

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CENTRO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISAS EM ADMINISTRAÇÃO
CURSO DE ESPECIALIZAÇÃO EM GESTÃO ESTRATÉGICA**

**O O IMPACTO DA ALAVANCAGEM NA ESTRUTURA DE CAPITAL
DE EMPRESAS BRASILEIRAS NEGOCIADAS NA BOVESPA**

ELTER FLÁVIO PEREIRA DE SOUZA

Belo Horizonte

2012

ELTER FLÁVIO PEREIRA DE SOUZA

**O IMPACTO DA ALAVANCAGEM NA ESTRUTURA DE CAPITAL DE
EMPRESAS BRASILEIRAS NEGOCIADAS NA BOVESPA**

**Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao
Curso de Especialização em Gestão Estratégica (Pós-
Graduação Latu Sensu) do CEPEAD/CAD/FACE da
Universidade Federal de Minas Gerais, como
requisito parcial à obtenção do Certificado de
Especialista em Gestão de Negócios.**

**Trabalho de Conclusão de Curso apresentado
à banca examinadora em 31 de Agosto de 2012.**

Orientador: Hudson Fernandes Amaral

Belo Horizonte

2012



Universidade Federal de Minas Gerais
Faculdade de Ciências Econômicas
Departamento de Ciências Administrativas
Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração
Curso de Especialização e Gestão Estratégica

ATA DA DEFESA DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO do(a) Senhor(a) **ELTER FLÁVIO PEREIRA DE SOUZA**, REGISTRO N° 2010703027. No dia 31/08/2012, às 19:00 horas, reuniu-se na Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG, a Comissão Examinadora de Trabalho de Conclusão de Curso - TCC, indicada pela Coordenação do Curso de Especialização e Gestão Estratégica - CEGE, para julgar o Trabalho de Conclusão de Curso intitulado "**O IMPACTO DA ALVANCAGEM NA ESTRUTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS BRASILEIRA NEGOCIADAS NA BOVESPA.**", requisito para a obtenção do **Título de Especialista**. Abrindo a sessão, o orientador(a) e Presidente da Comissão, Professor(a) Hudson Fernandes Amaral, após dar conhecimento aos presentes do teor das Normas Regulamentares de apresentação do TCC, passou a palavra ao aluno(a) para apresentação de seu trabalho. Seguiu-se a arguição pelos examinadores, seguido das respostas do(a) aluno(a). Logo após, a Comissão se reuniu sem a presença do(a) aluno(a) e do público, para avaliação do TCC, que foi considerado:

APROVADO

APROVAÇÃO CONDICIONADA A SATISFAÇÃO DAS EXIGÊNCIAS CONSTANTES NO VERSO DESTA FOLHA, NO PRAZO FIXADO PELA BANCA EXAMINADORA (PRAZO MÁXIMO de 60 SESSENTA DIAS)

NÃO APROVADO

O resultado final foi comunicado publicamente ao(a) aluno(a) pelo orientador e Presidente da Comissão. Nada mais havendo a tratar, o Senhor Presidente encerrou a reunião e lavrou a presente ATA, que será assinada por todos os membros participantes da Comissão Examinadora. Belo Horizonte, 31/08/2012.

Prof. Hudson Fernandes Amaral
(Orientador)

Prof. Antônio Artur de Souza

RESUMO

A escolha das fontes de financiamento das empresas representa uma importante estratégia para o seu desempenho financeiro. Nesse sentido, este trabalho procurou abordar a forma como alguns setores da economia se financiaram ao longo de um período de cinco anos. Os setores escolhidos foram os de Siderurgia e Metalurgia, Comércio e Petróleo, Gás e Biocombustíveis por terem negócios distintos e serem representativos no cenário econômico brasileiro. Foram coletados indicadores de endividamento dos setores mencionados para posterior cálculo das médias e desvio padrão. Após isso, procedeu-se à análise quantitativa dos mesmos, com o intuito de se observar a magnitude das médias bem como a variabilidade da mesma durante o período examinado. Procurou-se verificar se os resultados obtidos demonstram a preferência dos setores da economia em estudo com relação às fontes de financiamento: capital próprio versus dívida. Adicionalmente, a análise do desvio padrão buscou constatar a manutenção das médias anuais, o que pode sugerir o alcance do equilíbrio em sua estrutura de capital. Concluiu-se que todos os setores analisados validam a Teoria da Hierarquização das Fontes de Financiamento, ou seja, os setores pesquisados se financiam preferencialmente através do capital próprio e em segundo lugar por dívida. Por sua vez os setores de Siderurgia e Metalurgia e Petróleo, Gás e Biocombustíveis apresentaram baixa variabilidade da média durante o período, o que corrobora a Teoria do Equilíbrio. Já o setor de Comércio apresentou uma considerável dispersão da média, provavelmente provocada pelas alterações recentes no cenário econômico no que diz respeito a este negócio.

Palavras chave: fontes de financiamento, indicadores de endividamento, capital próprio, dívida e análise quantitativa.

ABSTRACT

The choice of sources of business financing is an important strategy to financial performance. Accordingly, this study sought to address how some sectors of the economy is financed over a period of five years. The sectors chosen were the Steel and metals, Commerce and Gas and Oil, because they have different business and be representative of the Brazilian economic scenario. We collected indicators of indebtedness of the sectors mentioned for later calculation of mean and standard deviation. After that, we proceeded to the quantitative analysis of the same, in order to observe the magnitude of the mean and the variability of the same during the period examined. Sought to determine whether the results demonstrate the preference of the sectors of the economy under study with respect to sources of financing: equity versus debt. Additionally, the analysis of the standard deviation sought to establish the maintenance of annual averages, which may suggest the extent of balance in its capital structure. It was concluded that all sectors analyzed validate the theory of Hierarchy of Sources of Funding, or the surveyed sectors are funded through the preferred equity and secondly by debt. In turn the sectors of Steel e Metals and Gas and Oil showed low variability of the average over the period, which corroborates the theory of equilibrium. The sector of Commerce showed a considerable dispersion of the average, probably caused by recent changes in the economic scenario with regard to this business.

Key words: sources of business financing, indicators of indebtedness, equity, debt and quantitative analysis.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CP	Curto Prazo
LP	Longo Prazo
DivBr	Dívida Bruta
At	Ativo Total
PL	Patrimônio Líquido
Exig	Exigibilidades Totais
RCT	Relação de Capital de Terceiros
EG	Endividamento Geral
PeD	Pesquisa e Desenvolvimento
POT	<i>Pecking Order Theory</i>

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1: Cláusulas de contratos de empréstimos.....	17
Quadro 2: Lucratividade x Endividamento.....	20
Quadro 3: Tamanho x Endividamento.....	20
Quadro 4: Alíquota de IR x Endividamento.....	20
Quadro 5: Depreciação e Provisões x Endividamento.....	20
Quadro 6: Expectativa de Crescimento x Endividamento.....	21
Quadro 7: Fluxo de Caixa Livre x Endividamento.....	21
Quadro 8: Dispersão do Controle Acionário x Endividamento.....	21
Quadro 9: Transparência x Endividamento.....	21
Quadro 10: Singularidade x Endividamento.....	22
Quadro 11: Risco do Negócio x Endividamento.....	22
Quadro 12: Tangibilidade x Endividamento.....	22
Quadro 13: Política de Dividendos x Endividamento.....	22
Quadro 14: Empresas integrantes dos setores da amostra.....	24
Quadro 15: Indicadores de endividamento e estrutura.....	26

LISTA DE TABELAS

1 - Média dos índices calculados para os anos 2007 a 2011 – Siderurgia e Metalurgia....	28
2 - Desvio Padrão dos índices calculados para os anos 2007 a 2011 – Siderurgia e Metalurgia.....	28
3 - Média dos índices calculados para os anos 2007 a 2011 – Comércio.....	31
4 - Desvio Padrão dos índices calculados para os anos 2007 a 2011 – Comércio.....	31
5 - Média dos índices calculados para os anos 2007 a 2011 – Petróleo, Gás e Biocombustíveis.....	36
6 - Desvio Padrão dos índices calculados para os anos 2007 a 2011 – Petróleo, Gás e Biocombustíveis.....	36

1 – INTRODUÇÃO	9
1.1 – Tema	9
1.2 – Justificativa	11
1.3 – Problema de Pesquisa.....	11
1.4 – Objetivos.....	12
<i>1.4.1 – Objetivo Geral.....</i>	<i>12</i>
<i>1.4.2 – Objetivos Específicos.....</i>	<i>13</i>
2 – REFERENCIAL TEÓRICO	14
3 – METODOLOGIA.....	23
3.1 – Tipo de Pesquisa	23
3.2 – Amostra	23
3.3 – Coleta de Dados	25
3.4 – Análise dos Dados	26
4 – ANÁLISE DE DADOS.....	28
4.1 – Setor de Siderurgia e Metalurgia	28
4.2 – Setor de Comércio	31
4.3 – Setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis.....	36
5 – CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	42
6 – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	47

1 – INTRODUÇÃO

1.1 – Tema

A análise dos demonstrativos econômicos e relatórios da administração divulgados pelas companhias possibilita aos gestores das organizações e ao mercado o acesso a informações fundamentais sobre os seus negócios. Essas informações devem ser elaboradas de acordo com a legislação vigente e auxiliar nas decisões necessárias para se atingir os objetivos das organizações. Em se tratando de organizações com fins lucrativos, nas quais um dos principais objetivos é maximizar a rentabilidade dos negócios, a área financeira pode auxiliar nas decisões a serem tomadas nesse sentido. De acordo com Gomes e Leal (2001), uma das formas de aumentar a rentabilidade das empresas é procurar estratégias adequadas de financiamento, tirando proveito das concessões feitas pela legislação, como o benefício fiscal e atentando para as taxas de juros e os custos de falência. Esses fatores são bem conhecidos pelo profissional de gestão de finanças, o que torna as políticas de financiamento um assunto propício a ser abordado pela área do conhecimento da Contabilidade Financeira.

A Estrutura de Capital refere-se à forma como a empresa financiará os seus investimentos, ou seja, é a relação entre capital próprio e capital de terceiros. Para Perobelli e Famá (2002), a decisão a respeito do financiamento é muito importante na medida em que terá reflexos no planejamento, bem como no valor da empresa. Por isso, as decisões sobre estrutura de capital são objeto de várias pesquisas que buscam respostas à existência, ou não, de uma estrutura ótima de capital que maximize o valor da empresa. Nesse sentido, deve ser levado em consideração o impacto dos custos, como taxa de juros e corretagem, bem como o impacto da alavancagem financeira e do benefício fiscal na tomada de decisão sobre estrutura de capital.

Embora várias pesquisas indiquem a não existência de uma estrutura ótima de capital para todas as empresas, esse trabalho busca explorar o comportamento da relação entre capital de terceiros e capital próprio de empresas do mesmo setor e verificar se elas apresentam alguma semelhança de comportamento. Ainda de acordo com Gomes e Leal (2002), espera-se uma razoável variação entre a estrutura de capital das empresas do mesmo setor que apresentam as maiores rentabilidades dentro de seus respectivos setores. Além disso, espera-se uma variação ainda maior nas estruturas de capital entre os diferentes setores, em virtude das características próprias de cada um. Segundo Brigham (2006), há cinco principais fatores que influenciam as decisões de estrutura de capital. São eles: risco do negócio, a posição tributária da empresa, a flexibilidade financeira, a agressividade ou conservadorismo administrativo e as oportunidades de crescimento.

O risco do negócio é uma medida da incerteza inerente nas projeções de retorno sobre o capital investido. Ele não varia apenas de um setor para outro, mas também entre as empresas do mesmo setor. Além disso, o risco do negócio sofre variações com o passar do tempo. Brigham (2006) cita, por exemplo, os processadores de alimentos e as empresas do setor varejista como setores de baixo risco, enquanto indústrias de produção cíclica, como a de automóveis e as siderúrgicas, como empresas com alto risco de negócio. O risco do negócio depende de vários fatores dentre os quais os principais são: variabilidade da demanda, variabilidade do preço de venda, variabilidade do custo, habilidade de ajuste do preço de venda em função de mudanças no custo, capacidade de desenvolver novos produtos, exposição ao risco estrangeiro e extensão dos custos fixos.

1.2 – Justificativa

A estrutura de capital das empresas, ou seja, as modalidades de financiamento e as proporções utilizadas por elas têm implicação no seu valor e na sua rentabilidade. Portanto, a identificação de pontos ótimos de estrutura de capital, que maximizam o valor das empresas, tem relevância para todos aqueles envolvidos no ambiente das organizações, tais como os acionistas, funcionários, investidores e o governo. O assunto sobre estrutura de capital tem sido abordado por diversos autores no Brasil e no exterior, tais como Perobelli e Famá (2002) e DeAngelo e Masulis (1980), os quais não indicam a existência de uma estrutura de capital ótima. Entretanto, existem diversas teorias e considerações que merecem ser verificadas por meio de pesquisas empíricas, com o intuito de identificar possíveis tendências sobre a estrutura de capital de uma amostra de empresas brasileiras. Além disso, a pesquisa bibliográfica sobre as conclusões dos principais autores do tema poderá contribuir para a possível explicação sobre a estrutura de capital adotada por diversas empresas que serão analisadas nesta pesquisa.

1.3 – Problema de Pesquisa

Por se vincular estreitamente ao processo criativo, a formulação de problemas não se faz mediante a observação de procedimentos rígidos e sistemáticos. No entanto, existem algumas condições que facilitam essa tarefa, tais como: imersão sistemática no objeto, estudo da literatura existente e discussão com pessoas que acumulam muita experiência prática no campo de estudo (SELLTIZ, 1967).

Com relação ao problema desta pesquisa, o estudo da literatura existente contribuiu para a formulação do mesmo, que se resume na seguinte pergunta:

Qual o nível médio de endividamento das empresas de capital aberto dos setores Petrolífero, Siderurgia e Comércio?

Posto o problema de pesquisa, duas hipóteses emergem dele, devendo uma ser rejeitada e a outra aceita com o desenvolvimento e a conclusão da pesquisa:

H₀: Existe uma baixa variação (desvio-padrão) da média de endividamento das empresas dentro do seu setor econômico, o que indica que existe uma média consistente e representativa dentro de determinado setor.

H₁: Existe uma alta variação (desvio-padrão) da média de endividamento das empresas dentro do seu setor econômico, o que indica que não existe uma média consistente que se mantém sem grandes variações durante o período analisado.

1.4 – Objetivos

1.4.1 – Objetivo Geral

Calcular a proporção média de endividamento das empresas dentro de seus setores da economia, bem como o desvio-padrão dessa média. Em outras palavras, pretende-se verificar se durante um determinado período, a porcentagem média de endividamento de alguns setores sofre poucas variações, indicando uma faixa de estrutura “ótima” de capital.

1.4.2 – *Objetivos Específicos*

1. Calcular a média de endividamento entre as empresas de cada setor e seu correspondente desvio-padrão para o período compreendido entre os anos de 2007 e 2011;
2. Analisar a média e o desvio padrão obtidos anualmente para cada um dos três setores envolvidos na pesquisa – Petrolífero (Petróleo, gás e biocombustíveis), Siderúrgico (Siderurgia e Metalurgia) e Comércio – de modo a identificar o grau de variabilidade do endividamento de cada setor pesquisado;
3. Verificar após a realização da análise, se os setores avaliados apresentam preferência por determinada fonte de financiamento conforme sugere a teoria *Packing Order* - Myers (1984)

O capítulo seguinte apresenta a abordagem teórica das fontes de financiamento, à luz da literatura desenvolvida por diferentes autores, ao longo do tempo. Observar-se-á uma gama de informações que convergem para as duas principais teorias da estrutura de capital – *Packing Order Theory* – Myers (1984) e Teoria do Equilíbrio ou *Static Trade Off* – Myers (1984).

2 – REFERENCIAL TEÓRICO

Segundo Stickney e Weil (2001), a informação contábil-financeira é a base para a tomada de decisão, tanto no ambiente interno quanto no externo. Nesse sentido estas informações são utilizadas para orientar a escolha de alternativas, dentre as possíveis, com o objetivo de maximizar o resultado. A avaliação do desempenho de uma empresa deve refletir as conseqüências financeiras e econômicas das decisões dos gestores em relação aos investimentos, operações e financiamentos ao longo do tempo. Nesse sentido as medidas recaem sobre o uso dos ativos, a rentabilidade da empresa e as escolhas dos financiamentos, que são informações passadas divulgadas nas demonstrações financeiras das empresas.

De acordo com Assaf Neto (2000), as demonstrações financeiras permitem uma avaliação do desempenho passado e fornece uma posição financeira atual da empresa. Além disso, permite a projeção de desempenho e posições financeiras futuras. Dados históricos são utilizados quando a administração de uma empresa avalia o desempenho de seus concorrentes, quando o acionista avalia o desempenho da administração e também para o uso do governo. Os dados projetados são usados para verificar o efeito, sobre as demonstrações financeiras, de alterações nas estratégias e políticas da empresa, dentre as quais está a estrutura de capital.

Por sua vez, Myers (1984), depois de pesquisar a estrutura de capital de empresas por vários anos, propôs a *Pecking Order Theory* - POT. Essa teoria destaca que a primeira modalidade de financiamento utilizada pelas empresas para projetos lucrativos é a geração de fundos com as suas próprias operações: lucro líquido mais depreciação menos dividendos. Quando uma empresa tem fluxo de caixa interno insuficiente, vende parte de suas aplicações em títulos

negociáveis. Como segundo recurso, a empresa recorre a fontes externas e utiliza capital de terceiros através do endividamento. Em último lugar, a empresa emite novas ações.

Ainda de acordo com Myers (1984) os custos de emissão de novos títulos regem as forças de *trade-off*, as mudanças do nível de dívida passam a ser ditadas por meio da diferença entre investimentos e lucros. A companhia financiará seus projetos preferencialmente com recursos próprios, admitindo-se um decréscimo no endividamento à medida que o montante investido seja inferior aos lucros. Existe relação positiva entre investimento e dívida, bem como uma relação negativa entre lucratividade e dívida.

Como o modelo de *Static Trade-off*, propõe uma relação positiva entre tamanho e endividamento, a fim de reduzir a probabilidade de se financiar por meio de ativos de alto risco ou emissão de novas ações, as companhias com maior volatilidade em seus fluxos endividar-se-ão numa proporção menor.

Segundo Ross (1995), o modo como as empresas se financiam emite “sinais” para o mercado. Nesse sentido, o financiamento por lucros retidos reflete um bom sinal, pois a empresa estará se financiando com sua própria capacidade. O financiamento por dívida reflete um sinal positivo da empresa. Ela acredita que as suas ações estão subvalorizadas. Com um endividamento maior, os novos projetos deverão trazer um aumento no valor da empresa, que beneficiará apenas os atuais acionistas. O financiamento por emissão de ações reflete um sinal negativo da empresa. Ela acredita que as suas ações estão supervalorizadas. Para os novos projetos, ela buscará emitir novas ações, de forma a que a provável redução de valor da empresa seja compartilhada entre os atuais e os novos acionistas.

De Ângelo e Masulis (1980) consideram o uso do endividamento para chegar ao ponto ótimo da estrutura de capital. Eles salientam que o benefício fiscal com uso da dívida é maior quando as empresas têm poucos investimentos que geram despesas dedutíveis como, por exemplo, a depreciação. Nessa situação as empresas tenderiam a aumentar o uso de capital de terceiros na sua estrutura de capital. Além disso, se a alíquota do imposto de renda de pessoa jurídica subir, as empresas irão substituir capital próprio por dívida. Porém, o aumento da dívida está relacionado aos custos de falência, e estes, por sua vez, tendem a reduzir o valor da empresa. A estrutura ótima, então, seria aquela na qual há um balanceamento entre os custos de falência e os benefícios fiscais da dívida.

Para De Ângelo e Masulis (1980), os custos de falência podem ser pequenos em comparação com os benefícios fiscais com os quais são comparados. Entretanto, o que é mensurado são os custos diretos como honorários de advogados, consultores, etc. Mas, talvez, a maior perda seja com os custos indiretos que não podem ser comprovados, como redução das vendas, menor capacidade de negociação com fornecedores, restrição de crédito, desligamento de pessoal, dentre outros. Se a falência toma a forma de reorganização, os custos indiretos são os primeiros a surgir. Estes incluem além de redução das vendas futuras, dificuldade em comprar a prazo, custos de produção mais altos, renegociação de contratos de empregados e horas extras de executivos em procedimentos de reorganização. Tais custos são altos e difíceis de serem medidos.

Diante do exposto, há que se analisar minuciosamente os aspectos relacionados à alavancagem financeira. De acordo com Ross (1995), a alavancagem financeira indica em que medida uma empresa utiliza capital de terceiros e possui custos fixos de financiamento. Como

uma empresa com dívidas precisa fazer pagamentos de juros independentemente de seu faturamento, a alavancagem financeira aumenta o risco de insolvência das empresas.

Entretanto, as empresas alavancadas financeiramente têm mais recursos para viabilizar seus projetos de investimento, podendo aumentar seus lucros. Porém, as taxas de juros cobradas pelos credores tendem a ser maiores quanto maior é o nível de endividamento das empresas, o que representa um custo adicional a ser considerado, além de imposições contratuais conforme tabela abaixo. O assunto, portanto, tem várias implicações, conforme demonstrado no Quadro 1, abaixo.

Quadro 1: Cláusulas de contratos de empréstimos

Tipo de cláusula	Comportamento dos acionistas ou condições da empresa	Motivo para a existência da cláusula
Indicadores de relatórios econômicos: 1. Capital de giro mínimo 2. Cobertura de juros 3. PL mínimo	À medida que a empresa se aproxima de uma situação de dificuldade financeira, os acionistas podem implantar projetos de alto risco.	Os credores são prejudicados por distorções de investimento levando a aumento de riscos.
Restrições ao uso de ativos: 1. Limitação de dividendos 2. Limites à venda de ativos 3. Garantias e hipotecas	Os acionistas procuram transferir ativos da empresa a si próprios.	Limite do poder dos acionistas de transferir ativos a si próprios e a fazer investimento insuficiente.
Restrições à substituição de ativos.	Os acionistas procuram aumentar o retorno da empresa com projetos arriscados.	Os credores são prejudicados por distorções de investimento levando a aumento de riscos.
Diluição: 1. Limites a operações de arrendamento. 2. Limites a endividamento adicional.	Os acionistas podem tentar emitir novas dívidas com prioridade igual ou maior.	Limitam a diluição dos direitos dos credores existentes.

Fonte: Ross, Corporate Finance (1995)

Outra importante contribuição para as pesquisas sobre estrutura de capital é a Teoria da Agência de Jensen e Meckling (1976). Por esta teoria, todas as relações empresariais seriam regidas por contratos, expressos ou tácitos, entre duas partes, que variariam de caso para caso. Em todos os contratos, haveria um indivíduo, denominado principal, que contrataria uma outra pessoa, denominada agente, para que este executasse uma série de atividades em nome do principal. Isso significa que por meio do contrato firmado, este agente deveria atuar exclusivamente em nome dos interesses do principal que o contratou.

A princípio, supõe-se que os agentes contratados atuam sempre na defesa do melhor interesse dos principais que os contratam. A prática, porém, mostra que nem sempre isso acontece, já que os agentes possuem também desejos pessoais que podem ou não se contrapor aos interesses do principal. Em muitos casos, os agentes passam a tomar atitudes que visam à auto-satisfação, prejudicando os interesses do principal. Esse tipo de situação é denominado pelos autores de conflito de agência, sendo quase um elemento natural do Capitalismo e da atuação racional-econômica.

Jensen e Meckling (1976) caracterizam dois dos principais tipos de conflitos de agência. Ao emitir novas ações, as empresas estarão diluindo seus custos (por exemplo, perspectivas ruins de lucros) entre uma base maior de acionistas. Do ponto de vista dos novos acionistas, eles atuarão como principais, fornecendo um volume de recursos para a empresa (que hoje representa os interesses dos antigos acionistas) utilizar. Assim, os novos acionistas serão os principais. Por essa situação, muitos estudos mostram que, racionalmente, os novos investidores acreditam que os acionistas atuais querem usufruir de benefícios às suas custas.

Esse estímulo à expropriação de riqueza supostamente causaria uma desvalorização da empresa e o desestímulo à emissão de novas ações.

Jensen (1986) aborda um outro conflito de agência, desta vez entre acionistas e administradores. Neste caso, os administradores profissionais começam a tomar atitudes que proporcionam-lhes maiores benefícios, em detrimento dos objetivos dos acionistas. Alguns exemplos de situações conflitantes: ênfase excessiva em metas de curto prazo, que podem deteriorar as possibilidades de expansão da empresa a longo prazo; financiamento de “mordomias” para os altos administradores, como hospedagens em hotéis de luxo, escritórios luxuosos, aviões particulares, etc. Para minimizar este problema, alguns autores sugerem o uso de dívida para reduzir o fluxo de caixa livre, pois a empresa terá que arcar com o pagamento do principal e dos juros.

Uma importante visão acerca da estrutura de capital foi tratada por Amaral *et al* (2008). De acordo com o estudo, acredita-se na carência de uma explicação teórica consistente para o comportamento das empresas na escolha das formas de financiamento utilizadas. A pesquisa apontou que unicamente as empresas de menor tamanho na amostra, de lucratividade negativa e baixo crescimento, apresentam aderência (fraca) às previsões da POT. Assim, essa teoria não pode ser considerada uma teoria geral para explicar a estrutura de capital das empresas.

Os quadros 2 a 13 a mostram as principais tendências sobre a estrutura de capital das empresas de acordo com algumas características apresentadas por elas:

Quadro 2: Lucratividade x Endividamento

Lucratividade
Relação: empresas mais lucrativas tendem a se endividar menos.
Causa: elas dispõem de mais lucros retidos, necessitando de menos recursos de terceiros para financiar seus projetos.
Base Teórica: Myers (1984).

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 3: Tamanho x Endividamento

Tamanho
Relação: empresas maiores tendem a se endividar mais no longo prazo.
Causa: acesso mais fácil a recursos de longo prazo, mais escassos.
Base Teórica: Perobelli e Famá (2002).

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 4: Alíquota de IR x Endividamento

Alíquota de IR
Relação: empresas sujeitas a alíquotas de Imposto de Renda maiores tendem a se endividar mais.
Causa: maior usufruto de benefícios fiscais.
Base Teórica: Modigliani e Miller (1963) e Miller (1977).

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 5: Depreciação e Provisões x Endividamento

Depreciação e Provisões
Relação: empresas com maior volume de depreciações e provisões se endividarão menos.
Causa: já que esses itens também representam benefícios fiscais, a empresa fica menos dependente de dívidas.
Base Teórica: Deangelo e Masulis (1980).

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 6: Expectativa de Crescimento x Endividamento

<u>Expectativa de Crescimento</u>
• Relação: empresas com altas taxas de crescimento tendem a se endividar menos.
• Causa: maior incidência do segundo tipo de custo de agência (acionistas x credores).
• Base Teórica: Jensen e Meckling (1978).

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 7: Fluxo de Caixa Livre x Endividamento

<u>Fluxo de Caixa Livre (FCL)</u>
• Relação: empresas com maior FCL tendem a se endividar mais.
• Causa: para conter o terceiro tipo de conflito de agência (acionistas x administradores).
• Base Teórica: Jensen (1986).

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 8: Dispersão do Controle Acionário x Endividamento

<u>Dispersão do Controle Acionário</u>
• Relação: empresas cujo controle é mais disperso tendem a se endividar mais.
• Causa: maior incidência do primeiro tipo de custo de agência (acionistas antigos x novos acionistas).
• Base Teórica: Jensen e Meckling (1978).

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 9: Transparência x Endividamento

<u>Transparência</u>
• Relação: empresas mais transparentes tendem a se endividar mais.
• Causa: a maior transparência confere maior segurança e, com isso, reduz o custo de captação de recursos.
• Base Teórica: Perobelli, Silveira e Barros (2005)

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 10: Singularidade x Endividamento

<u>Singularidade</u>
• Relação: empresas com produtos e processos mais singulares tendem a se endividar menos.
• Causa: maiores custos de falência com perdas na venda dos bens singulares.
• Base Teórica: Kim (1978).

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 11: Risco do Negócio x Endividamento

<u>Risco de Negócio</u>
• Relação: empresas com maior risco de negócio tendem a se endividar menos.
• Causa: evita-se, com isso, um aumento excessivo na alavancagem total da empresa e não se sofre tanto com custos de falência.
• Base Teórica: Kim (1978).

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 12: Tangibilidade x Endividamento

<u>Tangibilidade</u>
• Relação: empresas com maior volume de ativos permanentes tendem a se endividar mais.
• Causa: maiores garantias podem ser oferecidas, reduzindo o custo dos empréstimos.
• Base Teórica: Gomes e Leal (2001)

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 13: Política de Dividendos x Endividamento

<u>Política de Dividendos</u>
• Relação: empresas com maior índice de distribuição de dividendos tendem a se endividar mais.
• Causa: menos recursos disponíveis para reinvestimentos.
• Base Teórica: Myers (1984)

Fonte: Elaborado pelo autor

3 – METODOLOGIA

3.1 – Tipo de Pesquisa

Para a realização deste trabalho, será realizada uma pesquisa descritiva, com estratégia de análise de dados, quantitativa. O tipo de pesquisa descritiva será o escolhido, uma vez que, segundo Gil (2007), este tipo de pesquisa tem por objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno, ou então, o estabelecimento de relações entre variáveis. São inúmeros os estudos que podem ser classificados sob este título e uma de suas características mais significativas está na utilização de técnicas padronizadas de coleta de dados, tais como o questionário e observação sistemática. As pesquisas descritivas são, juntamente com as exploratórias, as realizadas por pesquisadores sociais preocupados com atuação prática.

3.2 – Amostra

Com relação à amostragem, foram selecionados três setores com negócios distintos e representativos da economia brasileira, para a realização do estudo: Petrolífero (Petróleo, gás e biocombustíveis), Siderúrgico (Siderurgia e Metalurgia) e Comércio. Neste caso, as companhias de capital aberto foram escolhidas para a composição da amostra, uma vez que apresentam demonstrações financeiras publicadas. Além disso, a estrutura de capital das empresas pode sofrer influência do tipo de negócio em que elas operam como, por exemplo, empresas de setores mais tradicionais podem oferecer diferentes garantias em comparação com empresas inovadoras, e isso pode se refletir no acesso ao financiamento por meio de dívidas. A amostra é composta por empresas brasileiras listadas na BM&F BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) nos últimos cinco anos, lapso temporal este considerado suficiente

para identificar certas tendências e utilizado em diversos trabalhos acadêmicos publicados em revistas e congressos científicos.

Quadro 14: Empresas integrantes dos setores da amostra

SIDERURGIA E METALURGIA	COMÉRCIO	PETRÓLEO, GÁS E BIOCOMBUSTÍVEIS
Electro Aço Altona S.A.	B2W - Cia Global de Varejo	Companhia Distribuidora de Gás
Aços Villares S.A.	Battistella S.A.	Companhia de Gás de São Paulo
Siderúrgica J. L. Aliperti S.A.	Brazil Pharma S.A.	HRT Petróleo S.A
ArcelorMittal Inox Brasil S.A.	Dimed S.A.	Distribuidora Ipiranga S.A.
Caraíba Metais S.A.	Grazziotin S.A.	Ipiranga Petroquímica S.A.
Confab Industrial S.A.	International Meal S.A.	Refinaria Ipiranga S.A
Eluma S.A.	Lojas Americanas S.A.	OGX Petróleo e Gás. S.A.
Companhia Ferro Ligas Bahia	Lojas Heringer S.A.	Refinaria de Mangueiras S.A.
Fibam Companhia Industrial	Lojas Marisa S.A.	Petrobras Distribuidora S.A.
Forjas Taurus S.A.	Lojas Renner S.A.	Petroleo Brasileiro S.A.
Gazola S.A.	Magazine Luiza S.A.	Petrobras Química S.A.
Gerdau S.A.	Minasmáquinas S.A.	QGEP Participações S.A.
Metalúrgica Gerdau S.A.	Natura Cosméticos S.A.	
Haga S.A. Indústria e Comércio	Companhia Brasileira de Distribuição	
Hércules S.A.	Profarma S.A.	
Kepler Weber S.A.	Raia S.A.	
Lupatech S.A.	Drogasil S.A.	
Mangels Industrial S.A.	Via Varejo S.A.	
Metalúrgica Duque S.A.	WLM Indústria e Comércio S.A.	
Metisa Timboense S.A.		
Companhia Micheletto S.A.		
Mundial S.A.		
Panatlântica S.A.		
Paranapanema S.A.		
Rimet S.A.		
Companhia Siderúrgica Nacional		
Tekno S.A. Indústria e Comércio		
Usiminas S.A.		

Fonte: Elaborado pelo autor

3.3 – Coleta de Dados

Serão realizadas coletas de dados através das demonstrações financeiras publicadas em bancos de dados confiáveis – Economática® – e levantamentos bibliográficos. O levantamento bibliográfico consistirá do estudo de diferentes artigos que tratam do tema para elaboração do referencial teórico. As investigações, feitas através da análise *ex-post-facto*, que opera com fatos passados, com o objetivo de entender os fenômenos presentes e sobre o qual o pesquisador não exerce nenhum controle. Uma vez que na pesquisa *ex-post-facto* tem-se um experimento que se realiza depois dos fatos. Não se trata rigorosamente de um experimento, posto que o pesquisador não tem controle sobre as variáveis. Todavia, os procedimentos lógicos de delineamento *ex-post-facto* são semelhantes aos dos experimentos propriamente ditos.

Estes indicadores são utilizados para analisar a composição (estrutura) das fontes passivas de recursos de uma empresa. Elucidam assim a forma pela qual os recursos de terceiros são usados pela empresa e sua participação relativa em relação ao capital próprio. Fornecem, ainda, elementos para avaliar o grau de comprometimento financeiro de uma empresa perante seus credores, principalmente as instituições financeiras, e sua capacidade de cumprir os compromissos financeiros assumidos em longo prazo.

Foram coletados dados referentes aos índices de estrutura de capital que relacionam o ativo, o endividamento, as exigibilidades e o patrimônio líquido das empresas componentes da amostra. Estes índices são amplamente utilizados para a análise da estrutura de capital por estabelecer relações entre o financiamento das atividades e o capital próprio e de terceiros. Os

dados serão obtidos por meio do sistema Economática®, para o período de 2007 a 2011. Os índices analisados são:

Quadro 15: Indicadores de endividamento e estrutura

Indicadores	Indica	Interpretação
$\text{DivBr}/\text{At} = (\text{Financiamentos de CP e LP} + \text{Debêntures de CP e LP})/\text{At}.$	Mensura o percentual de recursos capitados de terceiros frente ao ativo total.	Quanto maior, pior, uma vez que aumenta o risco de insolvência da empresa.
$\text{DivBr}/\text{PL} = (\text{Financiamentos de CP e LP} + \text{Debêntures de CP e LP})/\text{PL}.$	Indica a proporção das fontes de financiamento em relação aos recursos próprios.	O incremento do índice indica acréscimo da composição da estrutura de capital com recursos de terceiros.
$\text{IEG} = \text{Exig} / \text{At}$	Mede a porcentagem de recursos totais da empresa financiada por terceiros.	Um aumento desse índice pode indicar redução na rentabilidade da empresa.
$\text{RCT} / \text{PL} = \text{Exig} / \text{PL}$	Revela o nível de endividamento em relação aos recursos próprios.	Um resultado maior que 1 indica maior dependência de recursos de terceiros.

Fonte: Elaborado pelo autor

3.4 – Análise dos Dados

Segundo Roesch (1999), na pesquisa científica, a escolha do método depende de uma postura filosófica sobre a possibilidade de investigar a realidade. Há duas reconhecidas correntes em ciência: positivismo e fenomenologia. Igualmente, há dois métodos de análise: quantitativo e qualitativo. A estes estão associadas certas pré-suposições e implicações metodológicas. Importa saber que teorias, técnicas e instrumentos não são neutros, mas criados “dentro” de uma daquelas correntes. Nesta pesquisa será feita uma análise quantitativa por meio das medidas estatísticas calculadas com base nos dados coletados na fase anterior do trabalho.

De acordo com Bryman (1989 *apud* ROESCH, 1999), o método quantitativo enfatiza a utilização de dados padronizados que permitem ao pesquisador elaborar sumários, comparações e generalizações. Por este motivo, a análise de dados é baseada no uso de estatísticas. As medidas estatísticas calculadas e analisadas na pesquisa serão a média e o desvio padrão.

Para Anderson (2002), talvez a medida de posição mais importante seja a média de uma variável. A média fornece uma medida de tendência central. Por sua vez, a variância é útil para comparar a variabilidade das variáveis. A variância é a medida de variabilidade que utiliza todos os dados. A variância é baseada na diferença entre o valor de cada observação e a média, sendo essa diferença chamada de desvio ao redor da média. No cálculo da variância, os desvios ao redor da média são elevados ao quadrado. Já o desvio-padrão é definido como sendo a raiz quadrada da variância. O desvio-padrão é mais fácil de interpretar do que a variância porque utiliza a mesma unidade de medida de dados.

Definidos os parâmetros a serem testados e de posse da amostra de dados devidamente tratada, o passo seguinte será o estudo dos indicadores e a forma como estes estão relacionados dentro de seus respectivos setores da economia. O capítulo seguinte tratará das análises dos índices de endividamento e estrutura de capital apresentados anteriormente, a fim de elucidar a forma como cada setor escolhido mantém suas fontes de financiamento, bem como a existência de uma estrutura comum inerente ao mesmo. Possibilitará também, inferências comparativas em relação aos setores integrantes do estudo.

4 – ANÁLISE DE DADOS

4.1 – Setor de Siderurgia e Metalurgia

Tabela 1: Média dos índices calculados para os anos 2007 a 2011 – Siderurgia e Metalurgia *Em %*

Índice/Ano	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008	31/12/2007
DivBr/At	31,72	25,32	29,39	25,47	22,69
DivBr/PL	79,82	65,07	86,38	99,40	96,25
Exig/At	54,74	50,68	57,19	60,45	58,10
Exig/PL	115,75	142,26	133,55	151,22	148,43

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 2: Desvio Padrão dos índices calculados para os anos 2007 a 2011 – Siderurgia e Metalurgia

Índice/Ano	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008	31/12/2007
DivBr/At	20,55	15,14	23,60	23,82	25,16
DivBr/PL	104,12	59,14	112,46	151,23	271,61
Exig/At	21,79	22,67	24,86	37,11	27,08
Exig/PL	146,68	215,51	181,85	225,28	170,88

Fonte: Elaborado pelo autor

De acordo com a análise do indicador de dívida bruta por ativo total no ano de 2007, cuja média foi de 22,69% e desvio padrão de 25,16, pôde-se inferir que as companhias integrantes deste grupo apresentaram um nível baixo de endividamento. Porém esta proporção não é homogênea para todo o setor, haja vista que o desvio padrão indica que existem empresas acima do dobro dessa porcentagem de endividamento. O ano de 2008 apresentou uma média de 25,47%, com um desvio padrão de 23,82. Comparativamente ao ano de 2007, tem-se novamente um comportamento heterogêneo, contudo o desvio padrão não ultrapassa o valor

da média, ou seja, o ajustamento dos dados é melhor. Em 2009, verificou-se uma média de 29,39% e desvio padrão de 23,60. Nota-se que, embora o índice tenha aumentado, o ajustamento das empresas obtido pelo cálculo do desvio padrão continuou melhorando. Em 2010, a média calculada foi 25,32%, com um desvio padrão de 15,14%. O endividamento frente ao ativo não sofreu grande variação. Todavia, no período analisado, este foi o ano com menor desvio padrão, ou seja, as companhias tiveram menores distorções em relação à sua dívida frente ao ativo. Por sua vez, a análise dos valores obtidos em 2011, cuja média foi de 31,72% e desvio padrão de 20,55, evidencia um incremento, embora não significativo, no endividamento frente aos demais períodos. O desvio padrão sofreu pequeno aumento comparado ao ano de 2010. A análise global das médias anuais, 26,92% do endividamento em relação ao ativo total, e do desvio padrão, 3,60, remete a um ótimo ajustamento médio do endividamento para o índice analisado, no setor de Siderurgia e Metalurgia.

O cálculo do indicador que relaciona a dívida bruta pelo patrimônio líquido das companhias do setor de Siderurgia e Metalurgia revela um comportamento bastante heterogêneo dos índices obtidos empresa a empresa ao longo dos anos. Em 2007, a média foi de 96,25% de dívida bruta frente ao patrimônio líquido. Não obstante, apresentou-se neste período um desvio padrão de 217,61, traduzindo a heterogeneidade observada. A média em 2008 praticamente não se alterou. O valor calculado foi de 99,40%. Contudo, o desvio padrão foi menor do que no ano anterior, com um valor de 151,23. Situação esta que revela uma dispersão ainda elevada dos índices. Em 2009, a média apresentou um declínio em relação aos anos anteriores, baixando da casa dos 90%. O desvio padrão, de 112,46 também se mostrou menor, porém ainda elevado. Para 2010, a tendência observada em 2009 foi mantida, a média declinou de 70% e o desvio padrão teve queda acentuada, reduzindo em quase 50%, comparativamente ao ano anterior. Por fim, em 2011, a tendência de redução não foi

corroborada. A média do índice calculado para as companhias do setor foi de 79,82%, com incremento também no desvio padrão, que passou para 104,12. A média do período estudado ficou na casa dos 85,39% e o desvio padrão das médias anuais, 13,78. Esta estatística evidenciou um bom ajustamento no comparativo global.

Para o indicador que relaciona o percentual das exigibilidades das companhias do setor de Siderurgia e Metalurgia com seus respectivos ativos, observa-se uma tendência nos valores tanto das médias, quanto dos desvios padrão. Os índices anuais variaram de cerca de 50%, observado em 2010, a 60%, obtido em 2008, enquanto que os desvios padrão tiveram variação de cerca de 21 unidades, em 2011, a 37, no ano de maior dispersão da média, 2008. Desta forma, no comparativo que engloba todos os anos da amostra, a média ficou em 56,23% de exigibilidades sobre os ativos totais, apresentando um ótimo ajustamento das médias anuais, confirmado pelo desvio padrão, de 3,71.

O índice de exigibilidades dividido pelo patrimônio líquido manteve a média anual superior a 100% ao longo do período, ou seja, o valor das exigibilidades superou o montante do patrimônio líquido. A dispersão das médias evidencia um ajustamento ruim das empresas. No ano de 2008, a média dos índices das companhias foi de 148,43%, com um desvio padrão de 170,88, superior a mais de 100% do valor da média. No ano seguinte, a média apresentou ligeira variação positiva, ficando em 151,22%. O desvio padrão aumentou ainda mais, para 225,28. Em 2009, a média da fração obtida pelas exigibilidades sobre o patrimônio líquido reduziu para 133,55. Redução também observada no desvio padrão, que ficou em 181,85. No ano de 2010, a média teve elevação em 9 pontos percentuais em relação ao ano anterior. O desvio padrão voltou a superar a marca obtida em 2009, situando-se em 215 unidades. Por sua vez, o ano de 2011 foi de significativa queda na média do indicador em estudo, para 115,75%. O desvio padrão, embora tenha sido o menor do período, permaneceu superior à média em

mais de 100%, atingindo 148,68. Considerando todo o período, a média do índice de exigibilidades dividido pelo patrimônio líquido foi de 138,24%. Porém, o desvio padrão, de 14,28, pode ser considerado baixo. Ou seja, em se tratando da análise individualizada das médias anuais, o ajustamento é bom, diferentemente do ajustamento dos índices das empresas dentro dos anos examinados.

4.2 – Setor de Comércio

Tabela 3: Média dos índices calculados para os anos 2007 a 2011 – Comércio

Em %

Índice/Ano	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008	31/12/2007
DivBr/At	22,12	13,46	9,71	15,59	13,34
DivBr/PL	35,23	8,34	22,79	57,46	42,12
Exig/At	52,24	32,96	31,33	31,17	28,86
Exig/PL	47,76	-4,48	97,98	165,94	145,27

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 4: Desvio Padrão dos índices calculados para os anos 2007 a 2011 – Comércio

Índice/Ano	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008	31/12/2007
DivBr/At	22,45	12,82	10,00	14,69	12,18
DivBr/PL	51,06	95,00	24,66	79,39	50,86
Exig/At	52,24	32,96	31,33	31,17	29,86
Exig/PL	143,75	454,23	151,55	218,78	193,76

Fonte: Elaborado pelo autor

O primeiro índice examinado é o de dívida bruta dividido pelo ativo. Nota-se nos anos de 2007 e 2008 uma média de 13,34% e 15,59%, com desvios padrão de 12,18 e 14,69, respectivamente. Ou seja, no primeiro biênio, houve uma variação sutil nos valores

apresentados pelo indicador, com desvios padrão de quase 100% do valor absoluto da média. Cabe ressaltar que a crise econômica mundial que se abateu sobre os mercados no ano de 2008 não teve profunda influência na economia nacional. No setor de Comércio, este impacto foi praticamente imperceptível, uma vez que incipiência na economia mundial praticamente não afetou o varejo no Brasil. Entretanto, em 2009, a média obtida pelo estudo do índice teve uma redução de aproximadamente 50%, ficando em 9,71%, com o desvio padrão de 10,00, acompanhando a tendência dos anos anteriores de valores próximos a 100% da média absoluta. No ano seguinte, a situação voltou à tendência do primeiro biênio analisado, com a média do endividamento evidenciada pelo índice se fixando em 13,46% e o desvio padrão em 12,82, atingindo valores muito similares aos obtidos em 2009. A surpresa ficou por conta do ano de 2011, que teve um incremento considerável do valor do indicador, atingindo 22,12%. As diferenciações entre os índices obtidos entre as empresas do setor também apresentou oscilações mais significativas, com desvio padrão de 22,45, embora mantendo a premissa já observada nos períodos anteriores de se fixar bem próximo aos 100% do valor da média. Em uma análise geral, incluindo os cinco anos do estudo, tem-se uma média global de 14,84% de endividamento demonstrado pelo índice, e um desvio padrão baixo, de apenas 4,58. As companhias do setor de Comércio apresentaram um comportamento de médias de endividamento um tanto diverso, contudo, não se pode dizer o mesmo sobre o desvio padrão. Apesar da média, este manteve um comportamento proporcionalmente ao valor absoluto da média obtida no mesmo ano, linear.

O indicador de dívida bruta pelo patrimônio líquido possibilita o estabelecimento de uma relação de proporção entre os financiamentos incrementados das debêntures emitidas, com o patrimônio líquido. Diferentemente dos resultados obtidos no confronto da dívida bruta com o ativo, em relação ao patrimônio líquido das empresas os valores são naturalmente

maiores. Contudo, a dispersão observada dos valores em torno da média cresce consideravelmente, inviabilizando a determinação de um ponto ótimo na estrutura de capital do setor. Em 2007, a média do índice calculado ficou em 42,12%, com o desvio padrão fixando-se em 50,86. Dessa forma, verifica-se que a variabilidade da média é superior a 100% neste ano. No ano seguinte, 2008, o endividamento médio tem um acréscimo de cerca de 15 pontos percentuais, chegando a 57,46%. O desvio padrão também tem um incremento, porém relativamente maior que a média, chegando a 79,39. Estes números demonstram claramente a variabilidade da estrutura de capital internamente, no setor. O ano de 2009 é marcado pela entrada no mercado de diversas companhias no segmento de Comércio no mercado Brasileiro, alterando substancialmente a estrutura de capital concernente ao setor. A média sofre uma queda acentuada, decrescendo para um valor inferior a 50% do observado em 2008, ficando em 22,79%. O desvio padrão também diminui tanto em valor absoluto quanto em dispersão em torno da média, fechando o ano em 24,66. O ano de 2010 apresenta forte queda no montante da média de endividamento frente ao patrimônio líquido, que foi de 8,34%, ocasionado sobretudo pelo passivo a descoberto de algumas companhias do setor, imputando valores negativos ao índice, e, conseqüentemente, provocando variação na média. Este fator distorce a análise, uma vez que um montante de passivo a descoberto muito inferior ao valor em módulo do endividamento, eleva substancialmente o índice em módulo, deixando-o com sinal negativo. Um montante de passivo a descoberto maior e mais próximo em módulo ao montante de endividamento, representa uma empresa em pior situação, contudo o índice apresenta um valor inferior. O mesmo gravame explica o alto desvio padrão observado no ano, situado em 95,00. Em 2011, as mesmas companhias negativas em 2010 apresentaram variações no passivo a descoberto, contudo o índice reduziu-se em módulo em relação ao ano anterior, provocando novamente considerável oscilação. A média foi de 35,23% e o desvio padrão de 51,06, demonstrando a insipiência da estrutura de capital do setor. O período de

cinco anos compreendido na análise, apresentou a média do indicador de 33,19%. Mesmo com todas as variações observadas, a dispersão dos dados em torno da média global não foi elevada, ficando em 18,70, uma vez que as variações ocorreram tanto para mais quanto para menos, em proporções não muito distintas.

A análise do indicador que estabelece a relação entre o nível percentual de exigibilidades das companhias do setor de Comércio, frente aos seus ativos, para o ano de 2007, que resultou numa média de 58,31%, permite inferir que mais da metade dos recursos são financiados por terceiros. O desvio padrão de 29,86 remete a uma grande variabilidade em torno da média. Em 2008, a média permaneceu praticamente inalterada, estabelecendo-se em 58,06%. A variabilidade da média também sofreu apenas uma alteração sutil, 31,17. Em 2009, porém, pode-se observar um decréscimo da média de endividamento geral do setor de Comércio, que foi de 42,05%. O desvio padrão, contudo, manteve-se em níveis similares aos dos anos anteriores, com um valor de 31,33. No ano de 2010, o cenário do período anterior foi mantido. A estrutura de capital do setor não sofreu alterações, apresentando uma média do indicador de 41,86% e um desvio padrão tão elevado quanto nos demais anos da análise, fixando-se em 32,96. O ano de 2011, por sua vez, apresentou uma importante variação do valor da média, que fechou em 54,68%, demonstrando novamente um valor superior a 50% do financiamento do setor, suportado por capitais de terceiros. Os números gerais obtidos no período delineado pelo estudo, fornecem a média de 50,99%. O percentual demonstra que mais da metade das fontes de financiamento, provêm de terceiros.

Por fim, a compreensão do índice que compara a relação do capital de terceiros dividido pelo patrimônio líquido das empresas do setor do Comércio no período, leva a uma reflexão de

total dispersão dos dados, em outras palavras, não existe uma faixa apontada pelo índice que definiria uma estrutura de capital praticada no setor. No ano de 2007, a média de 145,27% é traduzida em uma maior dependência do capital de terceiros no financiamento das atividades do setor. O desvio padrão, de 193,76, por sua vez, deixa vago o resultado obtido pela média, evidenciando assim uma elevada dispersão dentro do segmento. O ano de 2008 segue a métrica apresentada no período anterior, ainda com um acréscimo. A média de dependência do capital de terceiros, comparada ao capital próprio, situou-se em 165,94%. O desvio padrão de 218,78, corrobora a falta de um padrão apresentado pelo índice, neste segmento da economia. Mais uma vez o ano de 2010 é marcado por profundas oscilações nos índices de estrutura de capital do setor do Comércio. A utilização de capital próprio supera o financiamento advindo de terceiros, com a média do indicador de 97,98%. O desvio padrão, de 151,55, mais uma vez demonstra a elevada variação do índice observada no setor. Para o ano de 2010, um novo cenário é visto. Companhias com passivo a descoberto provocaram índices com valores negativos e consequente variação da média, que ficou em -4,48%. A análise foi distorcida, pois um montante de passivo a descoberto muito menor do que o valor em módulo do endividamento aumenta consideravelmente o índice em módulo, deixando-o com sinal negativo. Um montante de passivo a descoberto maior e mais próximo em módulo ao montante de endividamento representa uma empresa em pior situação. Contudo, o índice apresenta-se com um valor inferior. O desvio padrão por sua vez, de 454,23, não pode ser usado de parâmetro para nenhum tipo de análise, pois seu valor foi totalmente distorcido pelo fato ocorrido nas companhias do setor, no ano. Já em 2011, embora o passivo a descoberto das mesmas companhias tenha se elevado, o valor em módulo do índice precedido de sinal negativo, diminuiu devido à sua maior proximidade do valor em módulo do montante das exigibilidades, ampliando a média para 47,76%, contudo também sem nenhum poder de explicação sobre a estrutura de capital do setor que poderia ser validada pelo índice. O desvio

padrão de 143,75 também não pode ser utilizado para inferir nenhuma situação concernente ao estabelecimento de uma faixa para o indicador, uma vez que denota alta variabilidade, embora distorcida pelo fator abordado, em torno da média. Diante da situação evidenciada, não é possível proceder à análise global da média do indicador, tampouco do seu desvio padrão, no período considerado.

4.3 – Setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis

Tabela 5: Média dos índices calculados para os anos 2007 a 2011 – Petróleo, Gás e Biocombustíveis *Em %*

Índice/Anos	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008	31/12/2007
DivBr/At	17,58	8,61	9,86	8,22	9,08
DivBr/PL	56,43	19,56	25,70	18,67	22,00
Exig/At	42,46	34,16	32,23	28,11	30,40
Exig/PL	98,02	32,11	35,33	69,54	62,89

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 6: Desvio Padrão dos índices calculados para os anos 2007 a 2011 – Petróleo, Gás e Biocombustíveis

Índice/Anos	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008	31/12/2007
DivBr/At	23,42	10,97	12,78	13,42	13,64
DivBr/PL	94,76	32,33	49,52	32,78	36,55
Exig/At	30,26	40,76	39,52	28,02	27,84
Exig/PL	121,24	104,81	129,89	120,80	95,02

Fonte: Elaborado pelo autor

Através do estudo do índice da dívida bruta pelo ativo total, que mensura o percentual de recursos captados de terceiros frente aos ativos da empresa, já é possível obter uma visão precisa da faixa de estrutura de capital do setor. Por se tratar de um segmento de mercado

altamente rentável, a captação de terceiros é pouco representativa no montante do capital total. No primeiro ano da análise, 2007, a média foi de 9,08%, com um desvio padrão de 13,64. Neste período, quase a metade das companhias integrantes do setor trabalharam com baixo endividamento, explicando em parte o desvio padrão verificado. O ano imediatamente posterior traz um panorama bem similar, com a média do endividamento em 8,22%, sutilmente inferior à de 2007 e o desvio padrão praticamente idêntico, de 13,42. Novamente observou-se a incidência de um montante de quase 50% do setor com endividamento próximo a zero. O ano de 2009 manteve a tendência anterior observada, fechando com uma média de dívida bruta dividida pelo ativo total em 9,86%. A variabilidade da média sofreu uma leve queda neste ano, passando a 12,78. Companhias praticamente livres de capital de terceiros continuaram figurando no setor. O patamar da dívida do setor em 2010 manteve-se estável, com suave redução para 8,61, bem como pequeno decréscimo de desvio padrão, que foi de 10,97. Embalado pelos investimentos realizados em virtude do pré-sal a partir do primeiro semestre de 2011, o setor passou por um processo de endividamento, que chegou ao dobro do montante verificado nos períodos anteriores, alcançando uma média de 17,58%. Observou-se, além disso, que as companhias integrantes do setor que apresentaram-se praticamente isentas de endividamento em 2010, alavancaram-se financeiramente em 2011, embora a baixos patamares. Em contrapartida, as companhias que já apresentavam anteriormente endividamento, aproveitaram o cenário econômico nacional com os juros em queda para explorar a captação de recursos de terceiros. Embora o incremento da dívida bruta frente ao ativo total no setor Petrolífero ocorrido em 2011, a média no período em estudo manteve-se baixa, fixando-se em 10,67. O desvio padrão também pode ser considerado pequeno, uma vez que foi de 3,91.

Por sua vez, o indicador da dívida bruta frente ao patrimônio líquido, apresentou um cenário de endividamento médio, proporcional ao do índice anteriormente analisado. Não obstante, obviamente com números maiores, uma vez que a relação da dívida agora é comparada ao patrimônio líquido, que para as empresas solventes representa apenas uma parte do ativo total. O desvio padrão deste indicador, por sua vez, não apresenta uma relação direta de proporcionalidade ao do primeiramente estudado para o setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis. No ano de 2007, o endividamento médio das companhias integrantes deste segmento da economia brasileira, foi de 22,00%. Contudo, a variabilidade da média do índice, conforme mencionado, mostrou uma maior heterogeneidade, fixando-se em 36,55. Em 2008, o endividamento médio face ao patrimônio líquido decresceu para 18,67%, demonstrando uma ligeira redução na dependência do endividamento se comparada ao capital próprio. O desvio padrão teve também redução, com o valor de 32,78. O ano de 2009, marcado pelas incorporações ocorridas intra setor, trouxe uma média superior aos períodos anteriores, de 25,70%. O desvio padrão, de 49,52, assim como a média, teve variação positiva. Infere-se então uma variação considerada elevada dentro do setor, chegando a quase 200% do valor absoluto da média. O ano de 2010, por sua vez, registra queda no endividamento para 19,56%, retornando ao patamar dos dois primeiros anos da análise. A variabilidade da média segue a tendência, fixando-se em um valor praticamente igual ao de 2005, de 32,33. Conforme predição de ampliação da dívida bruta face ao patrimônio líquido possibilitada pela análise do indicador da dívida bruta sobre o ativo total, tem-se um valor da média do índice em estudo de 56,43, ou seja, mais do que o dobro verificado em qualquer um dos demais anos da análise. O desvio padrão também cresceu consideravelmente, ficando em 94,76. Essa elevada variação é explicada tanto por companhias que mantiveram a política de endividamento próximo a zero quando pela decisão da gestão de outras companhias em aumentar consideravelmente o nível da dívida bruta face ao capital próprio, num cenário

atrativo de juros e necessidade de investimentos. Esta combinação surtiu exatamente o efeito de aumento do desvio padrão.

O índice de endividamento geral do setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis tem sua interpretação próxima aos valores apresentados pelo índice de dívida bruta pelo ativo total. Os anos de 2007 e 2008 apresentaram médias de exigibilidades bem próximas, 30,40 e 28,11, respectivamente. Pode-se inferir que a cerca de cada 10 Reais aplicados no setor, 3 Reais não são de propriedade das companhias que o compõe. O desvio padrão, da mesma forma, 27,87 e 28,02, respectivamente, para o biênio analisado, mostra pouquíssima diferenciação na estrutura de capital do setor no ano de 2004 em comparação ao imediatamente seguinte. No biênio 2009 - 2010, as exigibilidades sofrem uma pequena adição, passando à média de 32,23%, e 34,16%. A variabilidade também aumenta, chegando a mais de 100% do valor absoluto da média, 39,52 e 40,76, respectivamente. Por sua vez, 2011 apresenta uma elevação moderada na média das exigibilidades frente ao ativo total no setor Petrolífero, ultrapassando em 2,46 pontos percentuais a faixa de 40%. O desvio padrão, de 30,26, diminui em relação ao valor dos dois anos imediatamente anteriores, fixando-se em valores absolutos próximos aos do primeiro biênio da análise. Contudo, proporcionalmente, é o ano de menor variabilidade da média dentre os períodos compreendidos no trabalho. Os exames deste indicador durante os cinco anos estudados, permitem a inferência de uma estrutura de capital definida no setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, de cerca de um terço de exigibilidades em relação ao passivo incrementado do patrimônio líquido.

A relação de capital de terceiros pelo patrimônio líquido é capaz de revelar o nível de endividamento frente ao capital próprio. Através da análise deste indicador para o setor de

Petróleo, Gás e Biocombustíveis, no ano de 2007, é possível observar através da média de 62,89%, que o montante das exigibilidades é superior à metade do valor total do patrimônio líquido no setor. Todavia, o alto desvio padrão, de 95,02, é provocado por algumas companhias com exigibilidades frente ao patrimônio líquido, próximas de zero, outras com as exigibilidades superiores a mais do que o dobro do patrimônio líquido e ainda companhias com patrimônio a descoberto. O indicador praticamente não sofreu alterações no ano seguinte. A média do setor foi de 69,54%. O desvio padrão sofreu significativo incremento, passando a 120,80, contudo justificado pelos mesmos fatores observados no ano de 2008. O exame do resultado obtido em 2009 é diferente do verificado no primeiro biênio do estudo do índice. Sua média cai pela metade, fixando-se em 35,33%. A variabilidade da média permanece alta, alcançando 129,89. Os motivos deste alto desvio padrão são os mesmos já levantados para os dois primeiros anos do estudo, e são válidos também para o ano de 2010. Por sua vez, 2010 acompanha a tendência do indicador tanto no que diz respeito à média, que se situou em 32,11%, tanto em relação ao desvio padrão, fixado em 104,81. No ano de 2011 ocorre um acréscimo próximo ao triplo do valor da média do exigível dividida pelo patrimônio líquido, verificado no biênio imediatamente anterior. O valor fixou-se em 98,02%. O desvio padrão, de 121,24, permanece alto, porém proporcionalmente inferior ao dos apresentados nos outros quatro anos do trabalho, que chegou a ser superior a 300% do valor absoluto da média. Embora superior a 100%, em 2011 não se observa nenhuma companhia integrante do setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis com resultado de exigibilidades frente ao capital próprio, próximas de zero. Outro fator relevante é o crescimento considerável nas exigibilidades das companhias, provocado pela necessidade de expansão das companhias integrantes do setor e ao cenário favorável para investimentos, com a descoberta do pré-sal em 2007. A análise global do índice possibilita o entendimento de que as exigibilidades no setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis são de aproximadamente 60% do montante do patrimônio líquido. A

variabilidade da média, que pode ser considerada similar em relação aos dois primeiros anos do estudo, bem como em relação ao biênio 2009-2010, situou-se em 27,07%. Número este que pode ser considerado elevado. Outrossim, as incorporações de companhias petrolíferas por outras ocorridas em 2009 e a corrida por capital para investimento, justificam esta variação.

5 – CONSIDERAÇÕES FINAIS

A partir da análise realizada do setor de Siderurgia e Metalurgia, pode-se concluir que este setor apresentou um baixo índice de endividamento no período analisado, cuja média é de 27% sobre o ativo total. Isto significa que as empresas deste setor utilizaram mais capital próprio do que capital de terceiros para financiar suas operações e seus investimentos nos últimos cinco anos. Esta constatação contribui para validar a Teoria da Hierarquização das Fontes de Financiamento que afirma que as empresas preferem se financiar mais por capital próprio e menos por meio de endividamento e emissão de novas ações.

Além disso, o desvio padrão do índice de endividamento sobre o ativo total do setor de Siderurgia e Metalurgia foi de apenas 3,60 para o período analisado. Este número indica que o segmento não apresentou grandes alterações no nível de endividamento durante os cinco anos da pesquisa. Neste caso, verifica-se uma tendência do setor em manter um equilíbrio na sua estrutura de capital ao longo do período pesquisado. Não se pode afirmar com certeza que este seja o melhor nível de endividamento, mas indica que podem existir razões próprias do setor que justificam essa tendência.

Por ser um setor tradicional, ou seja, não se trata de uma área que surgiu nas últimas décadas em virtude de novas tecnologias. Também não é um setor de grandes inovações decorrentes de PeD, assim, não demonstra altos riscos para os bancos. Trata-se de um setor em que o maior risco está associado às variações de preços das *commodities*, mas devido ao grande volume de exportação da produção e a exposição das receitas à variação cambial estar praticamente toda *hedgeada*, a princípio poderia se esperar um nível de endividamento médio.

De acordo com a análise efetuada do setor de Comércio, nota-se um índice baixo de endividamento com relação ao ativo total, sendo que a média é de 15% no período analisado. Uma das características deste setor é trabalhar com curtos prazos médios de recebimentos. Tal estratégia se traduz em liquidez de giro, e, conseqüentemente, são observados baixos índices de endividamento. Neste caso, também se verifica uma maior proporção de capital próprio em relação ao capital de terceiros, o que corrobora para a Teoria da Hierarquização das Fontes de Financiamento.

Já o desvio padrão do setor de Comércio é de 4,58, o qual comparado com a média de 15% demonstra uma dispersão considerável. Devido a essa dispersão dos indicadores de endividamento em torno da média, não se pode afirmar que há uma tendência do setor em manter um equilíbrio na sua estrutura de capital no período analisado. Provavelmente essa dispersão está relacionada à própria heterogeneidade das empresas que compõem o setor, incluindo desde multinacionais do ramo têxtil, passando por grandes redes de eletrodomésticos, produtos farmacêuticos e alcançando até companhias voltadas exclusivamente para o segmento de comércio eletrônico de produtos diversos.

Por sua vez, o setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis também apresentou um baixo índice de endividamento com relação ao ativo total, cuja média do setor é de 10% no período analisado. Este setor apresenta baixo risco e alto retorno devido ao negócio que opera. As taxas de juros de empréstimos para empresas deste tipo tendem a ser mais baixas, fator este gerador de estímulo ao endividamento. Entretanto, empresas lucrativas não necessitam tanto de capital de terceiros, o que está relacionado à preferência por utilizar mais capital próprio ao

invés de dívidas. Nesse caso, também é válida a Teoria da Hierarquização das Fontes de Financiamento.

Sobre a análise do desvio padrão deste setor que é de 3,91, pode-se concluir que há pouca variabilidade da média do índice de endividamento deste setor ao longo do período considerado. Isso indica que, durante os últimos cinco anos, houve uma tendência do setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, de manter um equilíbrio na sua estrutura de capital, ou seja, não apresentou grandes variações no seu percentual de endividamento com relação ao ativo total. Todavia, não se pode afirmar que o índice de 10% corresponde à melhor porcentagem de endividamento, que em outras palavras seria sua estrutura ótima de capital.

Isso se deve à dificuldade de se mensurar os custos e benefícios de diferentes índices de endividamento e o conseqüente impacto deles na lucratividade da empresa. Apesar dessa dificuldade que limita afirmações baseadas em análises quantitativas, pode-se inferir que as empresas buscam manter em alguns casos a melhor estrutura de capital de acordo com as características do seu setor, porém em outros, esta definição é estabelecida de acordo à sua posição no mercado.

Tal fato é claramente evidenciado pelo comportamento da Petrobrás, a maior Companhia brasileira, que, na análise, tem peso equivalente para tabulação dos dados às mais de 10 companhias do setor. Em dissonância às demais, sua estrutura de capital e comportamento em relação à emissão de ações é bastante variada. Em termos de ativos e lucratividade, a empresa representa mais do que o dobro do somatório acumulado das demais. Contudo, nota-se para esta empresa, um endividamento bruto próximo de 30%, contra cerca de 10% da média do

setor, puxada para cima com a sua interferência. A companhia também tem emitido novas ações no mercado. Inclusive, a oferta pública mais importante do ano de 2010, no mundo, foi a da estatal brasileira. Em dólares, o valor captado chegou a 70 bilhões (120 bilhões de Reais) e supera o total de recursos captados por ofertas iniciais registradas em todos os países do mundo, com exceção da China, que sozinha gerou recursos de 117,9 bilhões de dólares na bolsa em 442 emissões acionárias. E por que a Petrobras necessita de capitalização? A companhia necessita de mais dinheiro desde o início das operações no pré-sal em 2010 para investimento tanto no desenvolvimento de pesquisa e tecnologia como na extração em si. Além da necessidade de pagar pelos até 5 bilhões de barris em reservas que a União lhe cederá.

A título de sugestão, outros estudos, com abordagens distintas deste, elucidariam sob óticas diversas a estrutura de capital dos diferentes setores existentes na economia. Seria de grande utilidade a preparação de um trabalho englobando os mesmos setores deste, porém com a amostra formada através de companhias que negociam suas ações em importantes bolsas de valores do exterior. Outra interessante indicação de estudo seria a utilização de diferentes mecanismos de compreensão da estrutura de capital citados neste trabalho, porém não utilizados nas conclusões obtidas acerca da análise dos dados, como expectativa de crescimento. Ou mesmo à luz de outras teorias, como a Teoria da Agência, de Jensen e Meckling (1978). Por fim, seria válida a elaboração de um estudo focado em características apresentadas por determinadas companhias do mercado, como a lucratividade, uma vez que, empresas com mais lucros retidos, necessitariam, em primeira análise, de menos recursos de terceiros para financiar seus projetos. Ou, em contrapartida, uma pesquisa formada por empresas que apresentam maiores níveis de tangibilidade. Pois, empresas com elevado volume de ativos permanentes, tenderiam, a princípio, a se endividar mais, devido à

prerrogativa de maiores possibilidades de concessão de garantias ao risco nas operações de obtenção de crédito frente às instituições financeiras, o que garantiria taxas reduzidas e maior flexibilidade na negociação.

6 – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANDERSON, D. R. *Estatística Aplicada à Administração e Economia*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.
- ASSAF NETO, Alexandre. *Estrutura e Análise de Balanços: Um Enfoque Econômico-Financeiro*. São Paulo: Atlas, 5. ed., 2000.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. *Princípios de Finanças Empresariais*. 3^a ed. Portugal: McGraw-Hill, 1984.
- BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, Michael C. *Administração Financeira: Teoria e Prática*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.
- BRYMAN, A., *Research Methods and Organization Studies*. Londres: Unwyn Hyman, 1989.
- DeANGELO. H.; MASULIS, R. Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, março 1980.
- GIL, A. C. *Como Elaborar Projetos de Pesquisa*. 4^a ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- GOMES, G. L.; LEAL, R. P. C. *Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras com Ações Negociadas em Bolsa de Valores*. In: LEAL, R.; COSTA JR., N e LEMGRUBER, E. *Finanças Corporativas*. São Paulo: Atlas, 2001.
- GRINBLATT, M.; TITMAN, S. *Mercados Financeiros e Estratégia Corporativa*. 2^a ed. São Paulo: Bookman, 2005.

IQUIAPAZA, R.; AMARAL, H.; ARAÚJO, M. Testando as Previsões da Pecking Order Theory no Financiamento das Empresas Brasileiras: Uma Nova Metodologia. *Revista de Administração Mackenzie*, vol. 9, n. 3, p. 157-183, 2008.

JENSEN, M. C., Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance Takeovers. *American Economic Review*, v. 76, 1986.

JENSEN, M. C., MECKLING, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, 1976.

KERLINGER, Fred N. *Metodologia de Pesquisa em Ciências Sociais – Um Tratamento Conceitual*. São Paulo: E.P.U., 1980.

KIM, E. H. A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity. *Journal of Finance*, v.33, n.1, March 1978.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M.. *Metodologia Científica*. 3^a ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MILONE, G. *Estatística Geral e Aplicada*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2004.

MYERS, S. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, v.39, n.3, July 1984.

PEROBELLI, F.; FAMÁ, R. Determinantes da Estrutura de Capital: Aplicação a Empresas de Capital Aberto Brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, v.37, n.3, Jul./Set., 2002.

PEROBELLI, F., SILVEIRA, A. M. e BARROS, L. A. B. C. Fatores Determinantes da Estrutura de Capital: Novas Evidências no Brasil. *Anais do 5º Encontro Brasileiro de Finanças da SBFIN*, São Paulo, 2005.

PROCIANOY, J. L. SCHNORRENBURGER, A. A Influência da Estrutura de Controle nas Decisões de Estrutura de Capital das Companhias Brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, vol.58, n.1, p.122-146, 2004.

ROESCH, S. M. A, *Projetos de Estágio e de Pesquisa em Administração*, 2ª edição, São Paulo: Atlas, 1999.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W. e JAFFE, J. F. *Administração Financeira*. São Paulo: Atlas, 1995.

SELLTIZ, C. *Métodos de Pesquisa nas Relações Sociais*. São Paulo: Herder, 1967.

STICKNEY, C.P.; WEIL, R. L. *Contabilidade Financeira: Uma Introdução aos Conceitos, Métodos e Usos*. São Paulo: Atlas, 2001.