

INVESTIMENTO, LUCRATIVIDADE E ENDIVIDAMENTO: O QUE FINANCIOU O CRESCIMENTO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS NO PERÍODO PÓS PLANO REAL?

Alexandre Majola Gava¹

Rua Eugênio Valduga, 394

CEP: 95700-000 Bento Gonçalves/RS Brasil

E-mail: ale.gava@terra.com.br

Kelmara Mendes Vieira²

Felipe de Oliveira, 154 apto 301

CEP: 97015-250 Santa Maria/RS Brasil

E-mail: kmvieira@ea.ufrgs.br; kelmara@brturbo.com.br

¹ Centro de Ensino Superior de Farroupilha - CESF

Dpto. de Administração

CEP: 95180-000 Farroupilha/RS Brasil

² Universidade Federal de Santa Maria - UFSM

Departamento de Ciências Administrativas

CEP: 97015-372 Santa Maria/RS Brasil

Programa hospedeiro:

Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS

Escola de administração – PPGA

CEP: 90010-460 Porto Alegre/RS Brasil

Resumo:

A estrutura de capital de uma empresa é um dos fatores primordiais que influenciam os seus projetos de investimento, sendo estes últimos os verdadeiros impulsionadores da expansão econômica de um país. Neste contexto, o objetivo deste trabalho é analisar as decisões de investimento e financiamento efetuadas nas empresas brasileiras no período pós Plano Real, visando identificar os tipos e montantes de aplicações de recursos, bem como as fontes que foram buscadas para supri-las. Para tanto, foram analisadas as demonstrações financeiras das empresas com ações listadas na Bovespa entre 1995 e 2002, tanto em termos globais quanto em segmentações setoriais, a partir de tabelas ANOVA. Os resultados sugerem que as empresas brasileiras investiram, em média, menos do que os índices inflacionários do período, sendo este crescimento não direcionado para ativos fixos. Há indicação de que existem grandes dificuldades para suprir estes investimentos com autofinanciamento ou com fontes externas de recursos, tais como emissões de ações ou dívida, sendo utilizados preferencialmente para tanto passivos não-onerosos de curto e longo prazo. Finalmente, houve diferenças estatisticamente significativas para o endividamento entre os setores pesquisados, o que é coerente com evidências internacionais a este respeito.

Palavras-chave: Decisões de investimento; fontes de financiamento; estrutura de capital.

INVESTIMENTO, LUCRATIVIDADE E ENDIVIDAMENTO: O QUE FINANCIOU O CRESCIMENTO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS NO PERÍODO PÓS PLANO REAL?

Introdução:

Todas as organizações exercem suas atividades em busca do alcance de suas metas. Especialmente em se tratando de organizações com fins lucrativos, essas atividades implicam necessariamente na realização de investimentos, de modo que as mesmas possam estar preparadas para participar de um mercado competitivo.

Logicamente, para cada investimento efetuado, deve haver uma necessária contrapartida em termos de financiamento destes ativos. A forma como estes ativos são financiados (por diferentes investidores) resulta na estrutura de capital da empresa.

Segundo Copeland e Weston (1988), cada categoria de investidor da firma¹ enfrenta um tipo diferente de risco, e por isso exige um retorno também diferenciado. As características dos tipos de financiamento², bem como as suas possivelmente diferentes exigências em termos de retorno, geram uma das mais importantes questões em finanças: existe uma estrutura que otimize o valor da empresa? Em outras palavras, há uma combinação ideal de financiamento que maximize o valor da firma?

Por outro lado, é consenso entre os estudiosos da teoria financeira que, sendo um dos mais importantes aspectos da matéria, a questão da estrutura de capital está longe ainda de ser completamente entendida. Visando fazer frente a esta situação, nos últimos anos um número crescente de estudos vem tentando abordar o problema através de um ângulo mais abrangente, ou seja, procurando estudar o problema através da inter-relação entre as decisões de financiamento e investimento.

O presente estudo situa-se neste contexto, ao investigar as decisões de investimento e financiamento das empresas brasileiras no período posterior ao do Plano Real. O comportamento dos ativos e passivos das grandes empresas brasileiras é analisado tanto em termos monetários como em termos de participação relativa. Os subgrupos do Passivo Total são decompostos em três grandes contas permitindo uma avaliação da capacidade de obtenção de financiamentos e de emissão de títulos. Além disso, para avaliar a influência do setor de atividade sobre as decisões de financiamento, aplica-se a Análise de Variância de um fator.

O trabalho está estruturado da seguinte maneira. Nos dois tópicos seguintes são abordadas as evidências empíricas divididas em dois grandes eixos, teorias sobre estrutura de capital e decisões de investimento e financiamento. A seguir, no tópico 4 é descrito o método. Os resultados e suas respectivas discussões são abordados no quinto item enquanto o tópico 6 destina-se às conclusões.

1. Aspectos Teóricos:

Modigliani e Miller (1958) foram pesquisadores pioneiros nesta área. Segundo sua famosa Proposição I, o valor de mercado de uma empresa é independente da sua estrutura de capital. Para fazer esta afirmação, os autores criaram um mundo hipotético, livre de imperfeições, e inclusive de impostos³. Neste mundo, não há diferença no valor da empresa que possa ser gerada por diferentes estratégias de financiamento, pois qualquer violação neste sentido geraria oportunidades de arbitragem. Por outro lado, ao se incluir no modelo a existência de impostos, a empresa que apresenta endividamento passa a ter uma vantagem fiscal sobre a que não o possui

– o abatimento de imposto a pagar em função dos juros sobre empréstimos devidos a terceiros. Matematicamente, conforme Copeland e Weston (1988):

$$V^L = V^U + t_C B$$

Equação 1

onde:

V^L = valor da empresa com endividamento;

V^U = valor da empresa sem endividamento;

t_C = alíquota de imposto de renda sobre o lucro;

B = valor de mercado do endividamento da empresa.

Miller (1977) estendeu o modelo para permitir a existência de taxas corporativas e também pessoais. Ao considerar o fato de que as taxas pessoais são maiores para títulos de dívida do que para ações, inclusive pelo fato de que ganhos de capital podem ser indefinidamente deferidos, o autor propõe que os ganhos de alavancagem seriam menores do que inicialmente se supunha, ou seja, menores do que $t_C B$ (o escudo fiscal, ou *tax shield*). Por outro lado, a existência de um excessivo endividamento poderia levar a empresa à situação de falência. Desta forma, a estrutura de capital das empresas poderia ser explicada por uma contraposição entre ganhos de alavancagem e custos de uma possível falência, que estão associados ao incremento de endividamento da empresa. Este fato sugere uma irrelevância da estrutura de capital, pois possíveis ganhos de alavancagem seriam compensados por aumentos no custo de capital próprio, fazendo com que o custo médio ponderado de capital da empresa (doravante WACC) mantivesse-se inalterado independentemente do nível de endividamento adotado.

Por outro lado, outra corrente de pesquisa afirma que existe um ponto ótimo na estrutura de capital da empresa que minimize o WACC e conseqüentemente maximize a riqueza dos seus proprietários. Num trabalho neste sentido, Deangelo e Masulis (1980) propuseram um modelo considerando a existência de outros tipos de escudos fiscais, tais como a depreciação, chegando à conclusão de que há uma estrutura ótima de capital única para cada empresa. Isso porque, segundo os autores, há uma grande versatilidade na escolha da empresa na montagem da sua estrutura de capital, em termos de vantagens advindas de escudos fiscais. Ainda neste sentido, Altman (1984) analisou⁴ 19 falências no período entre 1970 e 1978, encontrando evidências de que os custos a elas associados são suficientemente grandes para poderem justificar uma teoria que os contraponha aos ganhos gerados pela alavancagem.

Examinando a questão através de uma ótica diversa das anteriores, Myers (1984) afirma que os administradores financeiros preferem usar como financiamento, pela ordem: lucros retidos, endividamento e emissão de novas ações⁵. Neste caso, não há uma busca de estrutura ideal de capital, fato confirmado, segundo o autor, por inúmeras pesquisas. Uma possível interpretação para o fato seria a “assimetria de informação”: os investidores têm menos informações sobre a empresa do que seus gestores; assim, emissões de novas ações seriam interpretadas pelo mercado como um sinal negativo (a administração acredita que a ação está supervalorizada). Na emissão de dívida, ocorre o raciocínio contrário, com os investidores pensando que a administração acredita que a ação está subvalorizada.

Numa outra perspectiva, afirmam Copeland e Weston (1988) que mesmo antes da existência de impostos sobre o lucro as empresas do mercado norte-americano já utilizavam dívida em suas estruturas de capital, e que as regularidades existentes hoje em termos de alavancagem entre os diferentes setores da economia (*cross-sectional*) já existiam naquela época. Esses fatos sugerem que pode haver outras causas para a explicação da estrutura de capital das empresas. Uma dessas

possíveis explicações seria a teoria da agência, sugerida originalmente por Jensen e Meckling (1976). Segundo eles, a distribuição do fluxo de caixa gerado pela empresa não é independente da sua estrutura de capital, e que este fato poderia auxiliar a explicar a estrutura de capital apresentada pelas empresas. Há, assim, custos de agência⁶ associados aos títulos de dívida e de propriedade. No entanto, afirmam os autores que, a princípio, o custo de agência associado a novas emissões de títulos de propriedade seria muito baixo, o que não seria verdade para títulos de dívida. Desta forma, uma possível explicação para a estrutura de capital das empresas seria a busca de um ponto ótimo entre a contraposição das vantagens do endividamento (escudo fiscal) e de seus custos de agência associados.

A partir destes eixos teóricos principais, desenvolveram-se inúmeros trabalhos tentando explicar a estrutura de capital, cuja descrição detalhada foge aos objetivos do presente artigo. A próxima seção evidenciará alguns trabalhos que procuraram elucidar a questão através do exame conjunto das decisões de investimento e financiamento por parte das empresas.

2. As Decisões de Investimento e Financiamento:

Analisando o mercado de ações alemão entre 1967 e 1991, a partir de uma amostra média de 400 empresas, Nowak (1998) efetuou regressões *cross-sectional* (numa metodologia originalmente sugerida por Fama e Macbeth) sobre *proxies* representativas da lucratividade, alavancagem, expectativa de investimento e política de dividendos, tendo como variável dependente o valor de mercado da empresa. O autor reportou relação positiva entre alavancagem, lucratividade e investimentos, concluindo que as firmas investem mais quando há crescimento na lucratividade, mas financiando parte deste investimento com dívida.

Segundo Fama e French (1998), existe uma correlação positiva e significativa entre dívida de longo prazo (0,79) e de curto prazo (0,70) e a realização de investimentos por parte das empresas. Os autores chegaram a esta conclusão analisando o período de 1950 até 1996, reportando ainda que o custo médio do investimento (10,72%) é inferior ao retorno médio apresentado (12,11%), sendo que 66% do financiamento médio do período é proveniente de capital próprio, 25% de dívida de longo prazo, 6,5% de dívida de curto prazo e 2,5% de ações preferenciais.

Ainda conforme Fama e French (1998), a dinâmica da relação investimento-financiamento pode ser descrita a partir da seguinte equação:

$$Y_t + Dp_t + dS_t + dLTD_t + dSTD_t = I_t + Int_t + Div_t \quad \text{Equação 2}$$

onde:

Y_t é o lucro antes dos juros e após impostos;

Dp_t é a depreciação;

dS_t é o fluxo líquido proveniente de emissões e recompras de ações ordinárias e preferenciais;

$dLTD_t$ é o fluxo líquido proveniente de emissões e resgates de dívida de longo prazo;

$dSTD_t$ é o fluxo líquido proveniente de emissões e resgates de dívida de curto prazo;

I_t é o investimento bruto;

Int_t é o pagamento de juros;

Div_t é o pagamento de dividendos.

Através de suas análises, Fama e French (1998) afirmam que o investimento médio das empresas no período situa-se muito próximo da geração de caixa das mesmas. Contudo, como há pagamentos substanciais de dividendos aos acionistas no período, houve necessidade de financiamento externo como fonte de recursos, sendo que a fonte preferencial para tanto (com cerca de 57% de representatividade) revelou-se o endividamento de longo prazo. A emissão de ações ordinárias e preferenciais respondeu por cerca de 26% das novas fontes de recursos, sendo o restante (17%) coberto por endividamento de curto prazo. Contudo, cabe ressaltar que os fundos gerados internamente responderam por cerca de 70% da necessidade de recursos para investimento, sendo o restante coberto por dívida de longo prazo (17%), dívida de curto prazo (5%) e novas emissões de ações ordinárias e preferenciais (8%).

Conclusões diversas foram atingidas no trabalho de Frank e Goyal (2003), que se basearam numa amostra de 768 empresas no período compreendido entre 1971 e 1998, com dados deflacionados para 1992. A metodologia procurou determinar, anualmente, qual era o déficit de financiamento por parte das empresas, levando em consideração a diferença entre o nível de investimento, o pagamento de dividendos, variações no capital de giro e o fluxo de caixa gerado. Os autores procuraram então a forma que as empresas utilizaram para financiar estas necessidades adicionais de recursos, através do uso de análises de correlação e regressões múltiplas. Contrariamente ao esperado pela teoria de *pecking order*, a emissão de ações foi mais usada do que a de dívida para a cobertura das faltas de recursos reportadas. Contudo, importa ressaltar que este trabalho baseou-se na pesquisa originalmente sugerida por Shyam-Sunder e Myers (1999), que concluíram que os déficits de recursos das empresas de sua amostra eram explicados muito mais por emissões de dívida do que de ações, o que segundo os autores seria uma evidência favorável ao *pecking order*.

Para finalizar, conforme Cordes e Sheffrin (1983), há diferenças significativas entre níveis de endividamento para diferentes empresas em função do setor econômico ao qual as mesmas fazem parte, geradas por diferenças tributárias e também pelos variáveis níveis de investimento que são necessários.

3. Método:

Uma primeira decisão a ser tomada quanto ao método de pesquisa diz respeito ao período de estudo. Existem evidências de que no Brasil a inflação é negativamente relacionada aos níveis de alavancagem praticados pelas firmas, como enfatizam Soares e Procianny (2000) ao pesquisar o comportamento da estrutura de capital das empresas no período pré e pós Plano Real. Visando amenizar eventuais distorções neste sentido, optou-se por trabalhar apenas com o período pós Real, ou seja, de janeiro de 1995 a dezembro de 2002. São estudadas as empresas com ações listadas na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa - por serem, em tese, estas as empresas brasileiras que teriam maior acesso a fontes de financiamento, principalmente no que se refere à emissão de ações e títulos de dívida. Os dados foram obtidos a partir do ECONOMÁTICA, com periodicidade trimestral, para que se forme uma série histórica mais consistente. São utilizadas demonstrações financeiras não consolidadas e os dados não são inflacionados.

A amostra final corresponde a 303 empresas. Devido à dificuldade de obtenção dos valores de mercado, principalmente para as dívidas, bem como para acompanhar os métodos dos trabalhos citados na seção anterior, foram coletados dados do Balanço Patrimonial Trimestral para o período estipulado. Portanto, a avaliação é realizada a partir dos valores contábeis.

Na primeira etapa da pesquisa busca-se avaliar o comportamento médio dos ativos das empresas brasileiras. Para tanto foram coletados dados referentes às contas de Ativo Total (doravante AT); Ativo Circulante (doravante AC); Ativo Permanente (doravante AP) e Ativo Imobilizado

(doravante AI) ao longo do período analisado. São calculadas as médias em valores monetários para avaliar a existência ou não de crescimento dos ativos, ou seja, se as empresas estão, em média, realizando investimentos. Além disso, são calculadas as médias da participação dos subgrupos do ativo em relação ao ativo total. Por exemplo, para a participação do Ativo Circulante em cada um dos períodos estudados, tem-se:

$$\sum_{i=1}^n \frac{AC_i}{AT_i}$$

Equação 3

onde:

AC_i = Valor financeiro do Ativo Circulante da empresa i no trimestre;

AT_i =Valor financeiro do Ativo total da empresa i no trimestre;

n= número de empresas com dados no trimestre.

Para verificar a composição e o comportamento das fontes de recursos utilizados para financiar a estrutura de ativos, utiliza-se das mesmas ferramentas apresentadas anteriormente, mas aplicadas às seguintes contas: Passivo Circulante (doravante PC); Passivo Exigível a Longo Prazo (doravante ELP); Resultados de Exercícios Futuros (doravante REF) e Patrimônio Líquido (doravante PL). Nesta etapa, o objetivo é identificar a distribuição das fontes de financiamento quanto a capital próprio e de terceiros; onerosos e não onerosos e, de curto e longo prazos. Além disso busca-se avaliar se ao longo do período estudado estas distribuições sofrem alterações ou se mantém relativamente estáveis.

Numa segunda etapa, busca-se avaliar mais detalhadamente a composição dos subgrupos do Passivo Total (doravante PT), através da sua decomposição em contas que permitam visualizar principalmente a capacidade de utilização de financiamentos e de emissão de títulos. Para tanto, o subgrupo Passivo Circulante foi dividido em três grandes contas: Financiamento de Curto Prazo (doravante FCP), Debêntures de Curto Prazo (doravante DCP) e Outros de Curto Prazo (doravante OCP). O mesmo critério foi utilizado para a divisão do subgrupo Exigível de Longo Prazo. Para identificar a capacidade de autofinanciamento, extrai-se do subgrupo Patrimônio Líquido a conta Lucros Acumulados e as contas de Reserva⁷. E ainda, para identificar o aporte de recursos via emissão de ações, busca-se nas Demonstrações de Origens e Aplicações de Recursos, os valores correspondentes à Integralização de Capital (doravante IC).

Cada uma das contas é avaliada em relação a sua participação no subgrupo correspondente. Por exemplo, para o Financiamento de Curto Prazo, tem-se:

$$\sum_{i=1}^n \frac{FCP_i}{PC_i}$$

Equação 4

onde:

FCP_i = Valor financeiro do Financiamento de Curto Prazo da empresa i no trimestre;

PC_i =Valor financeiro do Passivo Circulante da empresa i no trimestre;

n= número de empresas com dados no trimestre.

Ainda nesta etapa, busca-se identificar a participação de cada uma das fontes de financiamento estudadas no total das fontes de financiamento. Por exemplo, a participação da conta Financiamento de Curto Prazo é dada pelo quociente entre a soma do FCP de todas as empresas e a soma de todas as fontes de financiamento estudadas (FCP, FLP, DCP, DLP, OCP, OLP, LA e IC).

Finalmente, para levar em conta as evidências empíricas de que o setor de atividade influencia a estrutura de capital das empresas, aplica-se a Análise de Variância de um fator para comparar as médias aritméticas dos grupos de empresas formados segundo o setor de atividade. A Análise de Variância divide a variação total das medidas em variações que podem ser atribuídas a diferenças entre os grupos e variações inerentes aos grupos. As hipóteses de teste são:

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_c$$

$$H_1 : \text{nem todas as } \mu_j \text{ são iguais}$$

$$\text{onde } j = 1, 2, \dots, c$$

A estatística de teste pode ser resumida na Tabela1:

Tabela 1 - ANOVA

Fonte	Soma dos Quadrados	Graus de Liberdade	Quadrados Médios	F
Entre Grupos	SQE	c-1	MQE=SQE/c-1	F=MQE/MQD
Dentro dos Grupos	SQD	n-c	NQD=SQD/n-c	
Total	SQT	n-1		

Adaptado de Levine, Berenson, Stephan (2000)

onde:

$$SQE = \sum_{j=1}^c n_j (\bar{X}_j - \bar{\bar{X}})^2 ; SQD = \sum_{j=1}^c \sum_{i=1}^{n_j} (X_{ij} - \bar{X}_j)^2 ; SQT = \sum_{j=1}^c \sum_{i=1}^{n_j} (X_{ij} - \bar{\bar{X}})^2 ;$$

c = número de grupos;

n_j = número de observações no grupo j;

n = número total de observações de todos os grupos;

$\bar{X}_j$ = média aritmética do grupo j;

$\bar{\bar{X}}$ = média geral de todas as empresas.

A estatística F segue uma distribuição F, com c-1 e n-c graus de liberdade. Para um dado nível de significância, α , rejeita-se a hipótese nula se a estatística do teste F exceder o valor crítico da distribuição F.

Investimento, lucratividade e endividamento:
O que financiou o crescimento das empresas brasileiras no período pós plano real?

Seguindo a classificação adotada pela Econometria, a amostra será dividida em 18 grupos, cada um representando um determinado setor de atividade. Aplica-se a análise de variância para cada um dos grupos do passivo e para as fontes de financiamento. A aplicação em diversas contas tem por objetivo avaliar se os resultados são independentes da medida de financiamento utilizada.

4. Resultados e Discussões:

Inicialmente, serão abordadas as questões relativas às decisões de investimento da empresa. Para tanto, foram calculadas as médias trimestrais em Reais, para os grandes grupos do Ativo como pode-se perceber na Tabela 2:

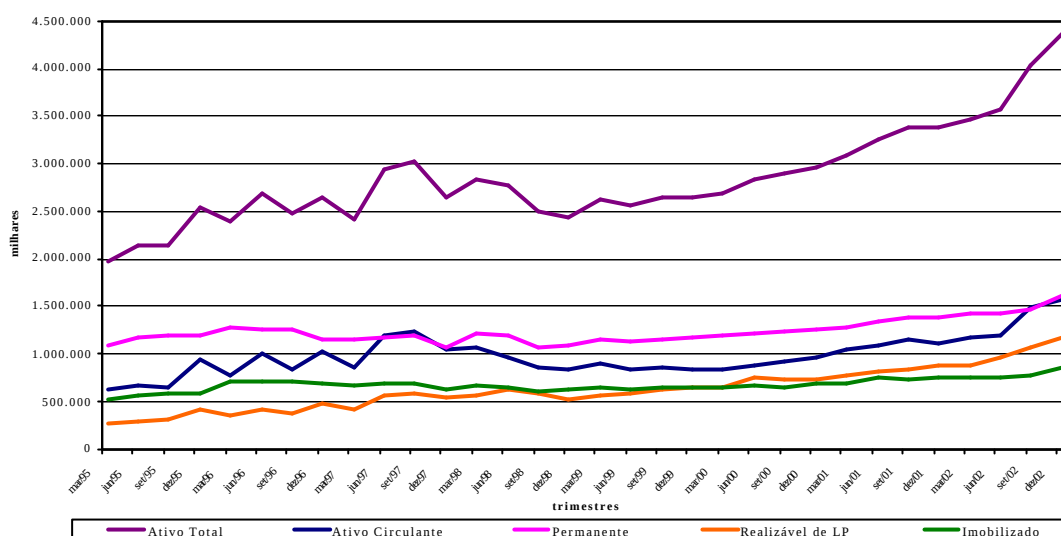
Tabela 2 – Comportamento das principais contas de Ativo

t	Ativo Circulante		Realizável de LP		Permanente		Imobilizado		Ativo Total	
	Milhares	%	Milhares	%	Milhares	%	Milhares	%	Milhares	%
dez-02	1.581.781	42%	1.170.191	33%	1.618.339	16%	848.778	12%	4.370.310	29%
dez-01	1.115.097	16%	878.543	20%	1.394.114	11%	755.129	11%	3.387.755	15%
dez-00	959.612	16%	734.828	14%	1.259.451	7%	681.002	5%	2.953.891	11%
dez-99	825.731	0%	645.957	24%	1.182.084	9%	648.002	5%	2.653.772	9%
dez-98	826.655	-21%	520.714	-3%	1.089.237	2%	614.411	-1%	2.436.606	-8%
dez-97	1.046.930	2%	534.265	14%	1.070.460	-7%	619.310	-9%	2.651.654	0%
dez-96	1.026.674	9%	469.338	13%	1.148.220	-3%	678.136	16%	2.644.232	4%
dez-95	938.465	-	414.257	-	1.183.522	-	582.941	-	2.536.253	-
média	1.040.118	9%	671.012	16%	1.243.178	5%	678.464	6%	2.954.309	9%

Observa-se um crescimento de cerca de 72% do ativo total das empresas no período, enquanto que a inflação, medida pelo IGP-DI, ficou em 123,90%. Esses resultados indicam que o investimento efetuado foi insuficiente para igualar a expansão monetária ocorrida.

O grupo de ARLP foi o que mais cresceu (182,6%), seguido pelo AC (68,6%) e pelo AP (36,8%). Dentre os investimentos realizados, aqueles em ativos fixos foram os menos privilegiados e, como se pode observar, a relação entre AI e AP se manteve relativamente estável durante todo o período (em torno de 50%), o que evidencia a preponderância do grupo AI dentro do AP das empresas.

Uma visão do comportamento de longo prazo das contas pode ser observada no Gráfico 1. Pode-se verificar uma tendência de crescimento no período, principalmente nas contas de ARLP e AC, conforme anteriormente comentado. Nota-se ainda que nos últimos anos esta tendência apresenta um forte processo de aceleração, tanto que, nos dois últimos anos, os investimentos situaram-se ligeiramente acima do índice inflacionário IGP-DI, indicando uma tendência de maior investimento. Entretanto, não se pode dizer que se tratem de investimentos em AP ou AI, uma vez que o AC é quem apresenta maior variação.

Gráfico 1 – Comportamento das Contas de Ativo

A distribuição média dos recursos nas contas do ativo pode ser observada na Tabela 03.

Tabela 3 – Participação dos grupos de contas no AT

t	Ativo Circulante		Realizável de LP		Permanente		Imobilizado	
	AT	Variação	AT	Variação	AT	Variação	AT	Variação
dez-02	0,36	10%	0,27	3%	0,37	-10%	0,19	-13%
dez-01	0,33	1%	0,26	4%	0,41	-3%	0,22	-3%
dez-00	0,32	4%	0,25	2%	0,43	-4%	0,23	-6%
dez-99	0,31	-8%	0,24	14%	0,45	0%	0,24	-3%
dez-98	0,34	-14%	0,21	6%	0,45	11%	0,25	8%
dez-97	0,39	2%	0,20	14%	0,40	-7%	0,23	-9%
dez-96	0,39	5%	0,18	9%	0,43	-7%	0,26	12%
dez-95	0,37	-	0,16	-	0,47	-	0,23	-
média	0,35	0%	0,22	7%	0,43	-3%	0,23	-2%

Em média, o ativo permanente representa 43% do ativo total. Este resultado pode ser influenciado pela composição da amostra que com a retirada das empresas financeiras, passou a apresentar uma concentração no setor industrial, historicamente mais dependente de investimentos em ativos fixos. Em linhas gerais, o AC manteve-se estável, enquanto o ARLP e o AP comportaram-se de maneira oposta, com crescimento para o primeiro grupo e decréscimo para o segundo. Como esperado em função da análise anteriormente efetuada, o AI comportou-se de maneira bastante semelhante ao AP.

Por outro lado, faz-se necessário analisar as decisões de financiamento que permitiram o crescimento reportado anteriormente. Primeiramente, observa-se na Tabela 4 o comportamento médio em valores em Reais das principais contas de Passivo.

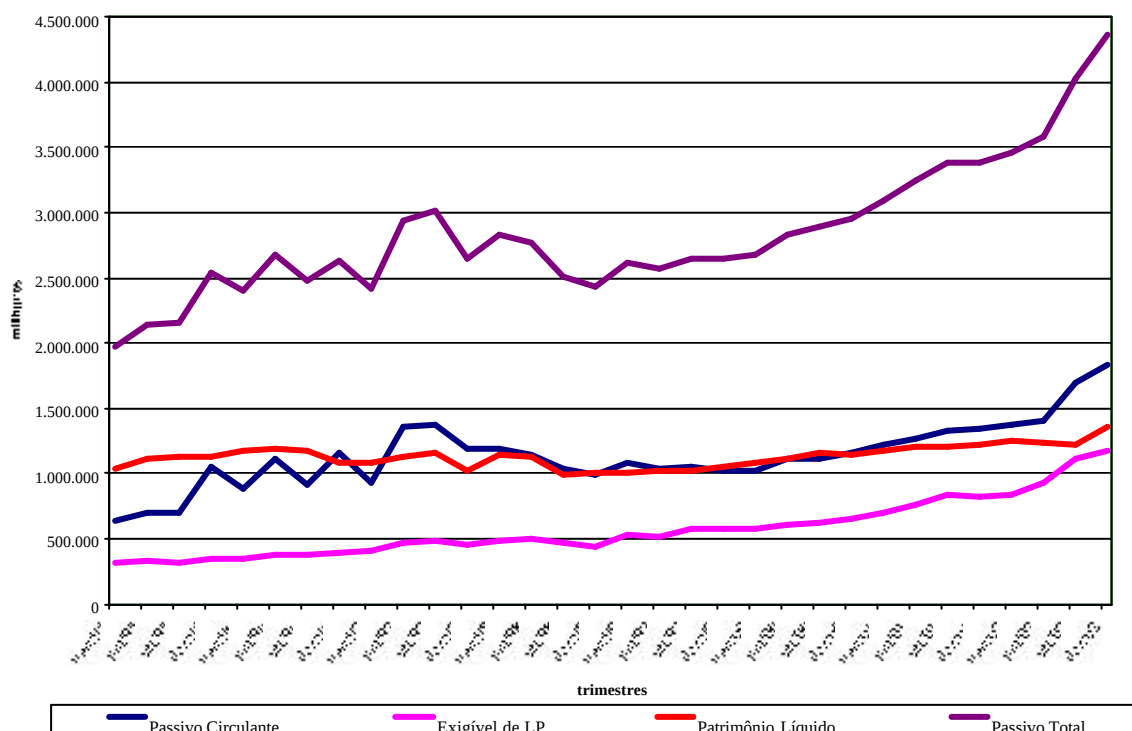
Investimento, lucratividade e endividamento:
O que financiou o crescimento das empresas brasileiras no período pós plano real?

Tabela 4 - Comportamento das principais contas de Passivo

t	Passivo Circulante		Exigível de LP		Resultado Exerc. Fut		Patrimônio Líquido		Passivo Total	
	Milhares	%	Milhares	%	Milhares	%	Milhares	%	Milhares	%
dez-02	1.833.850	36%	1.168.397	41%	1.749	8%	1.366.314	12%	4.370.310	29%
dez-01	1.344.926	16%	826.018	27%	1.614	-55%	1.215.197	6%	3.387.755	15%
dez-00	1.158.843	13%	649.465	13%	3.591	7%	1.141.992	8%	2.953.891	11%
dez-99	1.021.886	3%	575.610	33%	3.366	484%	1.052.909	4%	2.653.772	9%
dez-98	992.783	-16%	431.633	-4%	576	-6%	1.011.614	0%	2.436.606	-8%
dez-97	1.184.502	2%	451.643	13%	615	78%	1.014.897	-6%	2.651.654	0%
dez-96	1.163.029	10%	398.479	15%	345	82%	1.082.379	-4%	2.644.232	4%
dez-95	1.058.684	-	345.489	-	190	-	1.131.892	-	2.536.253	-
média	1.219.813	9%	605.842	20%	1.506	85%	1.127.149	3%	2.954.309	9%

Ao longo de todo o período estudado, as variações nominais nas contas foram: PC (73,3%), PELP (238,6%), REF (820,5%), PL (20,8%) e PT (72,3%). É interessante notar que enquanto o PC apenas acompanhou o crescimento do PT, houve uma estagnação no valor do PL, compensada por um expressivo crescimento do PELP. Este fato evidencia um aumento do endividamento na amostra como um todo. O Gráfico 2 mostra estes fenômenos.

Gráfico 2 – Comportamento das Contas de Passivo



Verifica-se uma tendência de crescimento no PT, acompanhada pelas contas de PC e PELP, sendo que o PC se comporta de maneira muito similar ao PT, inclusive em momentos de maior volatilidade. Enquanto isso se observa uma relativa estabilidade no PL.

A seguir, na Tabela 5, são avaliadas as participações de cada subgrupo no Passivo Total (PT).

Tabela 5 – Participação dos grupos de contas no PT

t	Passivo Circulante		Exigível de LP		Patrimônio Líquido	
	PT	Variação	PT	Variação	PT	Variação
dez-02	0,42	6%	0,27	10%	0,31	-13%
dez-01	0,40	1%	0,24	11%	0,36	-7%
dez-00	0,39	2%	0,22	1%	0,39	-3%
dez-99	0,39	-5%	0,22	22%	0,40	-4%
dez-98	0,41	-9%	0,18	4%	0,42	8%
dez-97	0,45	2%	0,17	13%	0,38	-6%
dez-96	0,44	5%	0,15	11%	0,41	-8%
dez-95	0,42	-	0,14	-	0,45	-
média	0,41	0%	0,20	10%	0,38	-5%

Em virtude de sua pequena representatividade, excluiu-se da Tabela 5 a conta REF, o que torna a soma dos %PT diferente de um.

O endividamento de curto prazo representa, em média, o dobro da conta PELP. Somados estes grupos representam 61% do financiamento total. Por outro lado, o PL representa 38%, em média, das fontes de recursos. Cabe ressaltar a estabilidade da conta de PC no período, em contraposição ao crescimento do PELP e decréscimo do PL.

Comparando os usos e as fontes de recursos, percebe-se uma relativa proporcionalidade entre as origens e aplicações de curto e longo prazo. Em média, o AC respondeu por cerca de 35% do AT, enquanto que o PC representou 41% do PT. Por outro lado, o grupo de ARLP e AP, responsável por 65% do AT, foram financiados por PELP e PL representando 59% do AT. Percebe-se que, de maneira geral, ativos de curta (longa) maturação financeira são financiados por passivos exigíveis a curto (longo) prazo. Por outro lado, o capital circulante líquido é negativo (em torno de seis pontos percentuais), indicando uma necessidade de obtenção de recursos de curto prazo.

Para avaliar quais tipos de financiamento foram adotados, torna-se necessário identificar itens específicos de cada grande grupo de contas. Buscou-se essencialmente separar as entradas de recursos externas dos demais passivos, geralmente não onerosos. Os recursos externos de curto prazo foram segmentados em empréstimos (representado por Financiamento CP) e emissões de dívida (representadas por Debêntures CP). Todas as demais contas que não as mencionadas foram classificadas como Outros.

Tabela 6 – Composição dos Passivos de Curto Prazo

t	Financiamento CP		Debêntures CP		Outros	
	PC	Variação	PC	Variação	PC	Variação
dez-02	0,26	-5%	0,03	47%	0,70	1%
dez-01	0,28	6%	0,02	-4%	0,70	-2%
dez-00	0,26	-5%	0,02	-6%	0,72	2%
dez-99	0,27	-5%	0,03	21%	0,70	2%
dez-98	0,29	-7%	0,02	-9%	0,69	4%
dez-97	0,31	-8%	0,02	111%	0,67	2%
dez-96	0,34	11%	0,01	-36%	0,65	-4%
dez-95	0,31	-	0,02	-	0,68	-
média	0,29	-2%	0,02	18%	0,69	1%

Observa-se inicialmente na Tabela 6 que a maior parte das fontes de recursos de curto prazo advém do grupo Outros. Pela sua composição⁸, há uma indicação de que suas contas sejam geralmente não onerosas. Pode-se conjecturar que este resultado seja influenciado pelo fato de estarmos trabalhando com uma amostra de grandes empresas que geralmente possuem grande poder de negociação frente a seus fornecedores. Este resultado ameniza a falta de capital circulante líquido anteriormente reportada.

Com relação aos recursos externos, a grande maioria (cerca de 30%) advém de empréstimos, enquanto que apenas 2% são oriundos de emissões de dívida. Esses resultados são coerentes com a visão dos analistas que destacam a dificuldade de acesso ao mercado de emissão de dívidas no país.

Finalmente, cabe destacar a estabilidade da composição do grupo PC ao longo do período, no que se refere aos três subgrupos estudados. Observou-se anteriormente que o PC acompanhou o crescimento do PT no período. Portanto, o PC manteve estável sua participação no PT bem como sua composição interna.

Como pode-se observar na Tabela 7, não existem grandes diferenças entre os subgrupos de financiamento de curto e longo prazo. Contudo, pode-se destacar que, em comparação ao curto prazo, existe uma ligeiramente maior capacidade de emissão de dívida. Por outro lado, a obtenção de financiamento não oneroso é mais difícil, o que é compreensível em função do prazo, o que é compensado por uma busca maior de empréstimos.

Tabela 7 - Composição dos Passivos de Longo Prazo

t	Financiamento LP		Debêntures LP		Outros	
	ELP	Variação	ELP	Variação	ELP	Variação
dez-02	0,36	2%	0,04	-27%	0,60	1%
dez-01	0,35	-4%	0,06	1%	0,59	2%
dez-00	0,36	-8%	0,05	-9%	0,58	7%
dez-99	0,39	-4%	0,06	4%	0,55	2%
dez-98	0,41	-2%	0,06	4%	0,53	1%
dez-97	0,42	8%	0,06	-14%	0,53	-4%
dez-96	0,38	2%	0,06	7%	0,55	-2%
dez-95	0,37	-	0,06	-	0,57	-
média	0,38	-1%	0,06	-5%	0,56	1%

Além dos recursos oriundos de endividamento, a empresa pode utilizar o autofinanciamento, representado pelos Lucros Acumulados e pela formação de Reservas. No Brasil, diferentemente dos Estados Unidos, onde os Lucros Retidos permanecem na conta Lucros Acumulados, a legislação prevê a constituição de algumas reservas como por exemplo, a Reserva de Capital, e algumas empresas estabelecem em seus estatutos, a constituição de outras reservas, como por exemplo, a Reserva Estatutária. Assim, para avaliar o autofinanciamento interno, optou-se por avaliar estas duas contas e, para avaliar a obtenção de recursos externos, foram obtidos os dados da conta de Integralização de Capital.

Tabela 8 – Fontes Internas e Externas de Recursos Próprios

t	Lucros Acumulados		Reservas		Integralização de Capital		Empresas
	Milhares	Variação	Milhares	Variação	Milhares	Variação	
dez-02	(27.023)	-344%	878.239	9%	149.782	1%	57
dez-01	11.059	-4%	808.433	9%	148.404	8%	71
dez-00	11.479	33%	742.120	13%	137.429	-1%	85
dez-99	8.639	-66%	655.448	7%	139.172	95%	78
dez-98	25.073	-9%	612.923	11%	71.282	-41%	76
dez-97	27.555	172%	549.879	-49%	120.441	84%	57
dez-96	(38.213)	-139%	1.079.602	-23%	65.402	20%	59
dez-95	(15.982)	-	1.400.044	-	54.590	-	46
média	323	-51%	840.836	-3%	110.813	24%	66

Os montantes da conta Lucros Acumulados são pouco expressivos comparativamente aos valores do Patrimônio Líquido. Valores médios negativos indicam que ao longo dos anos as empresas têm reduzido o montante de recursos nesta conta. Por outro lado, observa-se que com exceção dos dois primeiros anos, as empresas aumentaram as Reservas. Estes resultados são extremamente relevantes na medida em que demonstra a baixa lucratividade média das empresas brasileiras, pelo menos no contexto das firmas de maior porte. Além disso, como colocado por Myers (1984), a retenção de lucros seria a fonte preferida de recursos e na sua ausência as empresas buscariam dívidas e por último a emissão de ações. Sem dúvida, para o período estudado, a emissão de ações foi a fonte de financiamento menos utilizada pelas empresas brasileiras tanto no que se refere a valores obtidos quanto ao número de emissões realizadas. Em média, apenas 66 das 303 empresas pertencentes à amostra integralizaram capital no período. Em dezembro de 2002 o montante de recursos captados representava apenas 3% do ativo total.

Uma visão geral da participação de cada uma das fontes de financiamento estudadas é apresentada na Tabela 9.

Tabela 9 – Fontes de Financiamento Adotadas no Período

Fontes	dez-02	dez-01	dez-00	dez-99	dez-98	dez-97	dez-96	dez-95	média
Financiamento CP	5,2%	4,5%	4,8%	5,6%	5,0%	4,8%	5,5%	4,7%	5,0%
Debêntures CP	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,0%	0,1%	0,2%
Financiamento LP	10,6%	10,5%	10,4%	10,6%	9,2%	8,0%	10,0%	8,8%	9,8%
Debêntures LP	1,4%	1,4%	1,0%	1,0%	0,6%	0,4%	0,4%	0,3%	0,8%
Outros CP	44,7%	45,7%	46,8%	45,5%	52,3%	55,5%	57,8%	60,3%	51,1%
Outros LP	19,9%	19,1%	17,7%	17,3%	15,1%	14,7%	11,3%	12,1%	15,9%
Reservas	17,7%	16,8%	16,6%	17,5%	15,1%	13,6%	16,0%	14,0%	15,9%
Lucros Acumulados	-0,7%	0,4%	0,5%	0,4%	1,5%	1,4%	-2,1%	-1,0%	0,1%
Integralização de Capital	0,9%	1,3%	1,8%	1,9%	1,1%	1,4%	1,0%	0,8%	1,3%

A grande maioria dos recursos está alocada no grupo Outros CP, que representa principalmente financiamentos não-onerosos, geralmente relacionados às atividades operacionais da empresa. O financiamento bancário de curto prazo é inferior ao de longo prazo e ambos se mantêm relativamente estáveis no período. Apenas 1,3% do total médio de recursos é obtido via novos ingressos de capital próprio e 16% são oriundos de autofinanciamento sendo que destes, a quase totalidade dos recursos são alocados às reservas. Destaca-se ainda a tendência oposta entre o grupo outros de curto e longo prazo, pois enquanto o longo prazo decresce o curto prazo vem crescendo.

Investimento, lucratividade e endividamento:
O que financiou o crescimento das empresas brasileiras no período pós plano real?

Além de avaliar as decisões de investimento e financiamento das empresas brasileiras, é interessante identificar se empresas com características diferentes apresentam estruturas de investimento e financiamento diferenciadas. Como abordado anteriormente, existem evidências internacionais de que o setor de atividade influencie a estrutura de capital da empresa.

A Tabela 10 a seguir mostra a distribuição de freqüência das empresas pertencentes à amostra segundo o setor de atividade.

Tabela 10 – Divisão Setorial da Amostra

Setores	Empresas	Percentual	Ativo Total Médio ¹
Alimentos e Bebidas	19	6,30	1.086.600
Comércio	8	2,60	1.594.902
Construção	12	4,00	420.108
Eletroeletrônicos	11	3,60	632.392
Energia Elétrica	31	10,20	7.452.013
Finanças e Seguros	17	5,60	29.748.025
Máquinas- Indústrias	11	3,60	429.802
Mineração	3	1,00	9.382.576
Minerais não Metálicos	6	2,00	491.637
Outros	39	12,90	1.268.390
Papel e Celulose	10	3,30	2.912.291
Petróleo e Gás	8	2,60	13.289.438
Química	22	7,30	1.378.672
Siderurgia e Metalurgia	29	9,60	2.751.932
Telecomunicações	25	8,30	4.192.997
Textil	29	9,60	366.870
Transporte-Serviços	5	1,70	223.630
Veículos e peças	18	5,90	1.067.131
Total	303	100	78.689.406

1) Ativo Total Médio em Milhares e em valores de dezembro de 2002

Os setores mais representativos são o de energia elétrica, Têxtil e Siderurgia e Metalurgia. Observa-se ainda que o tamanho das empresas, medido pelo valor médio do Ativo Total, varia consideravelmente entre os grupos. Após o grupo de finanças e seguros, que no Brasil é formado por grandes conglomerados, tem-se a presença do grupo de petróleo que é praticamente dominado pela presença da Petrobrás, maior e mais representativa empresa do setor.

A Tabela 11, apresenta os resultados da Análise de Variância para os grandes grupos do Passivo Total e o Ativo Total. Observa-se que para apenas três das cinco contas avaliadas, o setor de atividade é relevante para a diferenciação média das empresas. O AT, o PC e o PELP apresentam níveis de significância próximos de zero indicando que existem diferenças significativas entre as médias dos grupos. Por outro lado, em média não existem diferenças nas contas de PL e REF em função dos setores de atividades das empresas brasileiras. A não diferenciação a partir da conta de REF justifica-se pela pouca representatividade desta conta em relação ao total do ativo e pelo pequeno número de empresas que apresentam montantes nesta conta. Cabe ressaltar que o fato de haver diferença significativa entre os setores para os grupos de PC e PELP, representantes do endividamento da empresa, já foi observado no mercado norte-americano, conforme comentado em seções anteriores.

Tabela 11 – Análise de Variância para Grupos de Contas

Contas ¹	Variação	Soma Quadrados	Graus de Liberdade	Quadrado Médio	F	Sig.
PC	Entre Grupos	6,23E+15	17	3,66E+14	3,36	0,00
	No Grupo	2,72E+16	250	1,09E+14		
	Total	3,35E+16	267			
ELP	Entre Grupos	7,29E+14	17	4,29E+13	3,36	0,00
	No Grupo	3,19E+15	250	1,28E+13		
	Total	3,92E+15	267			
PL	Entre Grupos	4,84E+14	17	2,85E+13	1,15	0,31
	No Grupo	6,19E+15	250	2,48E+13		
	Total	6,67E+15	267			
REF	Entre Grupos	1,93E+09	17	1,14E+08	0,58	0,90
	No Grupo	4,88E+10	250	1,95E+08		
	Total	5,07E+10	267			
AT	Entre Grupos	1,32E+16	17	7,78E+14	2,98	0,00
	No Grupo	6,52E+16	250	2,61E+14		
	Total	7,85E+16	267			

1) Valores em milhares e do balanço de dezembro de 2002

A Tabela 12 determina se as fontes de financiamento estudadas são, em média, diferentes segundo o setor de atividade das empresas.

Tabela 12 – Análise de Variância para Fontes de Recursos

Contas ¹	Variação	Soma Quadrados	Graus de Liberdade	Quadrado Médio	F	Sig.
Financiamento CP	Entre Grupos	6,09E+12	17	3,58E+11	1,83	0,03
	No Grupo	4,55E+13	233	1,95E+11		
	Total	5,16E+13	250			
Debêntures CP	Entre Grupos	3,91E+10	17	2,30E+09	0,97	0,50
	No Grupo	5,53E+11	233	2,37E+09		
	Total	5,92E+11	250			
Financiamento LP	Entre Grupos	4,96E+13	17	2,92E+12	2,14	0,01
	No Grupo	3,19E+14	234	1,36E+12		
	Total	3,69E+14	251			
Debêntures LP	Entre Grupos	7,29E+11	17	4,29E+10	0,80	0,70
	No Grupo	1,26E+13	234	5,38E+10		
	Total	1,33E+13	251			
Reservas	Entre Grupos	3,89E+14	17	2,29E+13	1,27	0,21
	No Grupo	5,15E+15	285	1,81E+13		
	Total	5,54E+15	302			
Lucros Acumulados	Entre Grupos	1,41E+13	17	8,28E+11	2,31	0,00
	No Grupo	8,94E+13	249	3,59E+11		
	Total	1,03E+14	266			
Outros CP	Entre Grupos	6,32E+15	17	3,72E+14	3,45	0,00
	No Grupo	2,70E+16	250	1,08E+14		
	Total	3,33E+16	267			
Outros LP	Entre Grupos	6,52E+14	17	3,84E+13	4,03	0,00
	No Grupo	2,38E+15	250	9,52E+12		
	Total	3,03E+15	267			
Integralização de Capital	Entre Grupos	1,67E+12	17	9,81E+10	0,38	0,98
	No Grupo	1,01E+13	39	2,58E+11		
	Total	1,17E+13	56			

1) Valores em milhares e do balanço de dezembro de 2002

A capacidade de uma empresa emitir Debêntures tanto de curto prazo como de longo prazo bem como as possibilidades de emissão de ações via integralização de capital, não são influenciadas pelo setor de atividade em que atua a empresa. Os resultados obtidos para a Integralização de Capital são em parte influenciados pelo pequeno número de empresas que realizaram emissões de ações neste período como pode ser observado na coluna grau de liberdade. Por outro lado os níveis de significância próximos de zero para a conta Outros tanto de curto como longo prazo indicam que, em média, as empresas de setores diferentes têm capacidades diferenciadas de negociar a obtenção de recursos não-onerosos. É interessante notar que, para um nível de significância de 0,03 e 0,01 pode-se considerar que as médias de financiamento de curto e longo prazo, respectivamente, são diferentes, ou seja, pode-se conjecturar que o sistema financeiro brasileiro avalie o comportamento esperado do setor de atividade na qual está inserida a empresa quando decide sobre a concessão de empréstimos.

De maneira geral, os resultados da análise de variância corroboram a idéia de que os setores de atividade influenciam as decisões sobre financiamento pelo menos para a obtenção de recursos via capital de terceiros e para o autofinanciamento. Já para a obtenção de recursos via capital próprio, a não significância dos testes sugere que o setor de atividade não seja decisivo nas decisões sobre emissão de títulos e ações.

5. Conclusões:

A estrutura de capital de uma empresa está diretamente associada às decisões de investimento e financiamento. A viabilidade dos projetos de investimento depende diretamente da capacidade de obtenção de recursos tanto de terceiros como próprios. Este trabalho demonstrou que no período de 1995 até 2002 as empresas brasileiras investiram, em média, menos do que a variação dos índices de inflação do período. Além disso, pode-se observar que a estrutura dos investimentos apresentou uma manutenção da representatividade do grupo de AC, uma elevação do ARLP e queda de participação do AP no AT das empresas da amostra.

A estrutura média dos passivos, com aproximadamente 40% de PC, 20% de PELP e 40% de PL, já demonstra a dificuldade de obtenção de endividamento de Longo Prazo para cobrir as necessidades de investimento. Cerca de 20% dos recursos advêm do PELP e destes apenas 38% são oriundos de financiamentos bancários e somente 6% representam a emissão de debêntures. A obtenção de financiamentos de curto prazo é semelhante à de longo prazo com 30% de financiamento e 2% de debêntures. Por outro lado, há uma clara tendência de crescimento no endividamento de longo prazo, conforme a Tabela 5, ainda que a mesma seja compensada, em termos de financiamento de longo prazo global, pela queda de representatividade do PL.

Os resultados para o financiamento próprio mostram que as empresas não têm conseguido manter uma lucratividade que permita a utilização do autofinanciamento como uma fonte expressiva de capital e também não têm encontrado no mercado de capitais cenário propício à emissão de ações. Para Fama e French (1998), no mercado norte-americano cerca de 66% das fontes de recursos necessárias às empresas são obtidas via autofinanciamento, enquanto que no Brasil em média apenas 16% dos recursos advêm destas fontes.

Quanto à análise setorial realizada, enfatiza-se o fato de que os níveis de endividamento apresentaram-se diferentes entre os setores estudados, de maneira estatisticamente significativa. Este fato sinaliza que as teorias de estrutura de capital que sugerem que a capacidade de endividamento está relacionada ao risco operacional, bem como a diferentes níveis de investimento - provavelmente não homogêneos entre os setores que foram observados - podem ser consistentes para o mercado brasileiro. Porém, estudos mais aprofundados nesta direção são necessários.

Esperava-se que com a implantação do Plano Real a maior estabilização econômica levasse a um aumento nos financiamentos de longo prazo. Entretanto, até o momento, este tipo de financiamento não vem apresentando crescimento satisfatório. Pode-se conjecturar que tal fenômeno esteja ocorrendo por serem os possíveis credores nacionais dependentes de recursos estrangeiros e, portanto, sujeitos à variação cambial e ao risco Brasil, duas variáveis cujos índices de volatilidade recentes desestimulam a utilização deste tipo de financiamento. Cabe ainda destacar que, no Brasil, o mercado para a emissão de debêntures é extremamente restrito, dependendo basicamente dos recursos oriundos dos fundos de investimento, principalmente os de renda fixa, e dos investidores institucionais. Pode-se concluir que com os resultados exíguos de lucratividade e a dificuldade de obtenção de recursos seja através de financiamentos ou emissão de títulos, os gestores brasileiros estejam financiando suas atividades através da negociação de prazos com os fornecedores e adiando seus projetos de investimento de longo prazo na expectativa de que haja uma melhora na disponibilidade de recursos e taxas de financiamento. Talvez esse fato ajude a explicar por que o investimento médio total no período situou-se abaixo dos níveis inflacionários reportados pelo IGP-DI, não sendo ainda direcionado principalmente para investimentos de capital.

6. Referências Bibliográficas:

- ALTMAN, E. A further empirical investigation of the bankruptcy costs question. **Journal of Finance**, p. 1067 –1089, September 1984.
- COPELAND, Thomas E., WESTON, J.Fred. **Financial theory and corporate policy**. 3.ed. Reading, Mass: Addison-Wesley, 1988.
- CORDES, J., SHEFFRIN, S. Estimating the Tax Advantage of Corporate Debt. **Journal of Finance**, p. 95-105, March 1983.
- DE ANGELO, H., MASULIS, R. W. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. **Journal of Financial Economics**, v. 8, p.3-29, 1980.
- FAMA, E., FRENCH, K. The Corporate cost of capital and the return on corporate investment. **SSRN**, Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=75999. Acesso em 20/03/2003.
- FRANK, M., GOYAL, V. Testing the pecking order theory of capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 67, 217-248, 2003.
- JENSEN, M., MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, p.305-360, October 1976.
- LEVINE, David M., BERENSON, Mark L., STEPHAN, David. **Estatística: teoria e aplicações**. Rio de Janeiro: LTC, 2000, 811p.
- MILLER, M. H. Debt and taxes. **Journal of Finance**, p. 261-275, maio 1977.
- MODIGLIANI, F., MILLER, M. H. The Cost of Capital, Corporation finance, and the theory of investment. **American Economic Review**, p. 261-297, junho 1958.
- MYERS, S. The Capital Structure Puzzle. **Journal of Finance**, p. 575-592, July 1984.
- NOWAK, E. Finance, investment, and firm value in Germany and the US – a comparative analysis. **SSRN**: Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=156208. Acesso em 15/03/2003.

SOARES, K., PROCIANOY, J. L. O perfil de endividamento das empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo após o plano real In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 24, 2000, Florianópolis, SC. **Anais...**Florianópolis: ANPAD, 2000.

SHYAM-SUNDER, L., MYERS, S. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, p. 219-244, 1999.

Notas:

1- Fornecedor de recursos.

2- Segundo Copeland e Weston (1988), os tipos de financiamento mais comuns são dívida, capital próprio, títulos de dívida conversíveis em ações, contratos de leasing, ações preferenciais e *warrants*.

3- As características desse mercado são as seguintes: não há custos de transação; todos indivíduos podem emprestar ou tomar emprestado à taxa livre de risco; não há custos de falência; há somente dois tipos de título de dívida – dívida livre de risco e ações (com risco); todas empresas têm a mesma classificação de risco; não há impostos; não há crescimento nas empresas; a informação é a mesma para todos participantes do mercado e não há custos de agência (pois os gerentes agem sempre no sentido da maximização da riqueza dos acionistas).

4- Doravante, a não ser quando expressamente indicado em contrário, comentários acerca de pesquisas empíricas estarão se referindo ao mercado norte-americano.

5- Esta hipótese é conhecida como *pecking order*.

6- Esses custos, com relação à dívida, são representados por despesas geradas por monitoramento, controle, cláusulas contratuais restritivas, honorários, e outras relacionadas. Com relação ao capital próprio, são representativos dos mesmos conflitos de interesse entre acionistas minoritários e majoritários.

7- No item Reservas são incorporadas as seguintes contas de reservas: Reserva de Capital, Reserva de Lucro, Reserva de Lucros a Realizar, Reserva Legal, Reserva Estatutária, Reserva para Contingências, Outras Reservas e Reservas para Retenção de Lucros.

8-Conforme o ECONOMÁTICA, as principais contas deste grupo são Fornecedores, Impostos, Dividendos, Provisões, A pagar Controladas e Outros.