua vez, sustentam uma correlação positiva entre a variável e o endividamento. (RODRIGUES; KLOECKNER, 2006)

Embora a especificação 1 tenha sido construída para avaliar as teorias baseadas em equilíbrio estático, os resultados obtidos foram favoráveis à teoria de hierarquia das fontes. Essa evidência também se observou na análise da especificação 2, constatando que variações do nível de endividamento podem ser explicadas pela necessidade de caixa da empresa. (RODRIGUES; KLOECKNER, 2006)

Rodrigues e Melo (1999) realizaram uma pesquisa entre os anos 1987 e 1996 em uma amostra de 20 grandes empresas brasileiras com ações negociadas em bolsa de valores. Os dados contêm informações do balanço patrimonial e das Demonstrações de Origens e Aplicações de Recursos (DOAR) das empresas, extraídos do Sistema de Análise de Balanços Empresariais (SABE), desenvolvido pelo Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC).

Os autores aplicaram quatro modelos para testar a teoria da hierarquia das fontes e do endividamento ótimo, dentre as variáveis mais relevantes foram a razão de endividamento, a dívida de longo prazo, as aplicações em imobilizado, os dividendos distribuídos e a variável *proxy* para autofinanciamento (lucros retidos, dividendos recebidos e recebimentos de títulos de longo prazo).

- ✓ Modelo 1: endividamento ótimo sem custos de ajustamento - é suposto que a taxa de endividamento da empresa se ajustará ao longo do período caso a empresa se encontre abaixo do seu endividamento ótimo, e vice-versa.
- ✓ Modelo 2: endividamento ótimo com custos de ajustamento - é a extensão do modelo 1, mas considera a possibilidade de custos de ajustamento.
- ✓ Modelo 3: hierarquia das fontes sem custos de ajustamento - considera que a empresa recorrerá ao endividamento quando os recursos internos disponíveis não forem suficientes para as necessidades de investimento.
- ✓ Modelo 4: hierarquia das fontes com custos de ajustamento - sugere que para o ajustamento descrito no modelo 3 (emissões de dívida quando há insuficiência de recursos gerados internamente à empresa) exista um período de dois anos.

Os resultados dos modelos não forneceram uma boa evidência sobre qual das duas teorias é mais adequada para explicar a estrutura de capital das empresas analisadas. O modelo 1 indicou que 40% da diferença entre o nível ótimo de endividamento e o nível apresentado no período anterior é ajustada no período corrente, ou seja, as empresas ajustam levemente o seu nível de endividamento ao ponto ótimo. Os modelos 3 e 4 sugeriram que as empresas emitem dívida quando os recursos internos não são suficientes, onde 42% e 44%, respectivamente, desse déficit são supridos com endividamento. (RODRIGUES; MELO, 1999)

A última análise do trabalho refletiu a seguinte a estrutura média de capital: 63,9% autofinanciamento, 29,6% endividamento e 6,5% emissão de ações, indicando a utilização dos recursos internos como fonte principal de financiamento. (RODRIGUES; MELO, 1999)

Lucinda e Saito (2002) aplicaram na sua pesquisa os mesmos modelos e variáveis de análise utilizadas por Rodrigues e Melo (1999), mas encontraram resultados diferentes destes. O período do estudo compreendeu os anos de 1995 e 1999, para uma amostra de 321 empresas industriais de capital aberto, cujos dados foram extraídos do sistema Económica.

Os resultados do modelo 1 além de sugerir a existência de custos de ajustamento sobre a estrutura de capital mostrou que 65% da diferença entre o nível ótimo de endividamento e o nível apresentado no período anterior é ajustada no período corrente, percentual superior ao encontrado por Rodrigues e Melo (1999). Os resultados dos modelos 3 e 4 não indicaram a teoria de pecking order como determinante para as decisões quanto às fontes de financiamento, conseguiram explicar menos de 1% da variação. (LUCINDA; SAITO, 2002)

Apesar do melhor modelo de explicação ter sido o modelo de endividamento ótimo com custos de ajustamento, os autores concluíram que os resultados encontrados não forneceram uma resposta conclusiva sobre como as empresas decidem sua estrutura de capital. (LUCINDA; SAITO, 2002)

Daher (2004) aplicou dois modelos empíricos, Modelo Rajan-Zingales (RZ) e Modelo Frank-Goyal (FG), para testar qual das duas teorias, trade off ou pecking order, é mais favorável para explicar os resultados obtidos. A amostra foi composta por 420 empresas não-financeiras listadas na Bovespa no período de 1995 a 2002, cuja fonte de dados foi o sistema Económica.

As variáveis sobre os principais determinantes da estrutura de capital das empresas apontados pela teoria de trade off e testadas no modelo RZ foram identificadas por Harris e Raviv (1991), sendo elas:

- ✓ Tangibilidade dos ativos;
- ✓ Índice Valor de Mercado sobre Valor Patrimonial, como *proxy* para oportunidades de crescimento;
- ✓ Logaritmo natural das vendas líquidas, como *proxy* para o tamanho das empresas;
- ✓ Lucratividade.

Para testar a hipótese de pecking order, o modelo FG utilizou uma única variável, o déficit de fundos, utilizada para verificar se a variação no endividamento das empresas é diretamente proporcional ao seu déficit financeiro.

Os resultados encontrados para os dois modelos apontaram a pecking order como a teoria dominante na determinação da estrutura de capital das empresas analisadas. A variável lucratividade testada no modelo RZ, comportou-se conforme previsto pela pecking order e não pela trade off, isto é, empresas mais lucrativas possuem menores níveis de endividamento. O resultado do modelo FG também foi favorável à teoria do pecking order, pois concluiu que o déficit financeiro é coberto com endividamento quando as empresas não possuem mais caixa para financiarem seus investimentos. Dessa forma, os resultados mostraram que as empresas emitiram novas dívidas quando o valor de seus investimentos foi maior que o caixa gerado e resgataram suas dívidas quando este foi superior às suas necessidades de investimento. (DAHER, 2004)

Nobre (2005) realizou um estudo sobre os níveis de endividamento e a estrutura de capital de 25 pequenas e médias empresas cearenses, aplicando dois modelos empíricos, cujas variáveis dependentes foram nível de endividamento total, nível de endividamento de longo prazo e nível de endividamento de curto prazo. Os dados extraídos dos relatórios contábeis de uma carteira de clientes de uma empresa de contabilidade compreenderam o período de 2000 a 2004, de uma amostra de empresas sem ações negociadas na bolsa de valores.

O modelo 1 testou se as seguintes variáveis independentes são determinantes do grau de endividamento das empresas:

- ✓ Taxa Efetiva de Impostos,
- ✓ Outros Benefícios Fiscais,

- ✓ Tamanho da Empresa,
- ✓ Oportunidade de Crescimento,
- ✓ Tangibilidade dos Ativos,
- ✓ Lucratividade,
- ✓ Idade da Empresa.

No modelo 2 além das variáveis acima foram investigadas também:

- ✓ Tipo de Tributação,
- ✓ Setor Econômico,
- ✓ Tipo de Sociedade.

Um ponto de limitação exposto na pesquisa é que pequenos e médios empresários não gostam de recorrer ao endividamento, portanto, o uso de capital de terceiros não se restringe aos fatores econômico-financeiros da empresa, a aversão ao risco e à perda podem ser os fatores de maior peso na decisão sobre estrutura de capital. O primeiro resultado da amostra apontou essa baixa predisposição em utilizar recursos de terceiros, pois aproximadamente 40% das empresas não possuem dívidas, 80% não possuem endividamento de longo prazo, e 56% não possuem dívida de curto prazo. (NOBRE, 2005)

No modelo 1, as variáveis relevantes foram Outros Benefícios Fiscais e Idade, enquanto no modelo 2, além destas variáveis, o Tamanho da Empresa também se mostrou relevante. Observou-se também, que as variáveis Sociedade (modelo 2) e Tamanho da Empresa (modelo 1) foram significantes, isso porque as empresas por quota de responsabilidade limitada têm maior poder de decisão do que as sociedades anônimas na escolha por maior endividamento, e, quanto maior for o tamanho da empresa maior confiabilidade nas suas informações, portanto, maior será o acesso ao crédito. (NOBRE, 2005)

Os resultados obtidos quanto às relações entre a variável endividamento e as variáveis independentes mostraram Tamanho da Empresa e Tangibilidade dos Ativos com sinal positivo, coerente com a teoria de trade off; enquanto Lucratividade e Idade apresentaram sinal negativo, de acordo com a teoria de pecking order. Segundo a autora o resultado foi inconclusivo, pois as variáveis que confirmaram as relações previstas são referentes a duas teorias que se opõem: trade off (Tamanho da Empresa e Tangibilidade dos Ativos) e pecking order (Lucratividade e Idade). (NOBRE, 2005)

2.3 Principais conclusões das pesquisas

A primeira conclusão que pode ser verificada nos estudos apresentados é a inexistência de um ponto em comum discutido em todos os trabalhos. Cada estudo tem um enfoque, seja em analisar qual teoria se aplica para explicar a estrutura de capital das empresas, ou observar qual é a ordem de preferência das fontes de financiamento sem considerar a qual teoria esse resultado implica.

Com relação à ordem de preferência das fontes de financiamento, entre os estudos que investigaram a estrutura de capital das empresas, somente Eid Junior (1996) encontrou os empréstimos bancários como a primeira opção de fonte de recursos. Em Prates e Leal, apesar das respostas encontradas nos questionários indicarem a preferência pelo endividamento, o índice médio de endividamento (entre 20% e 40%) remete aos recursos internos como principal fonte de financiamento. Esse resultado, a preferência na utilização dos lucros retidos como primeira opção de fonte de recursos, foi evidenciada nos trabalhos da CNI e CEPAL (2001), Jacob (2006), Moreira e Puga (2000), Nakamura e Mota (2002) e Rodrigues e Melo (1999).

Em algumas das pesquisas selecionadas os autores procuraram identificar uma teoria explicativa para a estrutura de capital da amostra analisada. Houve trabalhos em que a investigação foi realizada através de teste de modelos e, em outros não. Nos estudos de Nakamura e Mota (2002), Rodrigues e Kloeckner (2006) e, Daher (2004), os resultados encontrados apresentaram evidência favorável à teoria do pecking order. Em Nakamura e Mota (2002), o resultado foi sustentado através das respostas ao questionário enviado às empresas, onde 76,6% afirmaram seguir uma hierarquia de fontes de financiamento. Já Rodrigues e Kloeckner (2006) e Daher (2004) verificaram a predominância da teoria do pecking order através do teste de modelos que buscavam investigar qual das duas teorias, trade off ou pecking order, era dominante na determinação da estrutura de capital das empresas analisadas. Nas duas pesquisas os autores encontraram dois resultados que evidenciam a utilização da pecking order:

- 1) Coeficiente negativo para lucratividade – indica que há relação inversa entre lucratividade e endividamento, ou seja, quanto mais rentável menos endividada é a empresa;

- 2) Coeficiente positivo para déficit de caixa – indica que há relação proporcional entre déficit de caixa e endividamento, ou seja, o déficit financeiro é coberto com endividamento quando as empresas não possuem mais caixa para financiarem seus investimentos.

Outros dois trabalhos também concluíram que existe uma relação inversa entre lucratividade e endividamento, foram eles Moreira e Puga (2000) e Nobre (2005). Para Moreira e Puga (2000), os recursos internos foram os mais utilizados, e ainda mais pelas empresas com maiores lucros. Apesar das conclusões evidenciarem a utilização da pecking order, os autores não sugeriram existência de teorias de estrutura de capital no seu trabalho. Por outro lado, Nobre (2005) testou a utilização das teorias e o resultado encontrado foi inconclusivo, pois as variáveis que confirmaram as relações previstas com relação à variável endividamento foram referentes às duas teorias: trade off (Tamanho da Empresa e Tangibilidade dos Ativos – apresentaram sinal positivo) e pecking order (Lucratividade e Idade – apresentaram sinal negativo).

Sob o ponto de vista dos resultados inconclusivos quanto às teorias de estrutura de capital predominantes nas amostras estudadas, além da pesquisa de Nobre (2005) em outros três trabalhos os resultados encontrados não forneceram uma resposta conclusiva sobre qual teoria é mais adequada para explicar a estrutura de capital das empresas analisadas. Isto foi verificado no estudo de Rodrigues e Melo (1999), no qual os resultados do teste de quatro modelos não forneceram boa evidência de qual teoria é dominante, apesar de terem identificado uma estrutura média de capital em que os recursos internos são a fonte principal de financiamento. No trabalho de Lucinda e Saito (2002) os modelos testados foram os mesmos que os utilizados por Rodrigues e Melo (1999). Os autores concluíram que as respostas não foram conclusivas, apesar de terem identificado o modelo de endividamento ótimo com custos de ajustamento como o melhor modelo explicativo. Em Prates e Leal (2005) embora alguns dados tenham apresentado indícios da teoria de trade off (as respostas encontradas nos questionários indicaram a preferência pelo endividamento), de pecking order (recursos internos como principal fonte de financiamento) e de market timing (60% disseram acreditar que as oportunidades de crescimento não estão limitadas à falta de instrumentos de financiamento); não foi identificada nenhuma teoria predominante que explicasse o padrão de financiamento da maior parte das empresas da amostra.

Por último, Eid Junior (1996) foi o único estudo que sugeriu a utilização da teoria de market timing como a que melhor explica a estrutura de capital das empresas. Os resultados rejeitaram a utilização do trade off, pois quase 90% da amostra não consideraram a existência de uma relação fixa entre recursos próprios e recursos de terceiros. A maioria afirmou buscar as fontes de recursos mais vantajosas economicamente em um dado período.

3 APRESENTAÇÃO DO ESTUDO

Este trabalho analisa o padrão de financiamento de uma amostra de empresas de médio porte do Estado de São Paulo. A amostra foi constituída por empresas médias de setores da indústria de transformação, com a natureza jurídica de Sociedades Anônimas, e com capital fechado. A análise teve como fonte de dados os números dos Balanços Patrimoniais divulgados na página do jornal Gazeta Mercantil, os quais não são auditados, podendo, portanto, conter informações incorretas devido a não obrigatoriedade da publicação. Foi escolhido o período de Dez/2003 a Dez/2007, por compreender anos em que houve expressivo aumento do crédito no país, com retomada do crescimento econômico e de oscilações na economia.

O critério de seleção de tamanho foi considerar as empresas que apresentaram, no ano de 2007, receita operacional líquida anual entre R\$10,5 milhões e R\$60 milhões, segundo a classificação de porte de empresa adotada pelo BNDES. Para constituir a amostra da pesquisa foram definidas duas condições. A primeira condição foi utilizar a receita operacional líquida (ROL) como *proxy* da receita operacional bruta. Esta constitui o valor da venda dos produtos, enquanto a receita operacional líquida é a receita real da empresa, ou seja, é a receita operacional bruta excluindo os impostos sobre as vendas, as devoluções de mercadorias, os abatimentos concedidos e os descontos comerciais. A segunda condição foi considerar todas as empresas da página do jornal Gazeta Mercantil da indústria de transformação do Estado de São Paulo, que divulgaram os balanços entre os anos de 2003 e 2007, mesmo que a receita operacional líquida apresentada nos demais anos do período, exceto em 2007, não pertencesse ao intervalo que a classificasse como média empresa.

Para tornar a análise mais qualitativa foi realizada uma comparação entre os resultados encontrados nos indicadores analisados neste trabalho com os estudos citados no capítulo 2. Na comparação dos resultados o objetivo foi verificar se as pesquisas, apesar de apresentarem estudos heterogêneos, como períodos da coleta de dados, método de investigação e critérios distintos de seleção da amostra, obtiveram ou não conclusões semelhantes.

Para fundamentar o desempenho das empresas da amostra ao longo dos anos analisados e comparar com o cenário da economia de 2003 a 2007, foram utilizadas referências macroeconômicas que deram embasamento ao panorama de crescimento do PIB entre anos de oscilações e desaceleração da economia, em meio à evolução do volume de crédito tanto para a indústria quanto para pessoa física. (Tabela 1)

Tabela 1 - Indicadores macroeconômicos selecionados - Brasil - 1999-2007

Ano	Produto Interno Bruto (PIB)		Produção Física Industrial		Ibovespa		Risco País (Pontos)	Taxa de Câmbio (R\$)	Meta SELIC (% a.a.)	IPCA (% a.a.)
	A preços de 2007 (R\$ Milhões)	Variação (%)	Total	Indústria de Transformação	Índice de Fechamento ⁽¹⁾	Variação (%)				
1999	1,955,109	0,3	-0.7%	-1.6%	17.091,60	151,92	nd	1.79	19,00	8,94
2000	239,299	4,3	6.7%	6.1%	15.259,20	-10,72	nd	1.95	15,75	5,97
2001	26,622	1,3	1.6%	1.4%	13.577,50	-11,02	nd	2.32	19,00	7,67
2002	2,120,943	2,7	2.7%	0.5%	11.268,40	-17,00	nd	3.53	25,00	12,53
2003	2,145,266	1,1	0.1%	-0.2%	22.236,30	97,33	463	2.89	16,50	9,30
2004	2,267,893	5,7	8.3%	8.5%	26.196,25	17,81	382	2.65	17,75	7,60
2005	2,339,522	3,2	3.1%	2.7%	33.455,94	27,71	311	2.34	18,00	5,69
2006	2,427,371	3,8	2.8%	2.6%	44.473,71	32,93	193	2.14	13,25	3,14
2007	2,558,821	5,4	6.0%	6.0%	63.886,10	43,65	221	1.77	11,25	4,46

Fonte: IBGE, BACEN, BM&FBOVESPA e IPEADATA. Elaboração própria.

(1) A série está ajustada a atual forma de divulgação do Ibovespa.

Em todo o período analisado houve crescimento do PIB, com forte expansão em 2004 e 2007. Nos demais anos o PIB foi crescente, porém apresentou desaceleração em 2005, com retomada do crescimento no ano de 2006. Movimento semelhante pôde ser observado pela produção física industrial, tanto da indústria total como da indústria de transformação, que acompanhou o crescimento e as oscilações apresentadas pelo PIB.

As elevadas taxas de juros tinham como objetivo o controle da inflação e geravam apreciação do real frente ao dólar. Verificou-se um aumento da SELIC até 2005, ano em que houve inversão da curva, e a taxa de juros chegou em 2007 no patamar menor do que no ano de 2003.

A manutenção das elevadas taxas de juros foi eficiente para o controle da inflação. Os dados do IPCA apresentados foram decrescentes entre 2003 e 2006, com um ligeiro aumento em 2007. Por outro lado, a taxa de câmbio apresentou valorização crescente do real frente ao dólar. Esse fator ocasionava duas conseqüências: se por um lado a apreciação do real prejudicava o desempenho de setores exportadores, por outro beneficiava os setores dependentes de insumos e componentes importados.

A repercussão da política econômica adotada pelo Brasil e do real valorizado no exterior pode ser avaliada pelos dados do risco país e do Ibovespa. Enquanto o

risco país foi decrescente durante o período ao atingir a menor marca em 2006, o índice Ibovespa apresentou evolução no crescimento ao longo dos anos, o que refletia a confiança na economia brasileira.

Com relação ao crédito, o momento foi de grande evolução, tanto para a indústria quanto para pessoa física. As operações de crédito da indústria apresentaram crescimento em todos os anos, e o volume quase dobrou de 2003 a 2007. Quando observado para pessoa física verificou-se que o volume de operações de crédito triplicou nesse mesmo período. É importante destacar que a variação no volume das operações de crédito foi maior para a pessoa física do que para a indústria, conforme demonstrado na Tabela 2:

Tabela 2 - Evolução das operações de crédito por atividade econômica ⁽¹⁾ - Brasil - 1999=100

Período	Setor público ⁽²⁾			Setor privado							Total Geral ⁽⁶⁾	
	Governo federal	Governos estaduais e municipais	Total do setor público	Indústria	Habitação ⁽³⁾	Rural ⁽⁴⁾	Comércio	Pessoas físicas ⁽⁵⁾	Outros serviços	Total do setor privado		
1999	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
2000	94	66	72	102	106	107	111	153	122	115	112	112
2001	107	42	56	118	45	103	128	195	158	120	116	116
2002	109	68	77	138	45	136	140	206	183	136	133	133
2003	124	75	86	140	47	186	152	249	189	150	146	146
2004	132	104	110	149	49	230	192	343	209	179	175	175
2005	119	117	118	166	55	259	226	475	261	219	212	212
2006	110	108	108	197	67	306	275	593	320	266	256	256
2007	94	112	108	255	87	351	343	791	412	342	328	328

Fonte: BACEN

1/ Setorização definida de acordo com a Carta-Circular 2.903, de 23.3.2000.

2/ Inclui administração direta, indireta e atividades empresariais.

3/ Refere-se às operações realizadas com pessoas físicas e cooperativas habitacionais. As operações destinadas a empreendimentos imobiliários são classificadas no segmento indústria.

4/ Refere-se às operações contratadas com produtores rurais e demais pessoas físicas e jurídicas em conformidade com as normas específicas do crédito rural.

5/ Exclui as operações realizadas com os setores rural e habitacional.

6/ Refere-se ao crédito do sistema financeiro, exceto com intermediários financeiros, tendo como base o documento contábil Estatística Econômico-Financeira (Estfin), anexo obrigatório do balancete contábil mensal das instituições financeiras. Inclui recursos livres e direcionados.

A base empírica da análise foi constituída por uma amostra de 105 empresas de médio porte do Estado de São Paulo, distribuídas em 16 setores pertencentes à indústria de transformação, para as quais foram obtidas informações dos balanços patrimoniais publicados anualmente na página do jornal Gazeta Mercantil.

A apresentação das empresas classificadas de acordo com o setor de atuação teve como finalidade mostrar a quais setores elas pertencem e quais são os que possuem maior representatividade na pesquisa. Além disso, a distribuição das empresas por setores permitirá, posteriormente, separá-los em grupos econômicos com o objetivo de realizar uma análise setorial dos resultados de desempenho, endividamento e estrutura de capital.

Conforme apresentado na Tabela 3 observa-se que o setor de Mecânica possui a maior participação na amostra, seguido dos setores Têxtil e Metalurgia; enquanto Couro e Calçados, Material de Escritório e Higiene e Limpeza possuem a menor participação. Segue abaixo a quantidade de empresas por setor de atuação na economia e sua representatividade na amostra da pesquisa:

Tabela 3 - Distribuição e participação dos setores no total da amostra

Setor	Número de Empresas	Participação na Amostra
Mecânica	21	20,0%
Têxtil	15	14,3%
Metalurgia	11	10,5%
Veículos e Autopeças	10	9,5%
Petroquímica e Química	10	9,5%
Minerais Não-Metálicos	7	6,7%
Plástico e Borracha	7	6,7%
Farmacêuticos	5	4,8%
Equipamentos Elétricos	4	3,8%
Madeira e Móveis	4	3,8%
Eletrodomésticos	3	2,9%
Material Eletrônico	3	2,9%
Papel e Celulose	2	1,9%
Couro e Calçados	1	0,9%
Material de Escritório	1	0,9%
Higiene e Limpeza	1	0,9%

Fonte: Balanços analisados, elaboração própria.

Conforme mencionado acima, para realizar uma análise setorial as empresas foram separadas por grupo econômico de acordo com a classificação setorial da BM&FBOVESPA³, elaborada, dentre outros propósitos, para permitir uma visão sobre empresas que, embora com atividades econômicas diferentes, tendam a responder de forma semelhante às condições econômicas.

A divisão em grupos econômicos permitiu investigar separadamente os resultados encontrados com relação ao desempenho e à estrutura de capital das empresas por grupo. Além disso, foi possível através dos resultados da análise setorial, compará-los com as referências macroeconômicas do período e avaliar se

³ Classificação setorial da BM&FBOVESPA retirada do site www.bovespa.com.br.

o que foi observado estava de acordo com o que se esperava encontrar diante da conjuntura econômica.

Os setores são agrupados pela BM&FBOVESPA sob o ponto de vista do consumo, ou seja, se os produtos desenvolvidos pelas empresas são pertencentes a estágios similares da cadeia produtiva quando se tem como base o consumo. No Quadro 2 estão listados os 10 grupos econômicos segundo a classificação setorial da BM&FBOVESPA:

Quadro 2 - Classificação setorial da BM&FBOVESPA em grupos econômicos

Setor Econômico	Subsetor	Setor Econômico	Subsetor
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Petróleo, Gás e Biocombustíveis		Tecidos, Vestuário e Calçados
	Mineração		Utilidades Domésticas
	Siderurgia e Metalurgia	Consumo Cíclico	Mídia
	Químicos		Hotelaria e Restaurantes
Materiais Básicos	Madeira e Papel		Lazer
	Embalagens		Diversos
	Materiais Diversos		Comércio
	Material de Transporte	Tecnologia da Informação	Computadores e Equipamentos
	Equipamentos Elétricos		Programas e Serviços
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	Telecomunicações	Telefonia Fixa
	Serviços		Telefonia Móvel
	Comércio		
	Construção e Engenharia	Utilidade Pública	Energia Elétrica
Construção e Transporte	Transporte		Água e Saneamento
			Gás
	Agropecuária		Intermediários Financeiros
	Alimentos Processados		Securizadoras de Recebíveis
	Bebidas		Serviços Financeiros Diversos
Consumo Não Cíclico	Fumo	Financeiro e Outros	Previdência e Seguros
	Prods. de Uso Pessoal e de Limpeza		Exploração de Imóveis
	Saúde		Holdings Diversificadas
	Diversos		Outros
	Comércio e Distribuição		Fundos
			Outros Títulos

Fonte: BM&F Bovespa S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros

Essa classificação tem como finalidade permitir investigar os resultados encontrados referentes ao padrão de financiamento e ao comportamento do grau de endividamento, bem como o desempenho de cada grupo de setores com características econômicas semelhantes. O objetivo desta investigação foi verificar se os grupos econômicos apresentaram comportamentos similares ou distintos diante do cenário da economia nos anos que compreendem a análise. Foram utilizadas referências macroeconômicas para possibilitar a realização de uma análise fundamentada do desempenho dos grupos econômicos analisados pela pesquisa.

Dos 10 grupos classificados pela BM&FBOVESPA, este trabalho analisou somente 4 grupos econômicos, uma vez que o estudo compreende somente empresas dos setores da indústria de transformação. Os demais conjuntos de setores estão inseridos em estágios da cadeia produtiva sob o critério do consumo que não se incluem nesta pesquisa. Seguem, na Tabela 4, os grupos econômicos constituídos por setores da indústria de transformação analisados neste trabalho:

Tabela 4 - Grupos econômicos e setores analisados no trabalho

Setor Econômico	Setor	Número de Empresas	Participação do Setor Econômico
Materiais Básicos	Metalurgia	11	39%
	Petroquímica e Química	10	
	Plástico e Borracha	7	
	Minerais Não-Metálicos	7	
	Madeira e Móveis	4	
	Papel e Celulose	2	
Consumo Cíclico	Têxtil	15	31%
	Veículos e Autopeças	10	
	Eletrodomésticos	3	
	Material Eletrônico	3	
	Couro e Calçados	1	
	Material de Escritório	1	
Bens Industriais	Mecânica	21	24%
	Equipamentos Elétricos	4	
Consumo não Cíclico	Farmacêuticos	5	6%
	Higiene e Limpeza	1	

Fonte: Balanços analisados, elaboração própria.

3.1 Metodologia

A metodologia aplicada no trabalho para identificar o padrão de financiamento e analisar o comportamento do grau de endividamento da amostra composta por empresas médias da indústria de transformação do Estado de São Paulo foi a utilização dos indicadores econômico-financeiros construídos com os dados dos Balanços Patrimoniais e da Demonstração do Resultado do Exercício divulgados pelas empresas na página do jornal Gazeta Mercantil. Os índices selecionados são os mais utilizados nas análises das demonstrações financeiras das empresas para identificar sua situação econômico-financeira.

As informações extraídas dos balanços patrimoniais das empresas para a construção dos indicadores foram o ativo circulante, passivo circulante, exigível a longo prazo, lucro líquido/prejuízo do exercício, patrimônio líquido, receita operacional líquida, endividamento bancário de curto prazo e longo prazo, recurso disponível em caixa, ativo total, fornecedores e impostos.

A análise dos resultados dos indicadores permitiu investigar a situação econômico-financeira da amostra no período de 2003 e 2007 com relação à:

- a) liquidez – ativo circulante sobre passivo circulante;
- b) rentabilidade – retorno sobre ativo total, retorno sobre patrimônio líquido;
- c) evolução do endividamento – endividamento líquido bancário;
- d) composição do endividamento – passivo circulante sobre exigível a longo prazo;
- e) estrutura de capital – participação das fontes de recursos sobre o ativo total.

O uso do indicador de liquidez procurou mostrar o comportamento das empresas quanto à capacidade de saldar suas dívidas de curto prazo nos anos de maior e menor crescimento do PIB, ao mesmo tempo em que se observou o aumento do crédito. Diante deste cenário de evolução do crédito, a análise do endividamento líquido bancário, permitiu avaliar se houve aumento do endividamento durante os anos, e juntamente com a participação das fontes de recursos na estrutura de capital, identificar o padrão de financiamento adotado pelas empresas da amostra.

A partir da avaliação dos indicadores que medem a rentabilidade, buscou verificar o desempenho econômico apresentado pelas empresas da amostra ao longo dos anos analisados, quando o país vivenciou momentos de crescimento e de desaceleração econômica.

3.1.1 Índice de liquidez

Os Índices de Liquidez mostram a capacidade que a empresa tem para pagar suas dívidas e obrigações assumidas a curto e a longo prazo. O índice

utilizado neste trabalho foi o Índice de Liquidez Corrente. (AUTRAN; ULYSSES, 2008)

$$\text{Índice de Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$$

Esse índice representa a capacidade que a empresa tem de quitar suas obrigações de curto prazo. Por exemplo, uma empresa que apresentar um índice de liquidez corrente igual a 2, indica que para R\$1,00 de dívida, ela possui R\$2,00 no ativo circulante. Quando o índice encontrado é menor que 1, esse resultado normalmente reflete que a empresa enfrenta dificuldades no pagamento das dívidas de curto prazo.

3.1.2 Índices de rentabilidade

Os índices de rentabilidade medem a capacidade da empresa de reaver o valor investido, ou seja, a sua rentabilidade. Esses índices são utilizados para verificar o desempenho econômico da empresa. Neste trabalho foram utilizados três índices de rentabilidade:

- 1) Retorno sobre o Patrimônio Líquido
- 2) Retorno sobre a Receita Operacional Líquida
- 3) Ebitda

Retorno sobre o Patrimônio Líquido – mede o retorno sobre o capital próprio investido. É uma boa referência para indicar se a empresa está sendo bem-sucedida na sua atividade. (AUTRAN; ULYSSES, 2008)

$$\text{Retorno sobre o Patrimônio Líquido} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Retorno sobre a Receita Operacional Líquida – mostra a relação do lucro líquido com a receita operacional líquida. Esse índice demonstra o retorno líquido da empresa sobre sua receita, após dedução dos encargos. (AUTRAN; ULYSSES, 2008)

$$\text{Retorno sobre a Receita Operacional Líquida} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Operacional Líquida}}$$

EBITDA – é a sigla em inglês de Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization e, que em português significa Resultados antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização. Esse índice representa o lucro gerado das atividades operacionais, portanto, excluindo-se as despesas e receitas financeiras, e antes de considerar as despesas de depreciação e amortização, e a incidência dos impostos sobre o lucro. Dessa forma, o EBITDA mede a capacidade original da empresa em gerar resultados, independentemente da estratégia de financiamento utilizada. Para cálculo aproximado do indicador EBITDA, utilizou-se como *proxy* o lucro operacional líquido.

$$\text{EBITDA} = \frac{\text{Lucro Operacional Líquido}}{\text{Receita Operacional Líquida}}$$

3.1.3 Índices de endividamento

Os índices de endividamento têm como principal objetivo mostrar o grau de comprometimento do capital próprio de uma empresa, com o capital de terceiros. Esses índices mostram, também, qual é a relação da dívida de curto prazo com a de longo prazo. No estudo foram utilizados três índices de endividamento:

- 1) Endividamento Oneroso Líquido
- 2) Endividamento Líquido sobre o Ativo Total
- 3) Passivo Circulante sobre o Exigível a Longo Prazo

Endividamento Oneroso Líquido – mede o comprometimento do capital próprio com o endividamento bancário, deduzindo as disponibilidades de caixa da empresa. (BORGES; MACHADO, 2005)

$$\text{Endividamento Oneroso Líquido} = \frac{\text{Empréstimos e Financiamento - Disponível}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Endividamento Líquido sobre o Ativo Total – mede quanto o endividamento bancário representa no total do ativo, deduzindo as disponibilidades de caixa da empresa. (BORGES; MACHADO, 2005)

$$\text{Endividamento Líq. sobre Ativo Total} = \frac{\text{Empréstimos e Financiamento - Disponível}}{\text{Ativo Total}}$$

Passivo Circulante sobre o Exigível a Longo Prazo – mede a relação da dívida de curto prazo com a dívida de longo prazo. Índices superiores a 1 indicam que a empresa está mais alavancada com endividamento de curto prazo. (AUTRAN; ULYSSES, 2008)

$$\text{Passivo Circulante sobre Exigível a Longo Prazo} = \frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Exigível a Longo Prazo}}$$

3.1.4 Índices de estrutura de capital

Os índices de estrutura de capital têm o propósito de indicar como os ativos são financiados. São referências para identificar o padrão de financiamento das empresas, isto é, quais fontes de recursos são utilizadas e como elas compõem a estrutura de capital da empresa.

Para identificar a estrutura de capital das empresas da amostra foi feita a divisão do passivo da empresa em recursos próprios e recursos de terceiros. A somatória dos percentuais de participação das fontes de financiamento é 100%:

- Recursos Próprios
 - Patrimônio Líquido

- Recursos de Terceiros
 - Endividamento Bancário
 - Fornecedores
 - Impostos
 - Outros

Os índices foram construídos por meio da divisão entre a fonte de recursos e o total do ativo, conforme segue:

$$✓ \text{ Percentual de Patrimônio Líquido} = \frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Ativo Total}}$$

$$✓ \text{ Percentual de Endividamento Bancário} = \frac{\text{Endividamento Bancário}}{\text{Ativo Total}}$$

$$✓ \text{ Percentual de Fornecedores} = \frac{\text{Fornecedores}}{\text{Ativo Total}}$$

$$✓ \text{ Percentual de Impostos} = \frac{\text{Impostos}}{\text{Ativo Total}}$$

$$✓ \text{ Percentual de Outros} = \frac{\text{Outros}}{\text{Ativo Total}}$$

3.2 Resultados do estudo

No presente trabalho foram analisadas duas questões de pesquisa. Na primeira procurou-se observar o desempenho econômico por meio dos indicadores

de rentabilidade e o comportamento do grau de endividamento, isto é, se as empresas mantiveram-se mais ou menos endividadas no período do estudo; e na segunda, investigar quais fontes de recursos são utilizadas pelas empresas e identificar, com base na origem desses recursos, capital próprio (lucros retidos) e de terceiros (endividamento), se há um padrão de financiamento para a amostra selecionada.

3.2.1 Resultados sobre a liquidez e grau de endividamento

O primeiro indicador econômico-financeiro analisado no estudo, o índice de liquidez corrente, permitiu observar qual a capacidade que as médias empresas que compõem a amostra têm para saldar suas dívidas e obrigações assumidas a curto prazo. A amostra total apresentou leve declínio no índice, de 1,53 em 2003 para 1,41 em 2007. Do ponto de vista da média do período, o índice de liquidez corrente encontrado foi de 1,43.

Esse resultado aponta dois indícios: por um lado, uma redução no endividamento de curto prazo das empresas da amostra em termos de ativo total e, por outro lado, um declínio na capacidade de saldar suas dívidas de curto prazo, ou seja, o passivo circulante cresceu mais que o ativo circulante.

Em comparação com os índices encontrados por Jacob (2006) entre os anos de 2004 e 2005, os resultados foram bastante similares. O índice verificado em 2005 foi 1,52, próximo ao apresentado neste estudo, 1,49. E em 2004, o índice de liquidez corrente observado foi igual nas duas pesquisas, 1,44. Seguem na Tabela 5 os índices verificados nos anos que compreendem este trabalho:

Tabela 5 - Índice de Liquidez Corrente

Indicador	2003	2004	2005	2006	2007	Média do Período
Índice de Liquidez Corrente (AC/PC)	1,53	1,44	1,49	1,35	1,41	1,43

Fonte: Balanços analisados, elaboração própria.

Com relação ao comportamento do grau de endividamento da amostra, o endividamento oneroso líquido mostrou uma queda na relação entre endividamento

bancário (excluindo as disponibilidades de caixa) e o capital próprio, de 31% no ano de 2003 para 20% em 2007. Na média do período o indicador marcou 23%, atingindo o percentual máximo de 34% no ano de 2004. A Tabela 6 apresenta os indicadores encontrados:

Tabela 6 - Endividamento Oneroso Líquido

Indicador	2003	2004	2005	2006	2007	Média do Período
Endividamento Oneroso Líquido	31%	34%	23%	19%	20%	23%

Fonte: Balanços analisados, elaboração própria.

Essa variação no endividamento oneroso líquido indicou uma redução no comprometimento do capital próprio, medido através do patrimônio líquido, com a dívida bancária, isto é, houve um declínio na participação dos empréstimos e financiamentos bancários em relação ao patrimônio líquido e, conseqüentemente, uma melhora na situação financeira das empresas. No entanto, é importante mencionar que o endividamento bancário aumentou entre os anos 2003 e 2007, porém o crescimento do patrimônio líquido e do disponível em caixa foi mais expressivo.

O resultado revelado não foi o que se esperava diante dos dados macroeconômicos de evolução do volume de operações de crédito. Enquanto se esperava um aumento no endividamento bancário líquido, visto que o volume de crédito para a indústria quase dobrou entre 2003 e 2007, o estudo mostrou que para a amostra das médias empresas da indústria da transformação do Estado de São Paulo analisadas nesta pesquisa, houve redução do endividamento bancário líquido sobre o patrimônio líquido.

Ao comparar os resultados do endividamento oneroso líquido, verificados na pesquisa de Jacob (2006) em 2004 e 2005, observou-se que os percentuais foram inferiores, porém observou-se o mesmo comportamento: redução do endividamento bancário líquido. Os índices encontrados pelo autor foram de 46% em 2004 e 40% em 2005, enquanto nesta pesquisa os indicadores foram 34% em 2004 e 23% em 2005. Por outro lado, o resultado é coerente com o que sugeriu o estudo de Nobre (2005), de haver uma baixa predisposição das empresas em endividarem-se, a sua pesquisa identificou que aproximadamente 40% das empresas não possuíam dívidas.

Sob o ponto de vista da relação do endividamento líquido (empréstimos e financiamentos bancários, deduzido as disponibilidades de caixa) sobre o ativo total, a média obtida na amostra foi de 11%, mantendo-se no mesmo patamar no decorrer dos anos do período, conforme Tabela 7:

Tabela 7 - Endividamento Líquido sobre Ativo Total

Indicador	2003	2004	2005	2006	2007	Média do Período
Endividamento Líquido sobre Ativo Total	12%	13%	9%	11%	11%	11%

Fonte: Balanços analisados, elaboração própria.

O comportamento do endividamento líquido sobre o ativo total também não sugeriu o que indicou os dados macroeconômicos de evolução do volume de operações de crédito, reforçando o que foi verificado pelo endividamento oneroso líquido. Enquanto se esperava um aumento no endividamento durante os anos de 2003 e 2007, o estudo mostrou que houve pequena redução do endividamento bancário líquido sobre o ativo total.

Os índices de endividamento encontrados no estudo refletem um baixo grau de endividamento da amostra, inclusive se comparado ao resultado encontrado por Prates e Leal (2005). A pesquisa desses autores, realizada no ano de 2003, indicou um grau de endividamento que variou entre 20% e 40% do ativo total, e quando consideradas somente as empresas de capital fechado, o percentual médio foi de 30,4%. Se comparados com os percentuais apontados por Jacob (2006), o mesmo resultado é encontrado. Apesar da diferença entre os índices serem menores, o autor também verificou a redução do percentual do endividamento líquido sobre o ativo total de 20% em 2004, para 18% em 2005.

A análise do indicador que mede o passivo circulante sobre o exigível a longo prazo permitiu evidenciar que houve um aumento da dívida de curto prazo em relação à dívida de longo prazo. Esse resultado pôde ser verificado através da evolução do índice no decorrer dos anos observados. Em 2003, o indicador foi 1,09, enquanto que em 2007 foi 1,48, ou seja, o endividamento de curto prazo cresceu mais que o endividamento de longo prazo (Tabela 8).

Tabela 8 - Passivo Circulante sobre Exigível a Longo Prazo

Indicador	2003	2004	2005	2006	2007	Média do Período
Passivo Circulante sobre Exigível a Longo Prazo	1,09	1,29	1,11	1,37	1,48	1,28

Fonte: Balanços analisados, elaboração própria.

Porém, é importante frisar que não houve aumento na alavancagem total, ou seja, as empresas somente alteraram a composição do endividamento, elevando a dívida de curto prazo em relação à dívida de longo prazo. Esse resultado contradiz o comportamento de evolução no crédito para a indústria, que foi verificado entre os anos analisados.

As conclusões que se podem chegar com os resultados dos índices de liquidez e de endividamento observados nas análises sugerem que as empresas da amostra no período estudado neste trabalho apresentaram diminuição no endividamento bancário líquido em relação ao patrimônio líquido, mantiveram baixo nível de endividamento, e a alavancagem foi constituída na maior parte por dívida de curto prazo.

3.2.2 Resultados sobre a rentabilidade

Um dos indicadores calculados para analisar a rentabilidade das empresas da amostra foi o retorno sobre o patrimônio líquido. De acordo com os resultados do índice, verificou-se que além de as empresas em média terem sido lucrativas em todos os anos do estudo, houve um aumento desta lucratividade, de 1,29% em 2003 para 2,32% em 2007. Outro ponto a destacar é o retorno sobre o patrimônio líquido nos anos de 2004 e 2005, nos quais o percentual de lucratividade apresentou elevação expressiva e atingiu 7,77% e 7,79%, respectivamente, o que refletiu um melhor desempenho das empresas nesses anos (Tabela 9).

Tabela 9 - Retorno sobre o Patrimônio Líquido

Indicador	2003	2004	2005	2006	2007	Média do Período
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	1,29%	7,77%	7,79%	2,42%	2,32%	3,57%

Fonte: Balanços analisados, elaboração própria.

Em uma primeira comparação, as taxas de retorno sobre o patrimônio líquido encontradas por Jacob (2006) foram bem superiores às verificadas nesta pesquisa, 26,6% em 2004 e 26,3% em 2005. Esse resultado pode ser explicado devido ao porte das empresas que compõem as amostras serem diferentes em cada um dos estudos. Porém, os resultados da pesquisa do autor também revelaram que houve manutenção da rentabilidade no ano de 2005 no patamar de 2004.

Esse ponto é importante destacar, pois ao observar a variação do PIB e da produção industrial no ano de 2005, 3,2% e 2,7%, respectivamente, esperava-se encontrar uma redução na rentabilidade das empresas. No entanto, foi verificada a manutenção do índice que mede o retorno sobre o patrimônio líquido, no mesmo patamar de 2004, quando a economia brasileira apresentou o maior crescimento do PIB, 5,7%, e da produção física da indústria de transformação, 8,5%. (Tabela 1)

Este comportamento foi sustentado no índice que mede o retorno sobre a receita operacional líquida: os anos de 2004 e 2005 foram os que apresentaram maior rentabilidade, 3,02% e 3,06%, respectivamente, ainda que o crescimento econômico tenha apresentado desaceleração no ano de 2005.

No período analisado houve um aumento da relação entre o lucro líquido e a receita operacional líquida de 0,53% em 2003 para 2,07% em 2007 (Tabela 10).

Tabela 10 - Retorno sobre a Receita Operacional Líquida

Indicador	2003	2004	2005	2006	2007	Média do Período
Retorno sobre a Receita Operacional Líquida	0,53%	3,02%	3,06%	2,34%	2,07%	2,25%

Fonte: Balanços analisados, elaboração própria.

As taxas de retorno sobre a receita operacional líquida encontradas por Jacob (2006) foram superiores, 13,9% em 2004 e 14,9% em 2005. Aqui se atribui a mesma explicação dada à diferença no índice de retorno sobre o patrimônio líquido. Além disso, a rentabilidade das empresas cresceu entre 2004 e 2005, sugerindo bom desempenho em um ano de desaceleração da economia, resultado apontado neste trabalho.

O terceiro e último indicador econômico-financeiro de rentabilidade analisado foi o EBITDA. Os resultados do índice permitiram mostrar que houve aumento na capacidade das empresas em gerar lucro das atividades operacionais, ou seja, em 2003 o índice observado foi de 1,78% enquanto em 2007 foi de 4,54%. O maior

aumento aconteceu entre os anos de 2003 (1,78%) e 2004 (5,05%), e depois se manteve estável (Tabela 11).

Tabela 11 - EBITDA

Indicador	2003	2004	2005	2006	2007	Média do Período
EBITDA	1,78%	5,05%	5,30%	4,03%	4,54%	4,23%

Fonte: Balanços analisados, elaboração própria.

Jacob (2006) observou em sua pesquisa um EBITDA de 28,6% e 29,3% nos anos de 2004 e 2005, respectivamente, percentuais superiores ao deste trabalho. Porém, o autor chegou ao resultado encontrado neste estudo, elevação do EBITDA entre o ano de maior crescimento do PIB, 2004, para o ano de desaceleração do PIB, 2005.

Em síntese, os resultados dos índices de rentabilidade analisados sugeriram que as empresas da amostra apresentaram um aumento na rentabilidade entre 2003 e 2007, com os melhores desempenhos nos anos de 2004 e 2005, resultado que contradiz as referências macroeconômicas do período.

3.2.3 Resultados sobre a estrutura de capital

Nessa seção foram apresentadas as evidências quanto à análise dos indicadores da estrutura de capital, os quais permitiram desenvolver a segunda questão de pesquisa deste trabalho. O objetivo foi identificar as principais fontes de recursos utilizadas pelas médias empresas da amostra, assim como a origem desses recursos, ou seja, qual a participação do capital próprio e do capital de terceiros nas fontes de financiamento.

O primeiro ponto foi a divisão da estrutura dos recursos utilizados por essa amostra em 5 principais fontes de financiamento: Endividamento (empréstimos e financiamentos de curto prazo e longo prazo), Fornecedores, Impostos a pagar, Patrimônio Líquido (como *proxy* para Capital Próprio) e Outros (refere-se a outras fontes de recursos). Isso possibilitou verificar qual foi o comportamento de cada fonte de financiamento durante o período e também ordená-las de acordo com a

representatividade. Em seguida, para encontrar a participação das fontes de recursos foi construída a relação entre cada linha de financiamento e o ativo total.

A análise da participação do endividamento na estrutura de capital durante os anos acompanhados no estudo mostrou que a relação manteve-se estável, ou seja, apresentou pequena variação de 18,32% em 2003 para 17,78% em 2007. Esse resultado indicou que apesar de ter sido um momento de evolução no volume de operações de crédito para a indústria, quando se esperava a elevação da participação do endividamento na estrutura de capital, as empresas de médio porte selecionadas para a pesquisa mostraram pequena redução na utilização do endividamento como fonte de recursos para o financiamento.

Em contrapartida, a utilização dos recursos internos, isto é, a relação entre patrimônio líquido e ativo total, esperava-se que apresentasse redução, porém aumentou significativamente no período analisado, passando de 38,33% em 2003 para 54,63% em 2007. Destaque para a alta expressiva verificada de Dez/2005 (36,86%) para Dez/2006 (56,80%) conforme observado na Tabela 12:

Tabela 12 - Estrutura de Capital da Amostra

Fonte de Financiamento	2003	2004	2005	2006	2007
Endividamento	18.32%	19.99%	17.37%	16.68%	17.78%
Fornecedores	7.51%	8.20%	6.61%	4.46%	5.08%
Impostos	17.65%	17.84%	23.58%	10.95%	11.89%
Recursos Internos	38.33%	37.70%	36.86%	56.80%	54.63%
Outros	18.18%	16.27%	15.58%	11.11%	10.62%

Fonte: Balanços analisados, elaboração própria.

A junção do comportamento do endividamento (manutenção da representatividade ao longo do período) e dos recursos internos (elevação da participação entre 2003 e 2007) sugeriu ter acontecido queda na participação das demais fontes de financiamento, fornecedores, impostos e outros, como demonstrado nos resultados apresentados na Tabela 12. A relação entre fornecedores e ativo total caiu de 7,51% em 2003 para 5,08% em 2007, enquanto impostos variou de 17,65% em 2003 para 11,89% em 2007, e outras fontes passou de 18,18% em 2003 para 10,62% em 2007.

A análise realizada sob a ótica da representatividade das fontes de recursos no financiamento mostrou que o resultado encontrado é similar aos observados nos

trabalhos recentes no Brasil conforme descritos no capítulo 2, isto é, os recursos próprios possuem a maior participação no financiamento na média dos 5 anos investigados de 47,70%, seguido do endividamento com 17,82%. Esses números revelaram que apesar do aumento da oferta de crédito ocorrido nos anos que compreendem esse estudo, notou-se a preferência pelas médias empresas selecionadas na utilização dos recursos internos. Além disso, outro ponto de destaque é a importância dos impostos como fonte de financiamento, apresentando um percentual próximo ao endividamento de 15,15%, o que evidencia uma característica peculiar das empresas brasileiras de utilizarem os impostos para se financiar (Tabela 13).

Tabela 13 - Participação média das fontes de recursos no financiamento da amostra

Fonte de Financiamento	Média do Período
Recursos Internos	47.70%
Endividamento	17.82%
Impostos	15.15%
Outros	13.38%
Fornecedores	5.95%

Fonte: Balanços analisados, elaboração própria.

A comparação do resultado encontrado, referente à ordem de preferência das fontes de financiamento na estrutura de capital, com os resultados de outros trabalhos elaborados no Brasil mostrou que a maioria das empresas indicou os recursos próprios como principal fonte de financiamento, seguido do endividamento, e ações (quando coube). Nessa comparação não foram consideradas as diferenças das amostras com relação ao período do estudo, metodologia da pesquisa, porte, e empresas com ou sem emissão de ações na bolsa de valores. Entre esses trabalhos estão Rodrigues e Melo (1999), Moreira e Puga (2000), CNI e CEPAL (2001), Nakamura e Mota (2002) e Jacob (2006).

Resultados opostos foram verificados na pesquisa de Eid Junior (1996), na qual a ordem de utilização das fontes de financiamento apontou o endividamento como primeira opção, seguido da emissão de ações, e por último os recursos próprios. O Quadro 3 mostra os percentuais de utilização de cada fonte de financiamento encontrados nos trabalhos.

Quadro 3 - Resultado sobre as fontes de financiamento nos recentes estudos realizados no Brasil

Estudo	Eid Junior (1996)	Rodrigues e Melo (1999)	Moreira e Puga (2000)	CNI e CEPAL (2001)	Nakamura e Mota (2002) ⁽¹⁾	Jacob (2006)	Valentino (2009)
Fonte	Questionário	SABE ⁽²⁾ - desenvolvido pelo IBMEC	IRPJ	Questionário	Questionário	Balancos Contábeis	Gazeta Mercantil
Amostra	161 empresas (a maioria grandes empresas, de capital aberto e fechado)	20 empresas com ações negociadas em bolsa de valores	4.312 empresas (capital aberto e fechado)	727 empresas industriais	94 empresas de grande porte e capital aberto	102 grandes empresas industriais	105 médias empresas do estado de São de Paulo de capital fechado
Período	1994-1995	1987-1996	1995-1997	2000-2001	2002	2004-2005	2003-2007
Recursos Internos (%)	11	63,9	54	70,7	34	41,5	47,70
Endividamento (%)	54	29,6	25	28,1	-	27,1	17,82
Dívidas (%)	-	-	-	-	21	-	-
Dívidas Conversíveis (%)	-	-	-	-	16	-	-
Ações (%)	35	6,5	21	1,2	-	-	-
Ações Preferenciais (%)	-	-	-	-	15	-	-
Ações Ordinárias (%)	-	-	-	-	14	-	-
Impostos (%)	-	-	-	-	-	-	15,15
Outras fontes (%) ⁽³⁾	-	-	-	-	-	31,3	19,33

Fonte: Balancos analisados, elaboração própria.

Nota: Sinal Convencional utilizado:

- Dado numérico igual a zero não resultante de arredondamento.

⁽¹⁾ No artigo de Nakamura e Mota (2002) os autores discriminam as fontes de financiamento entre:

Dívidas: dívidas puras

Dívidas Conversíveis: títulos híbridos, ou seja, meio dívida, meio capital próprio

Ações Preferenciais: títulos híbridos, que proporcionam rendimento mínimo fixo

Ações Ordinárias: ações puras

⁽²⁾ Sistema de Análise de Balancos Empresariais.

⁽³⁾ Somatório de Outras Fontes e Fornecedores.

Quando observado no âmbito das empresas de capital fechado, o estudo de Prates e Leal (2005) identificou nas respostas recebidas do questionário enviado às empresas que a maioria considerou trabalhar com um nível máximo de endividamento por não possuírem acesso ao mercado de ações, apontando preferência ao endividamento para se financiar. Porém, o que foi revelado pelo índice médio de endividamento encontrado na amostra (entre 20% e 40%) indicou os lucros retidos como principal fonte de recursos. Eid Junior (1996) encontrou resultado contrário a este, o endividamento foi apontado como primeira opção, seguido dos recursos internos.

Outra observação que pôde ser feita foi considerar somente as pesquisas que apresentaram de forma segmentada pelo porte das empresas para identificar qual a divisão da estrutura de capital. Sob o ponto de vista das médias empresas o estudo da CNI e CEPAL (2001) evidenciou os recursos internos como principal fonte de financiamento (64,1%), seguido do endividamento (33,3%) e emissão de ações (2,6%). A pesquisa de Moreira e Puga (2000) também proporcionou essa comparação, onde as empresas de médio porte apresentaram 48% de recursos próprios, 29% de endividamento e 23% emissão de ações (Tabela 14).

Tabela 14 - Fontes de financiamento considerando as médias empresas

Estudo	Moreira e Puga (2000)	CNI e CEPAL (2001)	Valentino (2009)
Recursos Internos	48%	64,1%	47,70%
Endividamento	29%	33,3%	17,82%
Ações	23%	2,6%	-
Impostos	-	-	15,15%
Outras fontes (1)	-	-	19,33%

Fonte: Balanços analisados, elaboração própria.

Nota: Sinal Convencional utilizado:

- Dado numérico igual a zero não resultante de arredondamento.

(1) Somatório de Outras Fontes e Fornecedores.

Os resultados do presente trabalho, observados na Tabela 14, referentes aos percentuais de utilização das fontes de financiamento, assim como a ordem de preferência desses recursos, foram favoráveis à teoria de pecking order: recursos internos como primeira opção, seguido do endividamento (sendo empresas de capital fechado, não foi considerada a emissão de ações). Alguns dos estudos descritos no capítulo 2, que testaram modelos a fim de identificar qual das teorias explicava o padrão de financiamento das empresas analisadas, evidenciaram a predominância da teoria da hierarquia das fontes. Esse resultado foi concluído por Rodrigues e Kloeckner (2006), Daher (2004) e Nakamura e Mota (2002).

Eid Junior (1996) identificou que as empresas selecionadas na sua pesquisa apontaram o oportunismo nas decisões de investir, ou seja, a teoria market timing, como a que melhor explica a estrutura de capital. Por outro lado, Lucinda e Saito (2002) verificaram o modelo de endividamento ótimo com custos de ajustamento, que sugere a utilização da teoria de trade off, sendo o melhor modelo de explicação, porém, os autores concluíram que os resultados foram inconclusivos para identificar uma teoria predominante para explicar o padrão de financiamento da amostra.

Houve outros trabalhos com resultados que não forneceram respostas conclusivas quanto a uma teoria predominante que explicasse a estrutura de capital das empresas: Rodrigues e Melo (1999), Nobre (2005) e Prates e Leal (2005) (Quadro 4).

Quadro 4 - Teorias identificadas nos estudos

Estudo	Pecking Order	Market Timing	Inconclusivo
Eid Junior (1996)		X	
Rodrigues e Melo (1999)			X
Nakamura e Mota (2002)	X		
Lucinda e Saito (2002)			X
Daher (2004)	X		
Prates e Leal (2005)			X
Nobre (2005)			X
Rodrigues e Kloeckner (2006)	X		
Valentino (2009)	X		

Fonte: Balanços analisados, elaboração própria.

Outra característica da teoria de pecking order que pôde ser verificada nos resultados deste estudo é a relação positiva entre lucratividade e utilização dos recursos internos, e negativa entre endividamento e rentabilidade. Segundo esta teoria, as empresas com maiores lucros são as que possuem maior participação dos recursos próprios, e menores níveis de endividamento.

Isso foi observado pela evolução da lucratividade e da participação dos lucros retidos durante o período analisado. As empresas da amostra aumentaram o retorno sobre o patrimônio líquido de 1,29% em 2003 para 2,32% em 2007, e o EBITDA variou de 1,78% para 4,54%. Enquanto a participação dos recursos próprios evoluiu de 38,3% do ativo total em 2003 para 54,63% em 2007. Essa correlação positiva entre lucratividade e utilização dos recursos internos que indica a utilização da teoria da hierarquia das fontes foi encontrada nos testes dos modelos nos trabalhos de Rodrigues e Kloeckner (2006), Daher (2004), Nobre (2005) e Moreira e Puga (2000).

Um último ponto, específico das empresas brasileiras a considerar, é o percentual de impostos na estrutura de capital. A participação média dos impostos como fonte de financiamento na amostra da pesquisa foi de 15,15%, com diferença para o endividamento de apenas, aproximadamente, 2,6%. Esse fator não está preconizado na teoria da hierarquia das fontes, mas é uma característica de destaque no caso do Brasil.

4 ANÁLISE SETORIAL

Nesta seção, com a distribuição dos setores que compõem a amostra em grupos econômicos, foi possível realizar uma análise setorial dos resultados e compará-los com a conjuntura da economia nos anos analisados. Dessa forma, observou-se o comportamento do endividamento e o padrão de financiamento em cada grupo de setores que possui características econômicas semelhantes. O objetivo desta investigação foi verificar se os grupos econômicos apresentaram comportamentos similares ou distintos diante do cenário da economia nos anos que compreendem a análise.

As referências macroeconômicas foram utilizadas por permitirem realizar uma análise mais fundamentada do desempenho dos grupos econômicos analisados pela pesquisa. Além disso, possibilitar na avaliação dos resultados, verificar se o observado foi de acordo com o que se esperava encontrar diante do cenário econômico. Por fim, procurou-se identificar os possíveis fatores explicativos para o comportamento apresentado pelos grupos econômicos.

Para comparar e avaliar os resultados do desempenho dos grupos econômicos, além dos dados do PIB e da produção física industrial, foi feito o uso das informações da produção industrial regional divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), entre os anos de 2003 e 2007, referentes à evolução regional da produção industrial por setor econômico do Estado de São Paulo. (Tabela 15)

Tabela 15 - Desempenho industrial regional – Estado de São Paulo

Segmentos	Em %								
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Minerais Não Metálicos	-1.63	1.91	-3.21	-1.6	-3.08	6.26	-2.07	3.43	7.44
Metalurgia	-6.71	11.45	2.81	2.25	1.48	12.69	0.64	4.29	8.91
Papel e Celulose	4.61	2.98	0.68	0.48	2.99	10.78	2.58	2.04	-1.35
Química	-3.93	5.45	0.24	1.92	2.16	8.10	1.68	0.17	6.27
Prod. Matérias Plásticas	-6.14	0.13	-2.58	-0.08	-7.58	7.83	0.12	-1.42	3.44
Mecânica	-15.6	15.57	4.82	2.55	7.01	21.03	6.2	5.52	16.24
Mat. Eletr. e de Comunicações	-7.04	9.3	15.85	-20.66	10.31	45.01	-6.04	6.1	13.68
Material de Transporte	-8.41	13.72	-0.14	-0.77	-1.2	11.86	3.93	-1.68	11.64
Têxtil	2.99	5.68	-3.48	0.72	-6.81	4.64	-7.72	1.62	5.29
Vest. Calç. e Art. de Tecidos	6.11	6.2	0.03	-3	-10.58	7.5	-4.78	1.44	3.6
Farmacêutica	2.06	-4.25	-4.66	0.95	-19.27	5.5	25.95	3.14	9.57
Perfumaria, Sabões e Velas	6.57	0.48	0.27	2.08	0.84	16.2	5.51	3.32	5.55
Indústria Geral do Estado de São Paulo	-4.24	6.46	2.51	-1.11	0.64	11.78	3.76	3.19	6.24

Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Indústria.

Nota: Material de Transporte equivale ao setor Veículos e Autopeças desta pesquisa.

A análise setorial foi elaborada através dos resultados dos indicadores econômico-financeiros selecionados para este estudo, agrupando-se os setores da amostra em quatro grupos econômicos, de acordo com a classificação da BM&FBOVESPA:

- ✓ Consumo não Cíclico: Farmacêuticos e Higiene e Limpeza
- ✓ Bens Industriais: Mecânica e Equipamentos Elétricos
- ✓ Materiais Básicos: Metalurgia, Petroquímica e Química, Minerais Não-Metálicos, Plástico, Madeira e Móveis e Papel e Celulose
- ✓ Consumo Cíclico: Têxtil, Veículos e Autopeças, Eletrodomésticos, Material Eletrônico, Couro e Calçados e Material de Escritório

Antes de iniciar a verificação dos resultados da análise setorial é importante destacar alguns fatores macroeconômicos que podem ter impactado, de forma favorável ou não, o desempenho dos setores econômicos observados no estudo:

- ✓ Valorização cambial: por um lado prejudicou os setores exportadores, mas por outro beneficiou os setores dependentes de produtos importados.
- ✓ Aumento do crédito e da renda para pessoa física: beneficiou os setores de bens de consumo e os setores dependentes do mercado interno.
- ✓ Aumento do crédito para a indústria: possibilidade de aumentar a utilização do endividamento para o financiamento.
- ✓ Crescimento da economia mundial: favoreceu os setores exportadores.
- ✓ Elevação no preço das commodities: prejudicou os setores que dependem da utilização da matéria-prima, mas beneficiou os setores que as produzem.
- ✓ Concorrência chinesa: impacto negativo nos setores que competem com os produtos chineses tanto no mercado interno quanto no externo.
- ✓ Crise agrícola e pecuária (febre aftosa e gripe aviária)⁴: prejudicaram os setores de intermediários químicos fornecedores de matéria-prima para o setor agrícola, e de máquinas e transportes agrícolas.

⁴ Para informações sobre a crise agrícola e pecuária consultar o artigo de Moura, A. P. P.; Souza, P. S.; Luz, R. S. Da porteira para dentro e para fora, agronegócio brasileiro em crise? Salvador: Conjuntura e Planejamento, n.148, p.22-29, set.2006.

✓ 2005: ano de menor crescimento do PIB, marcado pela desaceleração da produção física industrial, elevado patamar da taxa de juros e forte valorização cambial.

4.1 Resultados da evolução do endividamento

O índice de liquidez corrente apontou que três dos quatro grupos analisados, Materiais Básicos, Bens Industriais e Consumo não Cíclico, possuem boa capacidade de saldar suas dívidas de curto prazo. Bens Industriais foi o grupo que apresentou o maior índice médio, 2,19. Por outro lado, Consumo Cíclico apresentou índice menor que 1 (0,89 na média do período).

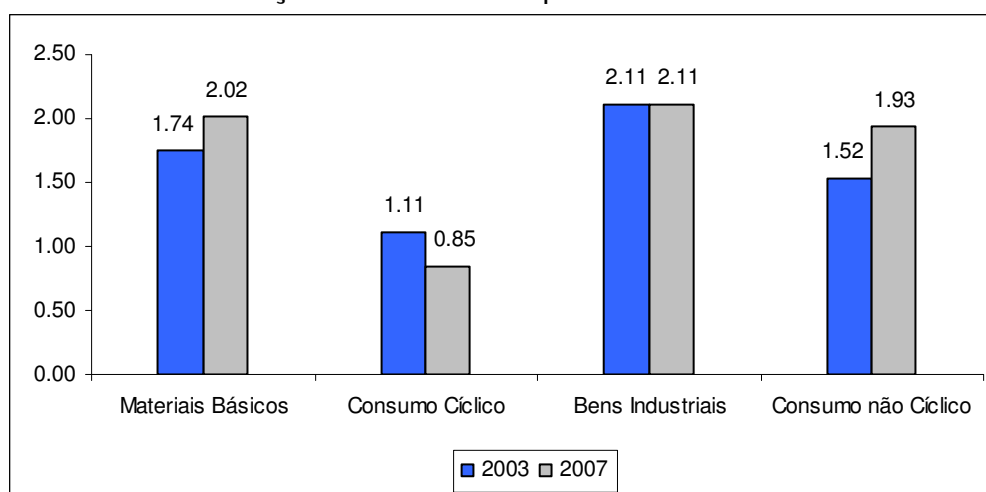
Tabela 16 - Índice de Liquidez Corrente - Grupos Econômicos

Grupo Econômico	2003	2004	2005	2006	2007	Média do Período
Materiais Básicos	1,74	1,82	1,97	1,86	2,02	1,89
Consumo Cíclico	1,11	0,92	0,90	0,80	0,85	0,89
Bens Industriais	2,11	2,14	2,46	2,17	2,11	2,19
Consumo não Cíclico	1,52	1,47	1,67	1,96	1,93	1,74

Fonte: Balanços analisados, elaboração própria.

Ao longo dos anos analisados verificou-se que Materiais Básicos e Consumo não Cíclico tiveram seu índice de liquidez corrente elevado, enquanto o índice do Consumo Cíclico diminuiu, e de Bens Industriais manteve-se no patamar de 2,11.

Gráfico 1 - Variação do índice de liquidez corrente de 2003 e 2007



A relação entre passivo circulante e exigível a longo prazo permitiu observar que os grupos Materiais Básicos, Consumo Cíclico e Bens Industriais possuem maior endividamento de curto prazo, enquanto no Consumo não Cíclico possui maior endividamento de longo prazo. Além disso, em 2005, os quatro grupos apresentaram queda no índice, o que sugere ter ocorrido uma diminuição no endividamento de curto prazo e um aumento no endividamento de longo prazo, sem aumento na alavancagem total, apenas alteração na composição do endividamento:

- ✓ Materiais Básicos: de 1,20 em 2004 para 0,88 em 2005;
- ✓ Consumo Cíclico: de 1,15 em 2004, para 1,14 em 2005;
- ✓ Bens Industriais: de 2,31 em 2004, para 2,00 em 2005;
- ✓ Consumo não Cíclico: de 1,06 em 2004, para 0,80 em 2005.

Tabela 17 - Passivo Circulante sobre Exigível a Longo Prazo - Grupos Econômicos

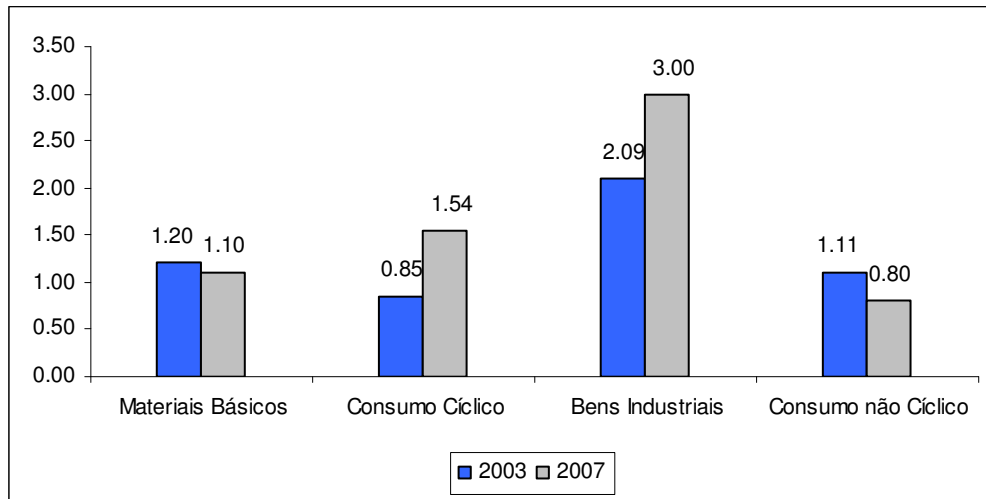
Grupo Econômico	2003	2004	2005	2006	2007	Média do Período
Materiais Básicos	1,20	1,20	0,88	1,01	1,10	1,06
Consumo Cíclico	0,85	1,15	1,14	1,48	1,54	1,25
Bens Industriais	2,09	2,31	2,00	2,94	3,00	2,48
Consumo não Cíclico	1,11	1,06	0,80	0,65	0,80	0,83

Fonte: Balanços analisados, elaboração própria.

As oscilações observadas mostraram que entre 2003 e 2007 houve um aumento da dívida de curto prazo em relação à dívida de longo prazo para Bens Industriais e Consumo Cíclico, ou seja, o endividamento de curto prazo cresceu mais que o endividamento de longo prazo. O inverso aconteceu com Consumo não

Cíclico e Materiais Básicos, houve menor crescimento da dívida de curto prazo em relação à dívida de longo prazo.

Gráfico 2 - Variação do passivo circulante sobre o exigível a longo prazo de 2003 e 2007



Considerando a relação entre o endividamento bancário líquido (excluindo as disponibilidades de caixa) e o patrimônio líquido, observou-se que o Consumo Cíclico apresentou o maior percentual de endividamento quando comparado com os demais grupos selecionados. Além de ter evidenciado um aumento no endividamento, o grupo econômico apresentou baixo valor no patrimônio líquido até o ano de 2006, quando começou mostrar recuperação.

Alguns dos setores listados neste grupo foram fortemente impactados pela concorrência dos produtos chineses, como é o caso do setor Têxtil e de Couro e Calçados. A recuperação nos anos de 2006 e 2007 foi impulsionada pelo expressivo crescimento da renda e do crédito para pessoa física no mercado interno. Já o desempenho negativo de Veículos e Autopeças ocorreu devido à queda na produção industrial no segmento de construção de vagões para o transporte ferroviário causada, principalmente, pela crise agrícola.

Tabela 18 - Endividamento Oneroso Líquido - Grupos Econômicos

Grupo Econômico	2003	2004	2005	2006	2007	Média do Período
Materiais Básicos	-5%	-1%	1%	2%	4%	1%
Consumo Cíclico	194%	227%	312%	31%	33%	52%
Bens Industriais	7%	2%	0%	-3%	-10%	-2%
Consumo não Cíclico	5%	8%	7%	5%	14%	9%

Fonte: Balanços analisados, elaboração própria.

Ao analisar o comportamento do grau de endividamento foi identificado que apresentaram aumento na relação entre endividamento bancário líquido e patrimônio líquido os grupos econômicos que reduziram o endividamento de curto prazo, sugerindo que as empresas destes grupos assumiram maiores dívidas de longo prazo no período de 2003 a 2007:

- ✓ Consumo não Cíclico
- ✓ Materiais Básicos

No caso de Materiais Básicos, o grupo passou de uma situação na qual os recursos em caixa eram superiores ao destinado a empréstimos e financiamentos, -5% em 2003, para outra onde o endividamento oneroso líquido correspondeu a 4% do patrimônio líquido, sugerindo o aumento da dívida bancária de longo prazo.

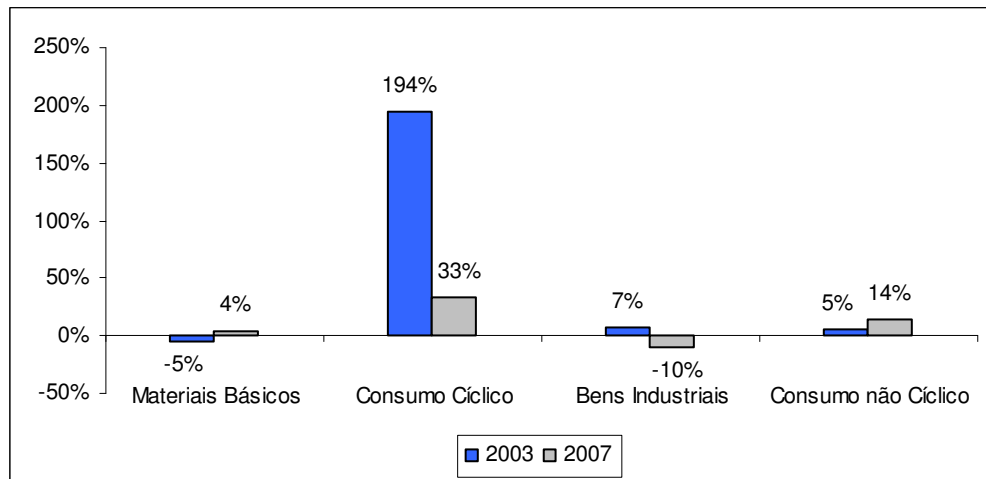
A redução no percentual de endividamento bancário líquido sobre o patrimônio líquido foi verificada nos grupos econômicos que apresentaram aumento nas dívidas de curto prazo:

- ✓ Bens Industriais
- ✓ Consumo Cíclico

É importante destacar que o resultado para Consumo Cíclico foi enviesado, principalmente, por causa do baixo valor apresentado no patrimônio líquido por esse grupo durante o período pesquisado. A melhora neste item do balanço ocasionou na redução do percentual do endividamento líquido oneroso, conforme mostra o Gráfico 3. O comportamento do grau de endividamento para esse grupo econômico poderá ser melhor analisado na relação entre o endividamento bancário líquido e o ativo total.

Para Bens Industriais, a variação ocorreu devido ao maior crescimento dos recursos disponíveis em caixa, frente aos empréstimos e financiamentos, o que gerou percentual negativo, -10%, em 2007.

Gráfico 3 - Variação do endividamento oneroso líquido de 2003 e 2007



A análise da relação entre o endividamento líquido e o ativo total não mostrou resultados diferentes aos observados pelo índice de endividamento líquido oneroso. Dessa maneira, verificou-se no Consumo Cíclico o maior índice médio de endividamento bancário líquido entre os 4 grupos analisados.

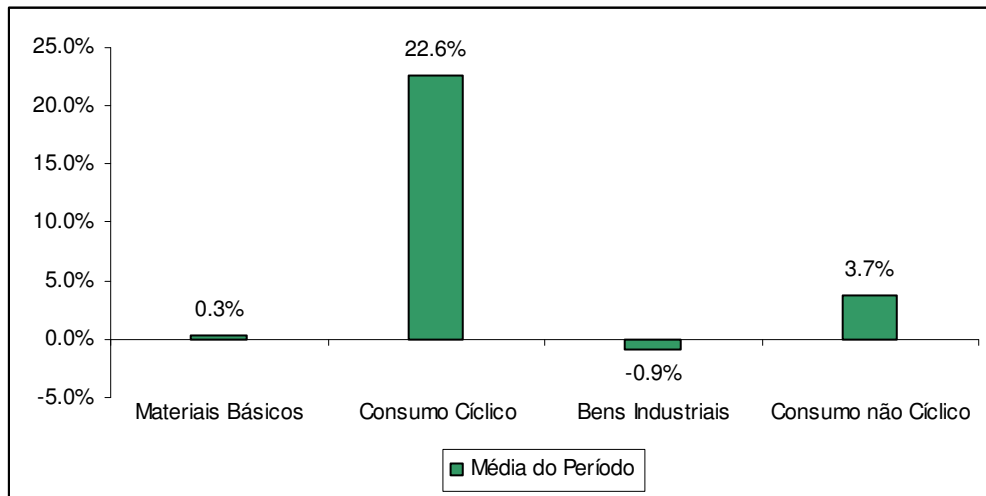
Tabela 19 - Endividamento Líquido sobre Ativo Total - Grupos Econômicos

Grupo Econômico	2003	2004	2005	2006	2007	Média do Período
Materiais Básicos	-2%	0%	0%	1%	2%	0%
Consumo Cíclico	32%	34%	24%	19%	19%	23%
Bens Industriais	4%	1%	0%	-2%	-5%	-1%
Consumo não Cíclico	2%	3%	3%	2%	6%	4%

Fonte: Balanços analisados, elaboração própria.

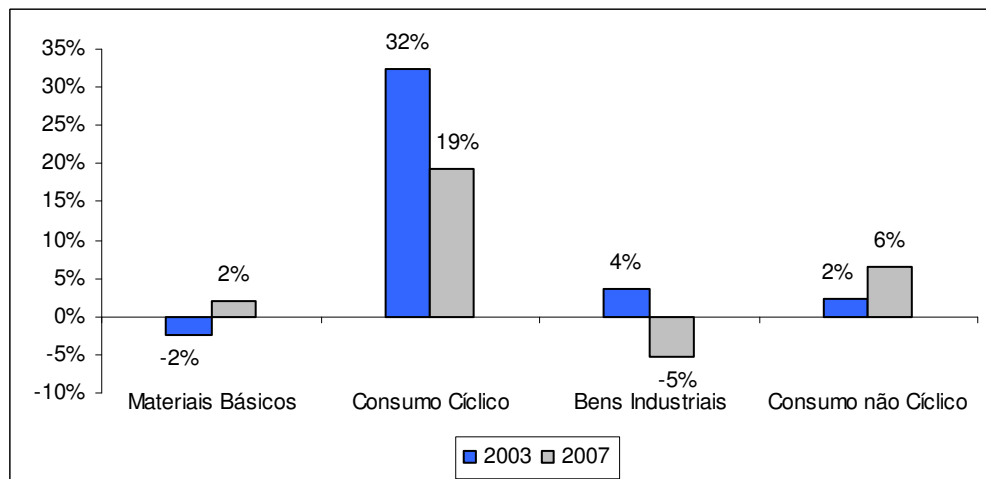
A diferença entre os percentuais do grau de endividamento líquido sobre o ativo total dos grupos econômicos analisados referente à média do período pode ser melhor visualizado no Gráfico 4 abaixo:

Gráfico 4 - Endividamento líquido sobre o ativo total - média do período



Conforme mostra o Gráfico 5, o comportamento do indicador para Materiais Básicos e Consumo não Cíclico evidenciou um aumento no endividamento bancário líquido, enquanto para Bens Industriais e Consumo Cíclico houve redução do percentual de endividamento líquido sobre o ativo total.

Gráfico 5 - Variação do endividamento líquido sobre o ativo total de 2003 e 2007



Apesar dos grupos Materiais Básicos e Consumo não Cíclico terem apresentado aumento no endividamento bancário líquido, tanto em termos do patrimônio líquido quanto do ativo total, os percentuais indicaram baixo nível de endividamento. O resultado foi o oposto do que se esperava diante dos dados macroeconômicos de evolução do volume de operações de crédito. Enquanto se esperava um aumento expressivo no endividamento bancário líquido, visto que o

volume de crédito para a indústria quase dobrou entre 2003 e 2007, o estudo mostrou que em dois grupos houve redução do endividamento bancário líquido sobre o patrimônio líquido, enquanto nos outros dois a elevação foi pequena.

As conclusões que se podem chegar com os resultados dos índices de liquidez e de endividamento observados nas análises sugerem que os grupos econômicos mantiveram baixo nível de endividamento, e a alavancagem foi constituída na maior parte por dívida de curto prazo.

4.2 Resultados do desempenho econômico

Com a utilização dos indicadores de rentabilidade foi possível analisar o desempenho apresentado pelos grupos econômicos ao longo dos anos. Os setores mostraram oscilações diante dos acontecimentos econômicos que os influenciaram. Porém, nem todos os movimentos verificados nos resultados dos grupos analisados foram coerentes com os dados macroeconômicos apresentados no período.

O índice que mede o retorno sobre o patrimônio líquido para Materiais Básicos apresentou lucratividade em todos os anos, com pico de 16,8% em 2004, ano de maior crescimento do PIB e da produção física industrial. Esse desempenho teve influência positiva dos seguintes setores que o compõe:

- ✓ Metalurgia: ótimo desempenho no ano de 2004 devido ao crescimento da economia nacional e internacional, principalmente da China e Estado Unidos, e ao preço das commodities.
- ✓ Petroquímica e Química: o setor no Brasil acompanha o desempenho da indústria, aliado principalmente ao desenvolvimento do agronegócio. Apresentou crescimento no lucro líquido no ano de 2004 ocasionado pela forte elevação nos preços dos produtos finais.
- ✓ Minerais Não-Metálicos: crescimento do setor ocorreu por impulso dos outros setores como construção civil e indústria em geral, e com o aumento do crédito e da renda elevando o consumo de cimento.
- ✓ Plástico: aumento na demanda do mercado interno por artefatos de plástico devido ao aumento do crédito e da renda.

- ✓ Madeira e Móveis: desempenho positivo devido ao aquecimento da atividade econômica no mercado interno.
- ✓ Papel e Celulose: crescimento no consumo nacional de papel, aumento na exportação de celulose, principalmente para o mercado chinês, e elevação no preço da celulose.

Apesar de Metalurgia ter sido um dos setores que mais expandiram a produção industrial regional em 2006, a redução do índice que mede o retorno sobre o patrimônio líquido de Materiais Básicos não foi evitada nos anos subsequentes. Os possíveis fatores que impactaram negativamente foram:

- ✓ Câmbio valorizado que possibilitou uma invasão de produtos importados;
- ✓ Aumento nos custos dos insumos petroquímicos;
- ✓ Elevação no preço do petróleo e das commodities;
- ✓ Crise agrícola e pecuária.

Os resultados do desempenho dos setores pertencentes ao grupo Materiais Básicos em termos do retorno sobre o patrimônio líquido não foram coerentes com as variações apresentadas no desempenho industrial regional do Estado de São Paulo nos anos de 2005 e 2007. Enquanto em 2005 esperava-se um índice menor do que o apresentado devido ao baixo crescimento da produção física industrial regional, a rentabilidade manteve-se no patamar elevado. Já no ano de 2007, esperava-se que o retorno sobre o patrimônio líquido fosse maior do que foi apresentado pelo grupo na pesquisa, pois a produção física regional de alguns setores do grupo mostrou evolução se comparado com 2006. (Tabela 15)

Se for feita uma comparação do índice de 2005 com a variação apresentada pelo PIB, a rentabilidade teve pequena redução diante da desaceleração do crescimento econômico verificada. (Tabela 1)

Tabela 20 - Retorno sobre o patrimônio líquido - Grupos Econômicos

Grupo Econômico	2003	2004	2005	2006	2007	Média do Período
Materiais Básicos	13.6%	16.8%	13.9%	7.8%	2.3%	10.4%
Consumo Cíclico	-66.6%	-47.1%	-77.8%	-3.5%	-0.5%	-7.8%
Bens Industriais	14.5%	17.8%	17.0%	17.9%	10.4%	15.3%
Consumo não Cíclico	17.1%	17.2%	8.5%	17.3%	14.8%	14.7%

Fonte: Balanços analisados, elaboração própria.

O grupo Bens Industriais manteve trajetória de oscilação na rentabilidade medida pelo retorno sobre o patrimônio líquido durante todo o período. Entre os anos de 2004 a 2006, o índice manteve-se no patamar elevado de 17%, com queda do indicador somente em 2007.

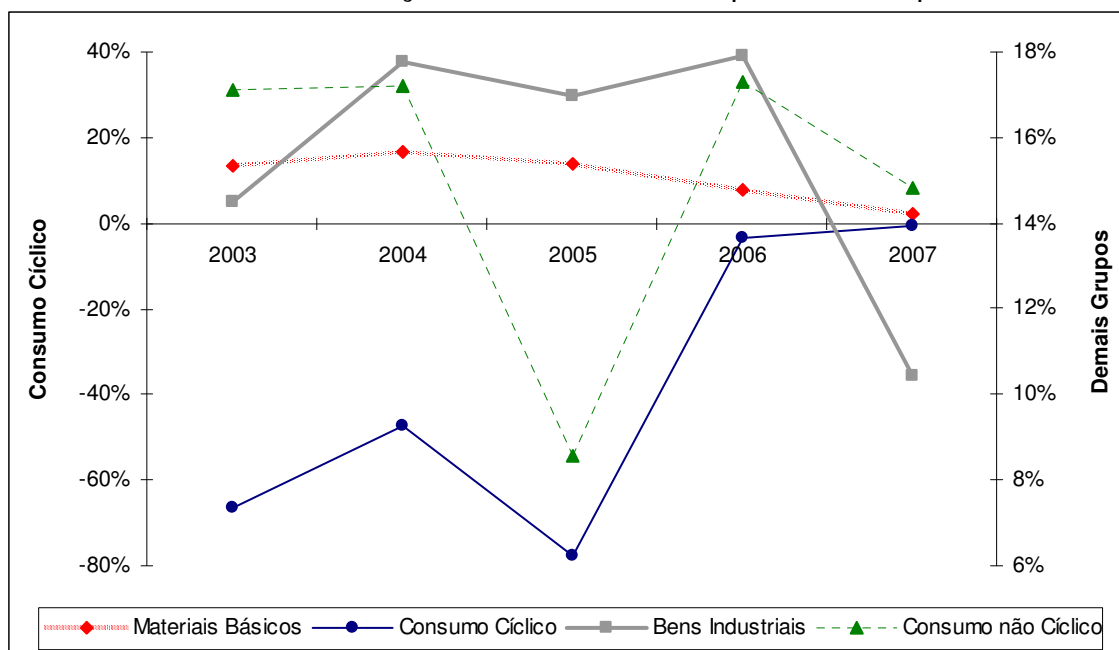
Na média dos anos, o grupo econômico apresentou 15% de retorno sobre o patrimônio líquido. Esse desempenho pode ter acontecido pelos seguintes fatores que impactaram os setores de Mecânica e Equipamentos Elétricos durante o período estudado:

- ✓ 2004: para os setores de máquinas e equipamentos houve um crescimento da produção industrial regional de 20% em média entre os anos de 2003 e 2004. Isso aconteceu devido ao aumento da capacidade e competitividade da indústria brasileira de modo geral, pois esses setores são impactados pelo impulso de outros setores da economia, como Construção Civil, Energia Elétrica e Indústria Geral. O aquecimento tanto do mercado interno quanto do mercado externo, este provocando aumento nas exportações, tem impacto direto nos setores de Mecânica e Equipamentos Elétricos, uma vez que o desempenho desses setores depende do crescimento nacional e internacional.
- ✓ 2005: os setores apresentaram a rentabilidade no patamar de 2004 devido à manutenção do aquecimento interno, com a expansão do crédito, e externo, com as exportações mesmo com o câmbio apreciado.
- ✓ 2006: setores foram impulsionados pelo avanço do consumo mundial e pelo aumento da demanda por commodities produzidas no Brasil. O principal destino dessa demanda foi para a infra-estrutura.
- ✓ 2007: um melhor desempenho que poderia ter sido apresentado pelos setores de mecânica e equipamentos foi prejudicado pela valorização do real frente ao dólar, a qual possibilitou crescimento das importações.

Os resultados dos índices encontrados foram diferentes ao que se observou do desempenho regional industrial dos setores que compõe o grupo, exceto para o ano de 2004. O que se pôde verificar nas variações da produção industrial regional foi o ano de 2004 como o de maior crescimento, seguido do ano de 2007, e o ano de 2005 com o pior desempenho. Porém, a pesquisa mostrou que entre 2004 e 2006 o desempenho de Bens Industriais manteve-se no mesmo patamar, reduzindo sua rentabilidade somente no ano de 2007. (Tabela15)

Quando comparado à evolução do PIB foram encontradas as mesmas incoerências, exceto no ano de 2004, quando o PIB apresentou o maior crescimento e o grupo apresentou elevado retorno sobre o patrimônio líquido. A principal divergência foi observada no ano de 2005, quando o grupo manteve o mesmo patamar de rentabilidade verificado em 2004, no ano em que a economia sofreu desaceleração. (Tabela 1)

Gráfico 6 - Evolução do retorno sobre o patrimônio líquido



O grupo Consumo não Cíclico apresentou lucratividade em todo o período, com forte desaceleração da rentabilidade em 2005. A variação do retorno sobre o patrimônio líquido entre os anos de 2003 e 2004 foi praticamente estável, passou de 17,11% para 17,20%. Entre os grupos que foram lucrativos em todos os anos analisados, Consumo não Cíclico foi o que apresentou maior queda no indicador em 2005, passou de 17,20% em 2004 para 8,55% em 2005. Os principais fatores que podem ter impactado o desempenho deste grupo econômico foram:

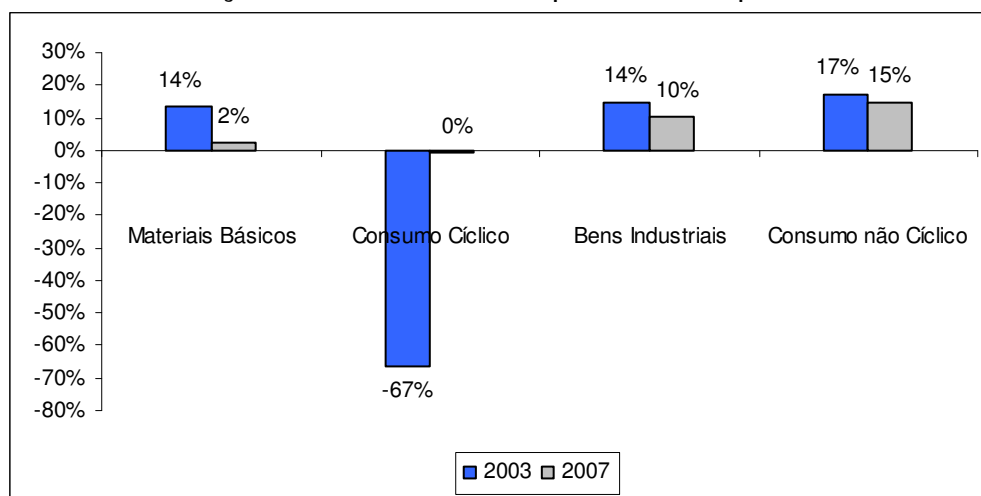
- ✓ Farmacêutico: setor dependente de insumos importados, a maioria indexada ao dólar. Com a valorização cambial de 2003 a 2007, isso colaborou para o desempenho do setor no período.
- ✓ Higiene e Limpeza: setor fortemente dependente da renda e do mercado interno, pois 93% das vendas deste setor são direcionadas para o consumo doméstico. Além disso, apresenta grande ligação com outros setores da

indústria, como a química, fornecedora de insumos para o setor de Higiene e Limpeza. Portanto, a baixa performance em 2005, pode ser explicada por ter sido um ano de desaceleração na economia.

O índice verificado no ano de 2005 foi coerente com a variação do PIB, porém os dados da produção regional dos setores revelaram oscilações diferentes ao que foi observado nos resultados da pesquisa. O ano de 2005, de acordo com os dados do desempenho industrial regional do Estado de São Paulo, o grupo deveria ter apresentado o maior índice de retorno sobre o patrimônio líquido, com redução do desempenho somente em 2006. Mas, o que o estudo encontrou foi redução do índice em 2005 e melhora em 2006. (Tabela 15)

Comparado com os demais grupos econômicos analisados, no Gráfico 7 pode ser observado que o Consumo não Cíclico foi o que apresentou menor redução no retorno sobre o patrimônio líquido entre os de 2003 e 2007.

Gráfico 7 – Variação do retorno sobre o patrimônio líquido de 2003 e 2007



O primeiro ponto de destaque na análise do Consumo Cíclico é que foi o único grupo que apresentou lucro líquido negativo em todos os anos, com média de -8% no período (Gráfico 8).

Compõem o Consumo Cíclico os setores que tiveram os melhores e piores desempenhos entre todos os setores estudados neste trabalho. Porém, o peso dos setores que apresentaram baixa performance (26 empresas) foi maior do que os que tiveram uma performance excepcional (7 empresas). Isto pode ser verificado através dos prováveis fatores:

✓ Concorrência chinesa e real valorizado: essa foi a possível combinação responsável pelo baixo desempenho dos setores Têxtil e Couro e Calçados. Com o câmbio valorizado e a concorrência do mercado chinês, o volume de importações para abastecer o mercado doméstico elevou-se. Nem o aumento do crédito e da renda conseguiu impedir que esses setores apresentassem prejuízo no período. A partir de 2006, os setores mostraram recuperação, proporcionada pela expansão do consumo nacional. Além disso, em 2006 o governo brasileiro fez um acordo com o governo chinês para limitar o crescimento da importação de oito categorias têxteis, o que representava 65% do que era comercializado, com teto de crescimento anual que variava entre 8% e 25%.

✓ Crise agrícola: o setor de Veículos e Autopeças deste trabalho foi composto principalmente por empresas do segmento de vagões ferroviários. Este segmento foi prejudicado com a crise agrícola, a qual foi responsável pela queda na produção industrial de construção de vagões.

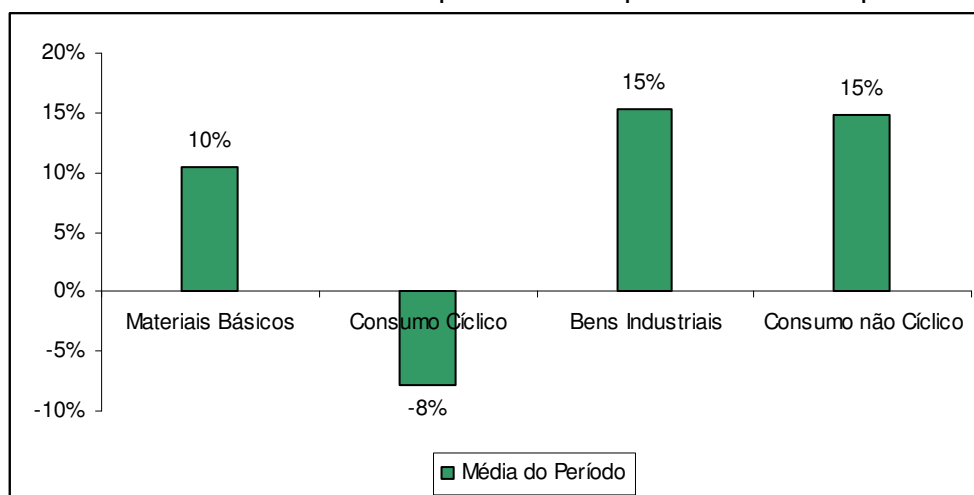
✓ Aumento do crédito e da renda combinado com real valorizado: os setores Eletrodomésticos, Material Eletrônico e Material de Escritório foram os que mais cresceram no período. Impulsionados pelo aumento da renda e do volume de crédito ao consumidor, foi preciso elevar a produção para abastecer o aumento na demanda pelos produtos destes setores. Além disso, o câmbio valorizado também beneficiou, uma vez que esta indústria depende da importação de componentes eletrônicos.

Conforme descrito, pôde ser observado que os setores do Consumo Cíclico foram muito impactados por fatores macroeconômicos. Porém, tanto a desaceleração da produção industrial regional quanto a variação do PIB não foram verificados no desempenho do grupo em 2005, pois observou-se que o prejuízo permaneceu na sua trajetória decrescente. O resultado de 2006 também foi divergente, pois quando se esperava uma piora no retorno sobre o patrimônio líquido devido ao baixo desempenho industrial dos setores, o índice melhorou se comparado aos anos anteriores. (Tabela 1)

No entanto os índices apresentados nos anos de 2004 e 2007, de melhora crescente no desempenho do grupo, mostraram movimentos coerentes ao que se esperava encontrar de acordo com os dados da produção física industrial regional,

quando foram observadas variações positivas nos setores que compõem o grupo. (Tabela 15)

Gráfico 8 - Retorno sobre o patrimônio líquido - média do período



O índice retorno sobre a receita operacional líquida também permitiu observar as oscilações na rentabilidade dos grupos ao longo do período. No ano de 2005, apesar da desaceleração do crescimento do PIB, Materiais Básicos apresentou pequena redução no índice, Consumo Cíclico e Bens Industriais apresentaram melhora, enquanto somente Consumo não Cíclico apresentou grande redução na rentabilidade se comparada com os índices apresentados nos demais anos do período.

Quando comparado com o desempenho industrial regional verificou-se que os setores de Materiais Básicos e Bens Industriais apresentaram piora no desempenho enquanto os índices mostraram que os grupos mantiveram a rentabilidade de 2005 no patamar de 2004. Para Consumo Cíclico também se esperava redução no retorno sobre a receita operacional líquida, mas o que se observou foi a melhora no índice, com queda no prejuízo. E, por último, o Consumo não Cíclico apresentou redução na rentabilidade, enquanto os dados da produção industrial regional revelaram excelentes desempenhos para os setores que compõem o grupo. (Tabela 15)

Tabela 21 - Retorno sobre a Receita Operacional Líquida - Grupos Econômicos

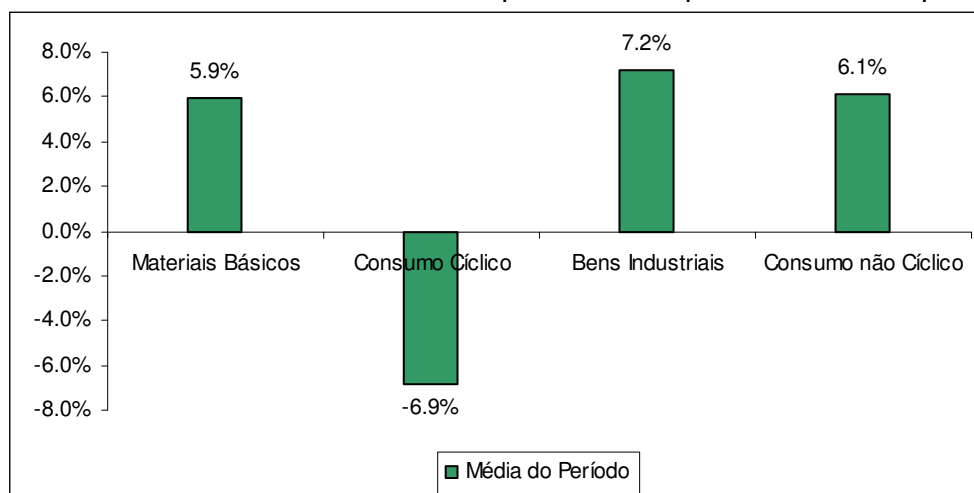
Grupo Econômico	2003	2004	2005	2006	2007	Média do Período
Materiais Básicos	7.2%	9.0%	8.1%	4.9%	1.3%	5.9%
Consumo Cíclico	-13.6%	-8.5%	-7.0%	-6.7%	-0.8%	-6.9%
Bens Industriais	6.9%	7.7%	8.0%	8.4%	5.3%	7.2%
Consumo não Cíclico	7.0%	6.2%	3.8%	6.6%	6.8%	6.1%

Fonte: Balanços analisados, elaboração própria.

Entre os anos de 2003 e 2007 houve queda no indicador de Bens Industriais e Materiais Básicos, e manutenção do índice de Consumo não Cíclico. Por outro lado, Consumo Cíclico apresentou expressiva evolução na relação entre o lucro líquido e a receita operacional líquida.

Ao observar a média do período verificou-se que somente Consumo Cíclico mostrou índice negativo, devido aos prejuízos, que apesar de terem sido reduzidos ano a ano, foram apresentados ao longo de todo o período. A observação deste indicador para Consumo Cíclico permitiu realizar uma análise menos enviesada da rentabilidade, uma vez que houve grande oscilação no patrimônio líquido do grupo.

Gráfico 9 - Retorno sobre a receita operacional líquida - média do período

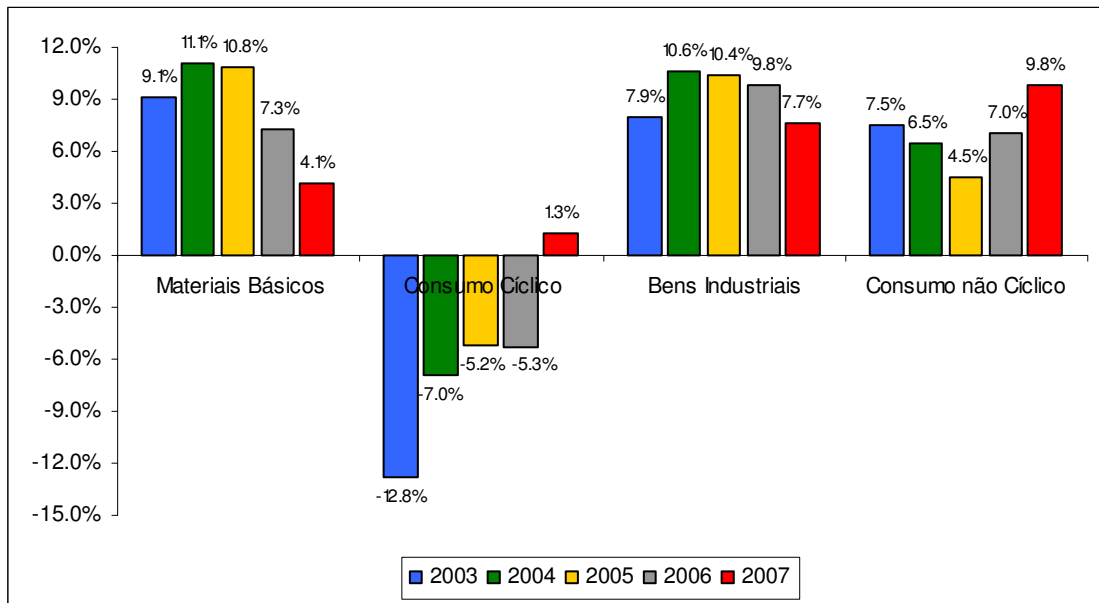


O indicador de rentabilidade EBITDA permitiu mostrar que houve aumento na capacidade em gerar lucro das atividades operacionais entre os anos de 2003 e 2007, para Consumo não Cíclico e Consumo Cíclico. Este, por sua vez, passou da condição de prejuízo -12,8% em 2003, para lucros 1,3% em 2007. As trajetórias do EBITDA observada pelos quatro grupos foram:

- ✓ Materiais Básicos: atingiu o maior índice no ano de 2004, 11,1%, por ser um grupo composto por setores que são impulsionados pelo aquecimento da economia e do desempenho de outros setores industriais. Porém, fatores como câmbio valorizado e elevação no preço do petróleo e das commodities provocou uma trajetória de índice positivo, porém decrescente do EBTIDA ao chegar a 4,1% em 2007.
- ✓ Consumo Cíclico: setores fortemente prejudicados com a invasão de produtos importados chineses, que mostrou recuperação durante o período, devido, principalmente, à expansão do consumo doméstico e ao excelente desempenho de alguns dos setores dependentes do volume de crédito e renda.
- ✓ Bens Industriais: apresentou a mesma trajetória de Materiais Básicos, porém com menor oscilação no EBTIDA, manteve-se em quase 8% em 2007. Também prejudicado pelo real valorizado e aumento das importações.
- ✓ Consumo não Cíclico: grupo que teve a maior queda no EBTIDA no ano de 2005, que pode ter sido impactado pelos setores fornecedores de suas matérias-primas, mas que mostrou recuperação ao longo do período ao apresentar o índice de 9,8% em 2007 frente aos 7,5% de 2003.

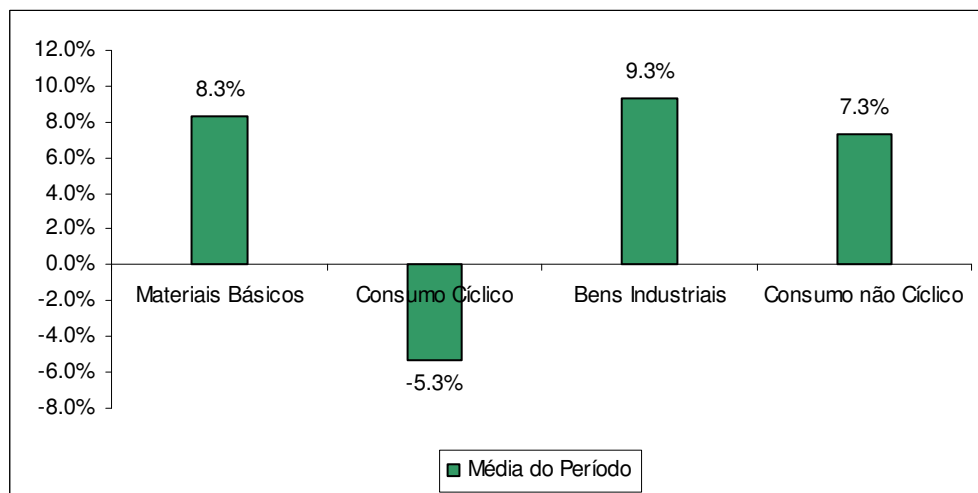
A comparação com o desempenho industrial regional permitiu verificar que o aumento do EBTIDA apresentado por Consumo Cíclico e Consumo não Cíclico entre 2003 e 2007 foi coerente com a evolução da produção física regional dos setores que compõem esses grupos. Referente a Bens Industriais ao analisar as variações da produção industrial entre os dois anos, também foi verificado que houve crescimento em 2007 comparado a 2003, porém o resultado da pesquisa não mostrou evolução do EBTIDA do grupo. Materiais Básicos também apresentou movimento diferente ao verificado pela produção regional industrial: enquanto o grupo apresentou queda no EBTIDA em 2007 quando comparado a 2003, a produção industrial dos setores deste grupo econômico elevou-se entre esses dois anos. (Tabela 15)

Gráfico 10 - EBTIDA - Grupos Econômicos



Na média do período Bens Industriais mostrou o maior índice EBTIDA, seguido de Materiais Básicos e Consumo não Cíclico. Como demonstrado pelos dois indicadores de rentabilidade anteriores, somente Consumo Cíclico apresentou EBTIDA negativo na média do período.

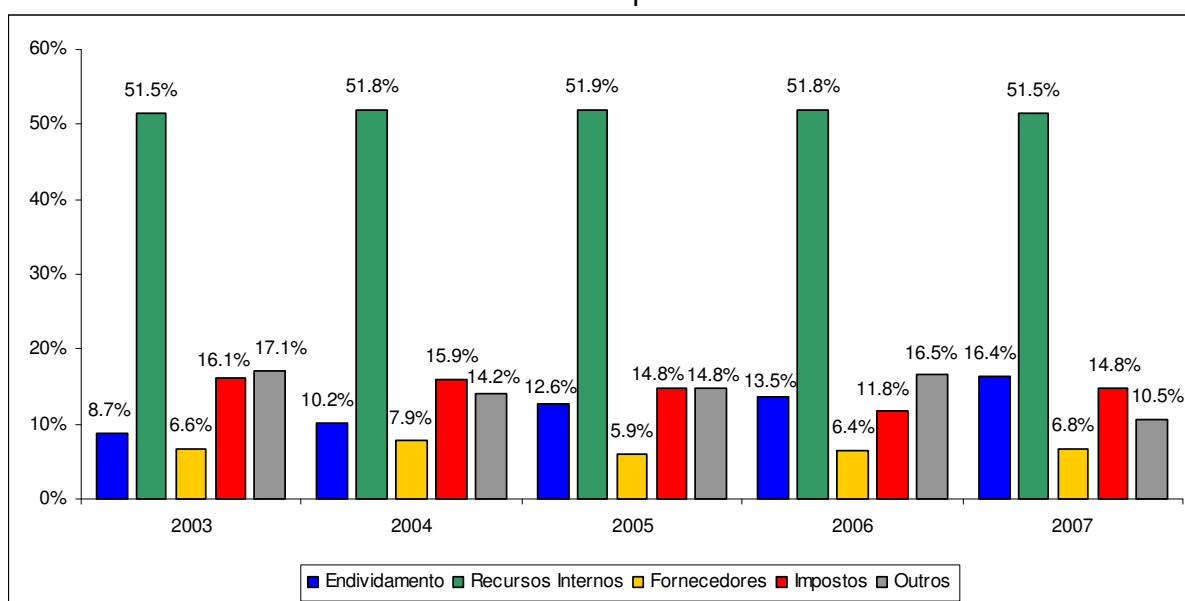
Gráfico 11 - EBTIDA - média do período



4.3 Resultados da estrutura de capital

Materiais Básicos apresentou o autofinanciamento como a fonte de recursos mais utilizada em todos os anos, sem sofrer oscilações. As demais fontes de financiamento também apresentaram poucas alterações, exceto o endividamento. O percentual de participação dos recursos de terceiros quase dobrou, passou de 8,7% em 2003 para 16,4% em 2007. Um ponto a se destacar é que este grupo econômico apresentou queda na lucratividade e aumento do endividamento no período, porém, a participação dos recursos internos manteve-se em patamar elevado.

Gráfico 12 - Estrutura de capital - Materiais Básicos



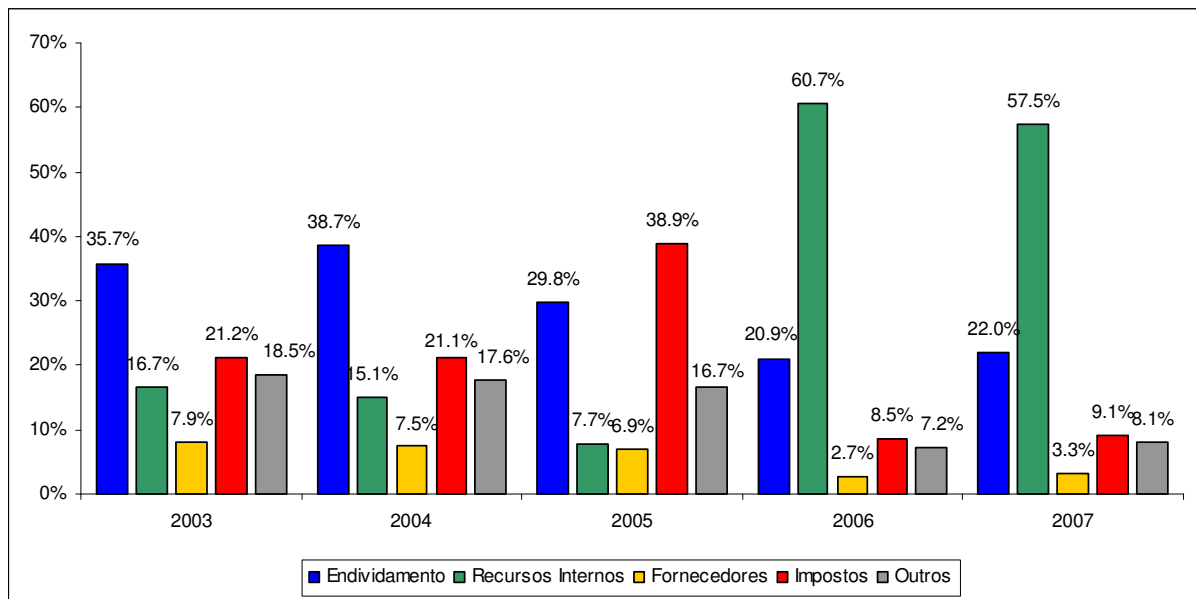
As alterações na estrutura de capital dos setores do Consumo Cíclico foram as mais significativas. Em primeiro lugar, nota-se a inversão entre as fontes de recursos mais utilizadas entre os anos de 2003 e 2007. Enquanto em 2003 o endividamento era a primeira opção, com 35,7% de participação e o capital próprio com 16,7%, à frente somente de fornecedores, com 7,9%, a partir de 2006 a estrutura de capital inverteu: o financiamento interno passou a ter 60,7% de participação e o endividamento ficou com 20,9%.

Um dos fatores que pode ter contribuído para a modificação foi a melhora no desempenho econômico dos setores que compõe este grupo durante o período do

estudo. Pôde-se observar anteriormente o baixo desempenho desses setores entre 2003-2005, com melhora a partir de 2006.

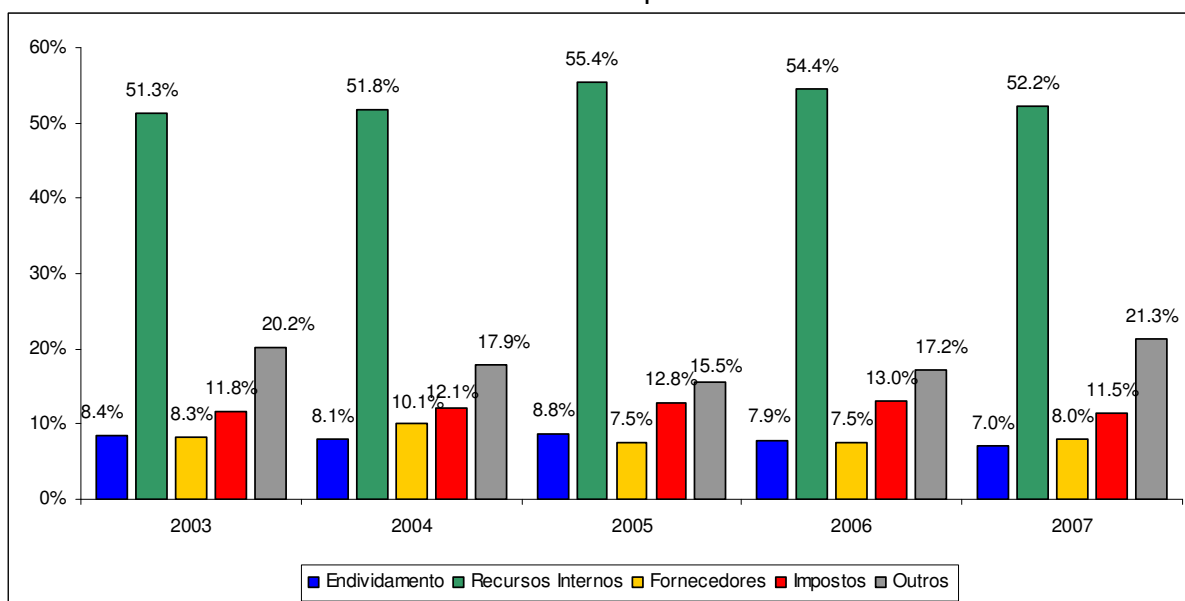
Outra alteração na estrutura de capital que pode ser verificada foi a redução na utilização dos impostos, passou de 21,2% em 2003 (era a segunda fonte de recurso mais utilizada) para 9,1% em 2007. Destaque somente no ano de 2005, quando a participação dos impostos foi de 38,9%.

Gráfico 13 - Estrutura de capital - Consumo Cíclico



A fonte de recursos mais utilizada por Bens Industriais em todos os anos analisados pela pesquisa foi o financiamento interno. A estrutura de capital deste grupo não apresentou modificações, apresentou pequena redução na utilização do endividamento, manteve alta participação de recursos internos, e outras fontes de recursos permaneceram como segunda opção para o financiamento.

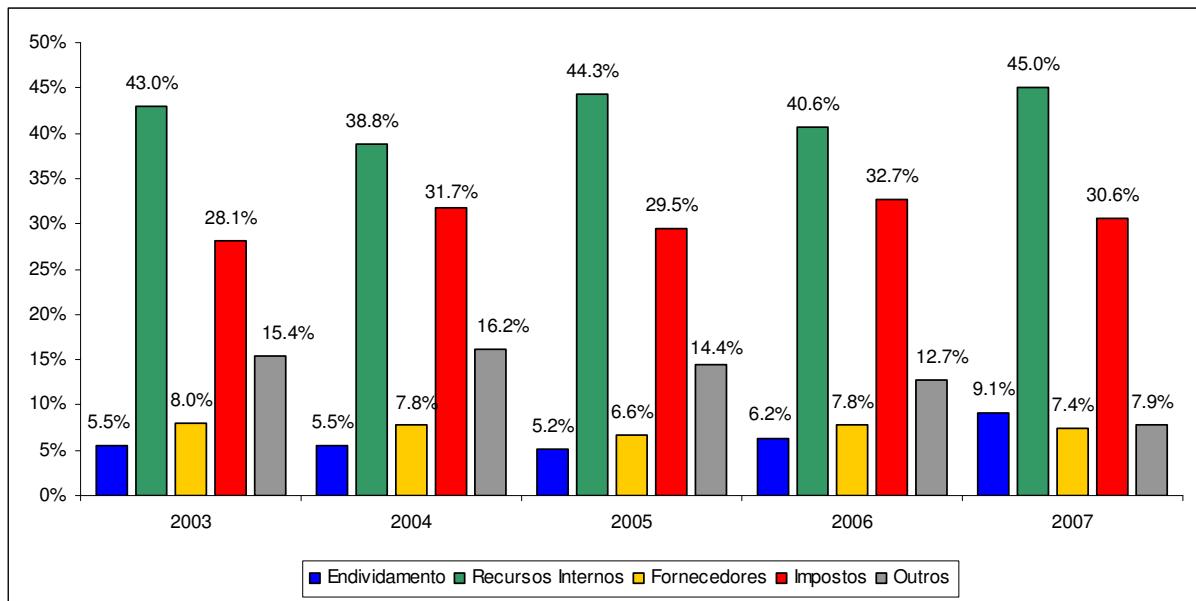
Gráfico 14 - Estrutura de capital - Bens Industriais



A estrutura de capital de Consumo não Cíclico revelou que a fonte de recurso mais utilizada pelos setores que compõe este grupo é os recursos internos, que se manteve como a principal fonte de financiamento ao longo dos anos, seguido dos impostos. A participação do endividamento apresentou alta entre 2003 e 2007, ao sair da condição de última opção de fonte de financiamento, para a terceira opção, atrás de recursos internos e impostos.

Neste grupo estão contidos setores que possuem alta carga tributária incidente sobre seus produtos. Segundo estudos da Federação Brasileira da Indústria Farmacêutica (Febrfarm), a tributação sobre o valor agregado dos produtos farmacêuticos é de 57,88%, enquanto a média brasileira é de 23,93%, o que pode explicar o peso expressivo dos impostos no financiamento.

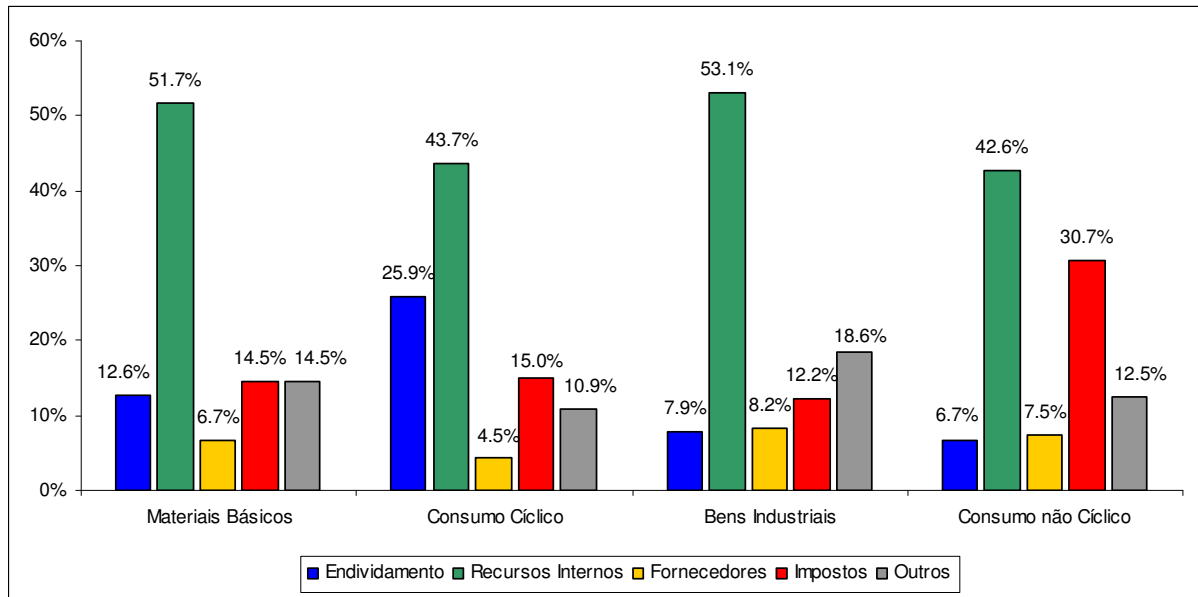
Gráfico 15 - Estrutura de capital - Consumo não Cíclico



Ao analisar a estrutura de capital média do período para os quatro grupos econômicos foi possível realizar as seguintes observações:

- ✓ Os quatro grupos econômicos apresentaram os recursos internos como a principal fonte de financiamento. Bens Industriais teve o maior percentual, 53,1% em média;
- ✓ Consumo não Cíclico foi o grupo que teve maior participação média de impostos na estrutura de capital, 30,7%, e menor peso do endividamento, 6,7%;
- ✓ O endividamento teve maior participação em Consumo Cíclico, 25,9% em média, sendo a segunda fonte de recurso mais utilizada pelos setores do grupo.

Gráfico 16 - Estrutura de capital - média do período



CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise dos indicadores econômico-financeiros da amostra de empresas médias da indústria de transformação do Estado de São Paulo, realizada no capítulo 3, permitiu observar o desempenho, o comportamento do endividamento e a estrutura de capital dessas empresas e verificar se elas apresentam um padrão de financiamento. As comparações dos resultados observados na pesquisa com os trabalhos acadêmicos apresentados no capítulo 2 mostraram resultados próximos, com similaridades relevantes. Porém, quando analisados de acordo com as referências da conjuntura macroeconômica do período, foram encontradas algumas contradições em relação ao que poderia ser esperado.

O Quadro 5 mostra os principais resultados do estudo encontrados com a utilização dos indicadores econômico-financeiros na amostra selecionada:

Quadro 5 - Conclusões gerais do estudo

Categoria	Resultados da pesquisa
Liquidez	Redução da capacidade de saldar as dívidas de curto prazo.
Endividamento bancário líquido	Redução do endividamento sobre o patrimônio líquido.
	Manutenção do endividamento sobre o ativo total.
Passivo circulante sobre exigível a longo prazo	Dívida de curto prazo cresceu mais que a dívida de longo prazo. Mas, não houve aumento da alavancagem.
Rentabilidade	Aumento do retorno sobre o patrimônio líquido e sobre a receita operacional líquida, e do EBTIDA. Maiores índices em 2004 e 2005.
Estrutura de capital	Participação média é maior de recursos internos, seguido do endividamento e impostos.
	Houve pequena redução da participação do endividamento e aumento expressivo dos recursos internos.
	Evidência favorável à pecking order: relação positiva entre lucratividade e recursos internos, e negativa entre lucratividade e endividamento.

As comparações realizadas com os resultados dos trabalhos descritos no capítulo 2 revelaram que foram encontradas similaridades no comportamento da liquidez, rentabilidade e endividamento nos anos de 2004 e 2005. No que se refere

à estrutura de capital, observou-se a existência de uma ordem na utilização das fontes de financiamento, o que indicou evidência favorável à teoria de pecking order, assim como foi verificado em alguns estudos relacionados no capítulo 2. Além disso, as relações entre lucratividade e endividamento, e lucratividade e recursos internos, que estão preconizados na hierarquia das fontes, também pôde ser observada nos resultados das pesquisas.

Quadro 6 - Comparativo com estudos do capítulo 2

Resultados da pesquisa	Estudos capítulo 2
Aumento do índice de liquidez corrente entre 2004 e 2005	Mesmo comportamento foi identificado no estudo de Jacob (2006).
Redução do endividamento sobre o patrimônio líquido e ativo total entre 2004 e 2005	Mesmo comportamento foi identificado por Jacob (2006), mas os índices encontrados pelo autor foram maiores.
Baixo nível de endividamento sobre patrimônio líquido	Coerente com Nobre (2005): seu estudo apontou que 40% das empresas não possuíam dívidas.
Baixo nível de endividamento sobre ativo total	Prates e Leal (2005) encontraram um índice de endividamento médio maior: 30,4%.
Retorno sobre o patrimônio líquido manteve o mesmo patamar entre 2004 e 2005	Mesmo comportamento foi identificado por Jacob (2006), mas os índices encontrados pelo autor foram maiores.
Aumento do retorno sobre a receita operacional líquida e do EBITDA entre 2004 e 2005	Mesmo comportamento foi identificado por Jacob (2006), mas os índices encontrados pelo autor foram maiores.
Preferência de recursos internos, seguido de endividamento (média de participação foi inferior ao encontrado em alguns trabalhos)	Resultado encontrado por Rodrigues e Melo (1999), Moreira e Puga (2000), CNI e CEPAL (2001), Nakamura e Mota (2002), Prates e Leal (2005), e Jacob. (2006). Somente Eid Jr. (1996) encontrou o endividamento como primeira opção.
Evidência à pecking order	Resultado encontrado por Rodrigues e Kloeckner (2006), Daher (2004), Nakamura e Mota (2002). Eid Jr. (1996) identificou predominância do market timing. Nos demais o resultado foi inconclusivo.
Relação negativa entre lucratividade e endividamento	Resultado encontrado por Rodrigues e Kloeckner (2006), Daher (2004) e Moreira e Puga (2000).

Um dos objetivos da pesquisa era verificar se houve mudanças no endividamento das empresas no cenário econômico dos anos escolhidos, em que houve significativo aumento do crédito no país e também para a indústria. O resultado encontrado não foi o esperado: as empresas da amostra não aumentaram o grau de endividamento e mantiveram a utilização dos recursos internos como principal fonte de financiamento.

Adicionalmente a esta constatação foi observado outro comportamento não esperado: no ano de 2005, quando houve desaceleração do crescimento do PIB, as empresas da amostra mostraram a mesma taxa de retorno que foi verificada no ano de 2004, ano com o maior crescimento do PIB. Seguem nos Quadros 7 e 8, as surpresas encontradas nos resultados do estudo e as contradições com as referências macroeconômicas.

Quadro 7 - Contradições com as referências macroeconômicas

Referência Macroeconômica	Resultado da pesquisa
Desaceleração do crescimento do PIB e da produção industrial em 2005	Manutenção da rentabilidade das empresas da amostra em 2005 no patamar de 2004
Evolução do crédito para indústria no período	Redução do endividamento bancário líquido

Quadro 8 - Resultados esperados versus resultados encontrados

Resultados esperados	Resultados encontrados
Aumento do endividamento bancário líquido	Redução do endividamento bancário líquido
Aumento do grau de endividamento	Redução do grau de endividamento
Aumento da participação dos recursos de terceiros na estrutura de capital	Pequena redução da participação dos recursos de terceiros na estrutura de capital
Redução da participação dos recursos internos na estrutura de capital	Aumento da participação dos recursos internos na estrutura de capital
Redução da rentabilidade no ano de 2005	Manutenção da rentabilidade no ano de 2005 no patamar de 2004

A análise por grupo econômico realizada no capítulo 4 permitiu, primeiramente, observar que para alguns setores os fatores macroeconômicos repercutiram com grande influência no seu desempenho e puderam ser decisivos

para rentabilidade apresentada no exercício. Isto pôde ser verificado devido, por exemplo, à valorização do real, ao aumento do crédito e da renda para pessoa física, à expansão da economia mundial, à concorrência do mercado chinês, entre outros acontecimentos econômicos dos anos pesquisados.

No que diz respeito ao grau de endividamento, os resultados dos índices que medem o endividamento bancário líquido tanto com relação ao patrimônio líquido quanto ao ativo total sugeririam que os grupos econômicos mantiveram baixo nível de endividamento no período observado. Além disso, a relação entre o passivo circulante e o exigível a longo prazo mostrou que a alavancagem financeira em três grupos, Materiais Básicos, Consumo Cíclico e Bens Industriais, foi constituída na maior parte por dívida de curto prazo. Ainda sobre o endividamento de curto prazo, apenas o índice do Consumo Cíclico indicou que não possui boa capacidade para honrar suas obrigações de curto prazo.

Os índices de rentabilidade que foram relacionados ao desempenho dos grupos econômicos revelaram que somente Consumo Cíclico apresentou prejuízo, embora os demais tenham sido rentáveis, a lucratividade dos grupos em termos de patrimônio líquido diminuiu quando comparado os anos de 2003 e 2007.

A análise da estrutura de capital revelou nos quatro grupos econômicos os recursos internos como principal fonte de financiamento na média dos cinco anos analisados e baixa utilização do endividamento como fonte de recursos para o financiamento. Dois grupos apresentaram estruturas de capital peculiares durante o período:

- ✓ Consumo Cíclico – o endividamento era a principal fonte de financiamento até 2005, a partir de 2006 os recursos internos passaram a ter a maior participação na estrutura de capital do grupo.
- ✓ Consumo não Cíclico – os impostos possuem grande participação na estrutura de capital do grupo, é a segunda opção de fonte de recursos.

Seguem, no Quadro 9, as principais conclusões encontradas na análise setorial dos grupos econômicos:

Quadro 9 - Conclusões gerais dos grupos econômicos

Categoria	Resultados da pesquisa
Liquidez	<p> Materiais Básicos, Bens Industriais e Consumo não Cíclico: boa capacidade de saldar dívidas de curto prazo.</p> <p> Consumo Cíclico: má capacidade de saldar dívidas de curto prazo.</p>
Endividamento bancário líquido	<p> Materiais Básicos e Consumo não Cíclico: aumento do endividamento líquido.</p> <p> Bens Industriais e Consumo Cíclico: redução do endividamento líquido.</p>
Evolução da relação entre dívida de curto prazo e longo prazo	<p> Materiais Básicos e Consumo não Cíclico: dívida de longo prazo aumentou mais que a dívida de curto prazo.</p> <p> Bens Industriais e Consumo Cíclico: dívida de curto prazo aumentou mais que a dívida de longo prazo.</p>
Composição das dívidas	<p> Bens Industriais, Consumo Cíclico e Materiais Básicos: possuem mais dívidas de curto prazo.</p> <p> Consumo não Cíclico: possui mais dívidas de longo prazo.</p>
Retorno sobre o patrimônio líquido	<p> Materiais Básicos, Consumo não Cíclico e Bens Industriais: redução da rentabilidade.</p> <p> Consumo Cíclico: aumento do índice, redução do prejuízo.</p>
Retorno sobre receita operacional líquida	<p> Materiais Básicos e Bens Industriais: redução da rentabilidade.</p> <p> Consumo Cíclico: aumento do índice, redução do prejuízo.</p> <p> Consumo não Cíclico: manutenção da rentabilidade.</p>
EBTIDA	<p> Materiais Básicos: redução do índice.</p> <p> Consumo Cíclico e Consumo não Cíclico: aumento do EBTIDA.</p> <p> Bens Industriais: manutenção do índice.</p>
Estrutura de Capital	<p> Materiais Básicos: manutenção dos recursos internos em patamar elevado e como principal fonte de financiamento. A participação do endividamento dobrou.</p> <p> Consumo Cíclico: endividamento possuía a maior participação em 2003, em 2006 os recursos internos passaram a ser a primeira opção. A participação dos impostos reduziu.</p> <p> Bens Industriais: alta participação dos recursos internos. A participação o endividamento teve leve redução.</p> <p> Consumo não Cíclico: recursos internos como primeira fonte de financiamento, seguido dos impostos. A participação do endividamento aumentou.</p>

Na comparação dos resultados da pesquisa com a conjuntura econômica do período verificou-se nos dados referentes ao volume de operações de crédito para a indústria que o volume cresceu continuamente e quase dobrou entre os anos de 2003 e 2007. Porém, a pesquisa revelou que apesar de Consumo não Cíclico e Materiais Básicos terem aumentado o endividamento bancário líquido, todos mantiveram baixo grau de endividamento.

O principal ponto de discussão referente ao desempenho dos grupos foram os resultados encontrados para o ano de 2005. Diante da desaceleração do crescimento do PIB esperava-se que os índices de rentabilidade apresentassem redução para os quatro grupos, porém somente Consumo não Cíclico apresentou queda nos índices. A divergência é ainda maior quando se comparou a rentabilidade dos grupos em 2005 com o desempenho industrial regional por setor do Estado de São Paulo. Os resultados encontrados revelaram o oposto do que se poderia esperar: Materiais Básicos e Bens Industriais mantiveram a rentabilidade no patamar de 2004, enquanto Consumo Cíclico apresentou melhora, as variações para esses setores apontaram queda no desempenho industrial regional, e Consumo não Cíclico apresentou queda nos índices, sendo que os setores deste grupo tiveram melhora no desempenho industrial regional.

Quadro 10 - Contradições com as referências macroeconômicas - grupos econômicos

Referência Macroeconômica	Resultado da pesquisa
Desaceleração do crescimento do PIB e da produção industrial no ano de 2005.	Manutenção da rentabilidade em 2005 no patamar de 2004 para Bens Industriais e Materiais Básicos. Melhora da rentabilidade para Consumo Cíclico e redução para Consumo não Cíclico.
Queda no desempenho industrial regional (SP) em 2005 dos setores de Materiais Básicos, Bens Industriais, Consumo Cíclico. Melhora dos setores de Consumo não Cíclico.	
Expressivo aumento do crédito para a indústria entre 2003 e 2007.	Redução para Consumo Cíclico e Bens Industriais do endividamento bancário líquido. Aumento para Consumo não Cíclico e Materiais Básicos, porém com percentuais muito baixos.

As divergências encontradas nos resultados da rentabilidade dos grupos econômicos com relação ao desempenho industrial regional podem ser explicadas por existir empresas que tenham grande representatividade no setor e por isso as oscilações na rentabilidade dessas empresas tenham forte influência no desempenho regional. Dessa forma, houve situações nas quais as empresas da amostra apresentaram rentabilidade diferente da apresentada pelo setor na região.

Os resultados sugeriram que mesmo na existência do aumento da oferta de crédito, as empresas selecionadas para a amostra mantiveram a utilização do autofinanciamento como fonte de recursos predominante para o financiamento. No entanto, é importante destacar que esta análise envolveu apenas uma amostra de empresas de médio porte da indústria de transformação do Estado de São Paulo e seus resultados não podem ser considerados como explicativos para todo o âmbito do segmento e ramo a que pertencem.

Seria necessário realizar outra pesquisa, com um número de empresas maior e mais representativo. A inclusão e diferenciação de empresas com e sem capital aberto pode possibilitar a análise da utilização do mercado acionário como fonte de financiamento. O uso de mais informações dos balanços contábeis, dos dados da formação bruta de capital físico no cenário macroeconômico, e a construção de outros indicadores econômico-financeiros, ou de modelos econométricos ou de estatística descritiva (média e/ou mediana), podem provir resultados mais certos e dar continuidade às análises do padrão de financiamento de empresas médias brasileiras.

BIBLIOGRAFIA

Alves, S. M. G.; Martins, J. M. S.; Ferreira, C. M. S. **O efeito da estrutura de propriedade e das oportunidades de investimento na atribuição de opções de ações – uma revisão da literatura.** Logroño: 2007. Disponível em: <dialnet.unirioja.es/servlet/fichero_articulo?codigo=2232578&orden=75044>

Amaral Filho, J. É negócio ser pequeno, mas em grupo. In: Ana Célia Castro. (Org.). **Desenvolvimento em debate: Painéis do Desenvolvimento Brasileiro II.** Rio de Janeiro: Editora Mauad, v. 3, pp. 85-118, 2002.

ANUÁRIO ESTATÍSTICO DAS COMPANHIAS ABERTAS. São Paulo: Abrasca, 2004-2008.

Autran, M; Ulysses, C. **Básico de Contabilidade + Finanças.** Rio de Janeiro: Editora SENAC, 2008.

BALANÇO ANUAL [da] Gazeta Mercantil. São Paulo: Gazeta Mercantil, 2004-2008

Banco Central do Brasil. **Fontes de financiamento alternativas ao crédito bancário.** Relatório de Inflação. Brasília, mar.2006.

Barbosa, G.; Góes, T. Crédito e financiamento no Brasil. **Conjuntura & Planejamento,** Salvador, v. 1, p. 28-34, 2004.

Barros, O. **Evolução do dinamismo setorial.** São Paulo: DEPEC – Departamento de Pesquisas e Estudos Econômicos, fev.2007.

Berle A. A.; Means G. C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada.** Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Os Economistas, Nova Cultural, 1988.

Borges, O.; Machado, J. C. F. **Glossário dos índices econômico-financeiros.** Projeto FIESP / Serasa, jul.2005. Disponível em: <http://www.fiesp.com.br/competitividade/downloads/glossario_indices.pdf >

Brealey, R. A e Myers, S.C. **Princípios de Finanças Empresariais.** Lisboa: Editora McGraw-Hill de Portugal, 1998.

Brigham, E. F.; Houston, J. F. **Fundamentos da Moderna Administração Financeira.** Rio de Janeiro: Editora Campus, 1999.

Calabi, A.; Reiss, G.; Levy, P. **Geração de poupanças e estrutura de capital das empresas no Brasil.** São Paulo: IPE/USP, Relatórios de Pesquisa n. 6, 1981.

Camara, S. F. Capital próprio ou capital de terceiros: o dilema das decisões financeiras nos investimentos das empresas brasileiras. **Revista de Administração e Contabilidade,** Fortaleza, v.3, n.1, 2006.

Canuto, O. Crédito para pequenas e médias empresas no Brasil. In: Ana Célia Castro. (Org.). **Desenvolvimento em debate: Painéis do Desenvolvimento Brasileiro II**. Rio de Janeiro: Mauad, v. 3, pp. 119-138, 2002.

Capanema, L. X. L. **A indústria farmacêutica brasileira e a atuação do BNDES**. Rio de Janeiro: BNDES Setorial, n. 23, p. 193-216, mar.2006.

_____ et al. **Panorama da indústria de higiene pessoal, perfumaria e cosméticos**. Rio de Janeiro: BNDES Setorial, n. 25, p. 131-156, mar.2007.

Carvalho, C. E.; Abramovay, R. O difícil e custoso acesso ao sistema financeiro. In: Santos, C. A., (Org.) **Sistema financeiro e as micro e pequenas empresas: diagnósticos e perspectivas**. SEBRAE: Brasília, pp. 17-45, 2004.

Chirinko, R. S.; Singha, A. R. **Testing static trade-off against pecking order models of capital structure: a critical comment**. Journal of Financial Economics, v. 58, n. 3, p. 417-425, December 2000.

Cintra, M. A. M. A reestruturação patrimonial do sistema bancário brasileiro e os ciclos de crédito entre 1995 e 2005. **Política Econômica em Foco**, Campinas, I.E. Unicamp, n. 7, nov.2005/abr.2006.

Confederação Nacional da Indústria. **Financiamento no Brasil: desafio ao crescimento**. Brasília: Unidade de Política Econômica. 2003.

Confederação Nacional da Indústria. **Estratégia tecnológica das empresas industriais**. Brasília: Sondagem Especial, ano 3, n.2, set.2005.

Corrêa, E. P. **Desenvolvimento do sistema financeiro e crescimento econômico: revisão da literatura e dos estudos empíricos aplicados ao Brasil**. Monografia (Graduação em Economia) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005.

Cysne, R. P.; Faria, L. F. V. **Considerações sobre o sistema financeiro brasileiro**. Rio de Janeiro: CERES/FGV, jul. 1997.

Daher, C. E. **Testes empíricos de teorias alternativas sobre a determinação da estrutura de capital das empresas brasileiras**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Universidade Federal de Brasília, Brasília, 2004.

Dias, E. M. **Decisões de financiamento de empresas brasileiras de capital aberto maduras: testando pecking order**. Dissertação (Mestrado profissionalizante em Economia). Faculdade de Economia e Finanças Ibmec, Rio de Janeiro, 2007.

Eid, William Junior. Custo e estrutura de capital: o comportamento das empresas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 36, n.4, p. 51-59, out/nov/dez.1996.

Fama, R.; Barros, L. A. B.; Silveira, A. M. **A estrutura de capital é relevante? Novas evidências a partir de dados norte-americanos e latino-americanos.** São Paulo: Caderno de Pesquisas em Administração, v. 8, n. 2, ab/jun.2001.

Fama, R.; Grava, J. W. **Teoria da estrutura de capital - as discussões persistem.** São Paulo: Cadernos de Pesquisas em Administração, v. 1, n. 11, 1.º trim.2000.

Fama, R.; Kayo, E. K. **Teoria de agência e crescimento: evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento.** Cadernos de Pesquisas em Administração, São Paulo, v. 2, n. 5, 2.º trim.1997.

Fama, R.; Melher, S. **Estrutura de Capital na América Latina: existiria uma correlação com o lucro das empresas?** São Paulo: IV SemeAD, out.1999.

Fama, R.; Perobelli, F. F. C. Fatores determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administração da USP**, São Paulo, v.37, n.3, jul/set.2002.

Farhi, M. Crédito, mercados de capitais e perspectivas de crescimento. **Política Econômica em Foco**, Campinas, I.E. Unicamp, n. 2, set/dez.2003.

Filardo, M. L. R. **Fontes de financiamento das empresas no Brasil.** Rio de Janeiro: BNDES, 1980.

Fontes, J. R. Filho. **Governança organizacional aplicada ao setor público.** Panamá: VIII Congreso Internacional del CLAD sobre la Reforma del Estado y de la Administración Pública, out/2003. Disponível em: <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/CLAD/clad0047108.pdf>

Frank, M. Z.; Goyal, V. K. **Testing the pecking order theory of capital structure.** Journal of Financial Economics, v. 67, p. 217-248, 2003.

Guimarães Jr., R. R. F.; Câmara, S. F.; Nobre, L. H. N. **Fatores determinantes dos níveis de endividamento das pequenas e médias empresas.** Fortaleza: XXVI ENEGEP, 9-11 out.2006.

Hall, G.; Hutchinson, P.; Michaelas, N. **Industry effects on the determinants of unquoted SMEs' capital structure.** International Journal of the Economics of Business, v. 7, n. 3, p. 297-312, 2000.

Harris, M., Raviv, A. **The Theory of Capital Structure.** Journal of Finance, v. 46, n. 1, p. 297-355, 1991.

Hutchinson, P. **How much does growth determine SMEs' capital structure?** In: 16º Annual Conference of Small Enterprise Association of Australia and New Zealand. Ballarat, 2003.

Jacob, C. A. **Estrutura de capitais e padrão de financiamento de empresas de autopeças brasileiras nos anos 1990.** Dissertação (Mestrado em Economia Política) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2000.

_____. **Endividamento e rentabilidade das grandes empresas industriais brasileiras e estrangeiras em 2005**. Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, São Paulo, mai.2006.

Jensen, M.; Meckling, W.. **Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Capital Structure**. Journal of Financial Economics, n. 3, p. 305-360, 1976.

Kalecki, M. **Teoria da dinâmica econômica: ensaios sobre as mudanças cíclicas e a longo prazo da economia capitalista**. Coleção Os Pensadores. São Paulo: Abril S. A. Cultural e Indústria, jul.1976.

La Rovere, R. L. Sistematização do painel “micro, pequenas, e médias empresas”. In: Ana Célia Castro. (Org.). **Desenvolvimento em debate: Painéis do Desenvolvimento Brasileiro II**. Rio de Janeiro: Mauad, v. 3, pp. 75-84, 2002.

_____. **Perspectivas das micro, pequenas e médias empresas no Brasil**. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2007. Disponível em:
<http://www.ufpe.br/conpe/download/arquivos/20071121145228_perspectivas_das_micro_pequenas_e_medias_empresas_no_brasil.pdf>

Lima, G. T.; Meirelles, A. J. A. **Regimes de financiamento, risco crescente do endividamento e fragilidade financeira**. São Paulo: Est. Econ, v. 35, n. 2, p. 317-334, abr/jun.2005.

Lucinda, C. R.; Saito, R. Determinantes do endividamento das empresas brasileiras: volume e composição. In: XXIV Encontro Brasileiro de Econometria, 2002, Nova Friburgo. **Anais...** Rio de Janeiro: Sociedade Brasileira de Econometria, v. 2, 2002.

Markowitz, H. **Portfolio Selection**. The Journal of Finance: v. 7, n. 1, p. 77-91, 1952.

Menezes, A. M. F. **Esgotamento do padrão de financiamento do desenvolvimento no Brasil e análise de alternativas**. Bahia: II Encontro de Economia Baiana, set.2006.

Modigliani, F.; Miller, M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **American Economic Review**, v. 48, p. 291-297, jun.1958.

_____; _____. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. **American Economic Review**, v.53, p. 433-443, jun.1963.

Morais, J. M. **Avaliação de programas especiais de crédito para as micro, pequena e médias empresas**. Brasília: IPEA, Texto para Discussão n. 1190, jun.2006.

Moreira, M. M.; Puga, F. P. **Como a indústria financia seu crescimento: uma análise do Brasil pós-real**. Rio de Janeiro: BNDES, Texto para Discussão n. 84, 2000.

Moura, A. P. P.; Souza, P. S.; Luz, R. S. Da porteira para dentro e para fora, agronegócio brasileiro em crise? **Conjuntura e Planejamento**, Salvador, n.148, p.22-29, set.2006.

Myers, S. C. **Determinants of corporate borrowing**. Journal of Financial Economics, v. 5, 1977.

_____. **The Capital Structure Puzzle**. The Journal of Finance, v. XXXIX, n. 3, jul.1984.

_____; Majluf, N. S. **Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have More Information Than Investors Do Not Have**. Journal of Financial Economics, n. 13 ; pp. 187-221, 1984.

Nakamura, W. T.; Mota, A. S. Decisões de estrutura de capital das empresas brasileiras: um estudo empírico. In: CLADEA 2002, Porto Alegre. XXXVII Assembléia do Conselho Latino-Americano de Escolas de Administração. **Anais...** Porto Alegre: CLADEA, v. 1, p. 1-10, 2002.

Nobre, L. H. N. **Estrutura de Capital e níveis de endividamento das PME's cearenses**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Estadual do Ceará, Ceará, 2005.

Prates, C. P. T.; Leal, R. P. C. **Algumas considerações sobre os determinantes da estrutura de capital nas empresas brasileiras**. Rio de Janeiro: Revista do BNDES, v. 12, n. 23, p. 201-218, jun.2005.

Procianoy, J. L.; Schnorrenberger, A. A estrutura de governance e as decisões de estrutura de capital: o caso das companhias brasileiras. In: CLADEA 2002, Porto Alegre. XXXVII Assembléia do Conselho Latino-Americano de Escolas de Administração. **Anais...** Porto Alegre: CLADEA, v.1, 2002.

Puga, F. P. **O apoio financeiro às micro, pequenas e médias empresas na Espanha, no Japão e no México**. Rio de Janeiro: Texto para Discussão n. 96, ago.2002.

Rajan, R.; Zingales, L. **What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data**. Journal of Finance, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, 1995.

Rodrigues, P. R.; Kloeckner, G. O. Estrutura de capitais e seus fatores determinantes no Brasil. **Revista do Núcleo de Estudos e Pesquisas em Contabilidade**, Porto Alegre, n. 10, 2 sem.2006.

Rodrigues Junior, W.; Melo, G. M. **Padrão de financiamento das empresas privadas no Brasil**. Brasília: IPEA, Texto para Discussão n. 653, jul. 1999.

Romano, L. A. N.; Pelajo, M. A.; Silva, M. A. C. **Análise de desempenho econômico-financeiro do setor farmacêutico no Brasil 2003 a 2005**. São Paulo: Febrafarma - Federação Brasileira da Indústria Farmacêutica, 2007.

Ross, S. A. **The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach.** The Bell Journal of Economics, vol. 8, n° 1 pp 23 – 40, Spring 1977.

Ross, S. A.; Westerfield, R. W.; Jordan, B. D. **Princípios de administração financeira. Essentials of corporate finance.** São Paulo: Editora Atlas, 1998.

Ross S. A.; Westerfield, R. W.; Jaffe, J. F. **Administração Financeira.** São Paulo: Editora Atlas, 1995.

Ross S. A.; Westerfield, R. W.; Jaffe, J. F. **Administração Financeira. Corporate Finance.** São Paulo: Editora Atlas, 2002.

Rozo, J. D. Novos Projetos: o que valoriza mais a empresa, recursos próprios ou de terceiros? Qual a proporção ótima? **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, FIECAFI – FEA – USP, v. 16, n. 27, p. 78 – 88, set/dez.2001.

Santana, L. **Relação entre Dividend Yield e Retorno Total ao Acionista Abordando Aspectos Determinantes da Política de Dividendos: Um Estudo Empírico em Empresas com Ações Negociadas na Bovespa.** Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Espírito Santo, 2006.

Santos, M. et al. **A Indústria Brasileira de Máquinas-Ferramenta.** Rio de Janeiro: BNDES Setorial, n. 26, p. 81-100, set.2007

Schnorrenberger, A. **A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras.** Dissertação (Mestrado em Administração). Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2001.

Souza, A. T. P. Bolsa de Valores como fonte de financiamento. Abertura de capital é diferencial competitivo para as empresas. **Revista FAE Business**, Curitiba, n. 6, ago.2003.

Stulz, R. M. **Does financial structure matter for economic growth? A corporate finance perspective.** Washington: ABCD World Bank Conference, 1999.

Disponível em:

<http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/16165_Does_Financial_Structure_matter.pdf>

Zoneschain, C. N. Estrutura de capital das empresas no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 4, n. 7, jun.1998.

ANEXO – EMPRESAS SELECIONADAS PARA A AMOSTRA

Razão Social	CNPJ
Aeroglass Brasileira S/A Fibras Vidro	61665212/0001-82
Agrostahl S/A Ind Com	45493772/0001-40
Alpina Briggs Defesa Ambiental S/A	04050400/0001-62
Andriello S/A Ind Com	61508727/0001-79
Asga S/A	59694729/0001-58
Autômatos Indl S/A	05446180/0001-53
Avanço S/A Ind Com Máquina	43297852/0001-03
Avibrás Ind Aeroespacial S/A	60181468/0001-51
Beghim Ind Com S/A	61145843/0001-70
Berg Steel S/A Fáb Bras Ferramentas	44209294/0001-31
Bombas Leão S/A	52940533/0001-57
Braile Biomédica Ind Com Repres S/A	52828936/0001-09
Bravox S/A Ind Com Eletrônico	60854833/0001-41
Burigotto S/A Ind e Com	51460277/0001-38
Butilamil Inds Reunidas S/A	54361175/0001-53
Caf Brasil Ind Com S/A	02430238/0001-82
Cartonifício Valinhos S/A	45992476/0001-94
Cavan Premoldado S/A	33039181/0001-19
CBTI Cia Brasileira Tecnologia Indl	43717032/0001-15
Cerâmica Santa Terezinha S/A	53858312/0001-05
Cerâmica Stéfani S/A	50377159/0001-06
Cicopal S/A	55974398/0001-59
Cogeme do Brasil S/A	02904462/0001-69
Conger S/A Equips Processos	54373774/0001-97
Contém 1G S/A	53626214/0001-34
CST Cia Sintéticos Termoplásticos	60187937/0001-40
CTR Cia Tecnologia Rodoviaria	03219190/0001-20
DF Vasconcellos S/A Ópt Mec Alta Prec	61482725/0001-58
Draktel Optical Fibre S/A	03742747/0001-03
Dupont Cipatex S/A	04210314/0001-70

Engrecon S/A	60554219/0001-64
Exall Alumínio S/A	74685173/0001-27
Faiveley Transport do Brasil S/A	33060708/0001-97
Farmagrícola S/A Imp Exp	60528742/0001-16
Ferkoda S/A Artefatos de Metais	57506115/0001-70
Fibralin Têxtil S/A	50117068/0001-23
Flygt do Brasil S/A	60039401/0001-87
Focus Tecnologia de Plásticos S/A	59257972/0001-09
Formale S/A	05426571/0001-06
Guaçú S/A Papéis Embalagens	45294055/0001-90
IFC Ind Fertilizantes Cubatão S/A	01394187/0001-18
Igefarma Laboratórios S/A	61517397/0001-88
Illumatic S/A Ilum Eletrometalúrgica	61276226/0001-04
Ind Feltros Santa Fé S/A	60730512/0001-35
Ind Mancini S/A	51377786/0001-00
Ind Marília Auto Peças S/A	49035678/0001-07
Ind Tecidos Biasi S/A	43246883/0001-27
Ind Têxtil N S Belém S/A	50115823/0001-30
Ind Tintas Vernizes Paumar S/A	60621141/0001-53
Indaiatuba Têxtil S/A	49444821/0001-06
Irmãos Parasmo S/A Ind Mecânica	60881992/0001-35
Isma S/A Ind Silveira Móveis Aço	52781317/0001-06
Jan Lips S/A Ind Com	61095600/0001-75
Japi S/A Ind Com	71522460/0001-28
Jatobá S/A	72908239/0001-75
JP Ind Farmacêutica S/A	55972087/0001-50
Kemwater Brasil S/A	01210857/0001-07
La Termoplastic FBM S/A	01608977/0001-59
Laboratório Bio Vet S/A	60411527/0001-30
Máquinas Piratininga S/A	60894482/0001-00
Masiero Indl S/A	50751643/0001-45
Massaguaçu S/A	49177520/0001-63
Mecânica Bonfanti S/A	51378321/0001-65
Meizler Biopharma AS	64711500/0001-14

Metalgrade Pisos Indls S/A	46307989/0001-81
Metalúrgica Mocóca S/A	52502945/0001-05
Micronal S/A	56995707/0001-30
Microservice Tecnologia Digital S/A	43359926/0001-80
Monofil Cia Indl Monofilamentos	61405999/0001-43
Montana Química S/A	60884459/0001-27
Monytel S/A	49773625/0001-85
Newton Ind Com Ltda	51466761/0001-74
Nogueira S/A Máquinas Agrícolas	49911654/0001-66
Novopiso S/A Eng Revestimentos	03332023/0001-91
Omi Zillo Lorenzetti S/A Ind Têxtil	51422970/0001-16
Orion S/A	61082863/0001-40
Pancostura S/A Ind Com	61086781/0001-73
Pepasa Plásticos Engenharia S/A	58241662/0001-33
Perfilor S/A Constrs Ind Com	05476154/0001-78
Permetal S/A Metais Perfurados	61139192/0001-06
Pilot Pen do Brasil S/A Ind Com	61203931/0001-81
Pinhalense S/A Máquinas Agrícolas	54224423/0001-14
Plásticos Metalma S/A	61432118/0001-83
Plásticos Scipião S/A Ind Com	60395969/0001-30
Polibutenos S/A Inds Químicas	55834055/0001-99
Polyplastic S/A Ind e Com	60650074/0001-03
Prensa Jundiaí S/A	50925890/0001-10
Primicia S/A Ind Com	60581618/0001-14
S/A Fabril Scavone	50115849/0001-89
Sanches Blanes S/A Ind Máqs Ferrams	57482887/0001-19
Sanphar S/A	68065663/0001-28
Santal Equipamentos S/A Com Ind	55962369/0001-77
Securit S/A	61592895/0001-95
Siti S/A Soc Instls Termoelts Indls	60463080/0001-43
Tasa Tinturaria Americana S/A	43257310/0001-07
Tecelagem São Carlos S/A	59596395/0001-80
Técnicas Eletro Mecânicas Telem S/A	61529285/0001-47
Têxtil Norberto Simionato S/A	44207389/0001-16

Têxtil Tapeacol S/A Ind Com	43460658/0001-99
Timavo do Brasil S/A Ind Têxtil	44740066/0001-93
Trancham S/A Ind Com	60661956/0001-66
Trefilação União Metais S/A	61456463/0001-57
Ventiladores Bernauer S/A	61413852/0001-03
Verdés S/A Máquinas Instalações	45470283/0001-73
Yanmar do Brasil S/A	49444888/0001-40