

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO (EA)  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS (DCA)  
COMISSÃO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (COMGRAD-ADM)**

**ESTÁGIO FINAL – ADM01198**

**DETERMINANTES DAS ESTRUTURAS DE CAPITAIS NAS EMPRESAS QUE  
EMITIRAM AÇÕES EM 2007**

**POR**

**Fabício Dossena Silva  
00134225**

**Trabalho de Conclusão do Curso de Graduação em Administração**

**Orientador: Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner**

**Porto Alegre  
2008**

**Fabício Dossena Silva**

**DETERMINANTES DAS ESTRUTURAS DE CAPITAIS NAS EMPRESAS QUE  
EMITIRAM AÇÕES EM 2007**

**Trabalho de conclusão de curso de  
graduação apresentado ao Departamento de  
Ciências Administrativas da Universidade  
Federal do Rio Grande do Sul, como  
requisito parcial para a obtenção do grau  
em bacharel em Administração.**

**Orientador: Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner**

**Porto Alegre**

**2008**

**Fabício Dossena Silva**

**DETERMINANTES DAS ESTRUTURAS DE CAPITAIS NAS EMPRESAS QUE  
EMITIRAM AÇÕES EM 2007**

**Trabalho de conclusão de curso de  
graduação apresentado ao Departamento de  
Ciências Administrativas da Universidade  
Federal do Rio Grande do Sul, como  
requisito parcial para a obtenção do grau  
em bacharel em Administração.**

**Orientador: Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner**

Conceito Final:

Aprovado em .....de.....de 2008.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof.

---

Prof.

---

Orientador: Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner

## RESUMO

A presente pesquisa busca identificar se as empresas que emitiram ações em 2007 adotam as práticas concebidas e defendidas por seus autores nas teorias do *tradeoff* ou na teoria do *Pecking Order* acerca de suas estruturas de capital.

A teoria do *tradeoff* defende um ponto de equilíbrio entre os custos de dificuldades financeiras e os benefícios adquiridos com a utilização de dívida. Por outro lado, o *Pecking Order* está identificado com a assimetria de informação entre os agentes internos e externos da organização.

A análise é realizada através de índices que permitem a identificação de evidências que favoreçam uma ou outra teoria, ou, ainda, nenhuma das duas teorias. A partir disso, um quadro apresenta as observações associadas aos índices aplicados as empresas, relacionando-os às teorias do *Pecking Order* e do *tradeoff*. Como resultado, evidências em favor das duas teorias foram encontradas nas empresas que compõem a amostra.

No segundo capítulo é apresentada a revisão da teoria de estrutura de capital. No seguinte a metodologia aplicada no teste é discutida. A análise dos dados é realizada na quarta seção, e as conclusões, limitações da pesquisa e sugestões para pesquisas futuras são apresentadas no quinto capítulo.

Palavras-chave: Estrutura de capital, *Pecking Order*, *Tradeoff*, Endividamento

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>6</b>
<b>2</b>	<b>ESTRUTURA DE CAPITAIS</b> .....	<b>9</b>
2.1	EQUILÍBRIO ESTÁTICO.....	9
2.2	CUSTO DE AGÊNCIA .....	13
2.3	PECKING ORDER.....	15
2.4	ESTRUTURA DE CAPITAL: EVIDÊNCIAS PARA O BRASIL .....	17
<b>3</b>	<b>PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS</b> .....	<b>19</b>
3.1	INDICADORES .....	19
<b>3.1.1</b>	<b>Alavancagem</b> .....	<b>20</b>
<b>3.1.2</b>	<b>Participação de Capital Próprio</b> .....	<b>21</b>
<b>3.1.3</b>	<b>Nível de Caixa da firma</b> .....	<b>21</b>
<b>3.1.4</b>	<b>Pagamento de Dividendos</b> .....	<b>22</b>
<b>3.1.5</b>	<b>Lucratividade</b> .....	<b>23</b>
<b>3.1.6</b>	<b>Taxa Efetiva de Impostos sobre o Lucro</b> .....	<b>23</b>
<b>3.1.7</b>	<b>Setor de atividade</b> .....	<b>24</b>
3.2	CRITÉRIOS DE ESCOLHA DA AMOSTRA.....	25
<b>4</b>	<b>ANÁLISE DE DADOS</b> .....	<b>28</b>
4.1	CIA HERING .....	28
4.2	DROGASIL .....	30
4.3	EMBRAER .....	32
4.4	GAFISA.....	33
4.5	PERDIGÃO .....	35
4.6	ROMI.....	36
4.7	SUZANO PAPEL E CELULOSE .....	38
4.8	USIMINAS.....	41
4.9	RESUMO DOS RESULTADOS .....	42
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÕES</b> .....	<b>44</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>46</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Em uma empresa são investidos capitais próprios, provenientes dos acionistas da companhia, e capitais de terceiros, advindos de seus credores. À utilização desses recursos são associados diferentes custos, que podem ser um custo de oportunidade para o acionista – que deixa de alocar seus recursos em outro investimento – ou os juros pagos aos credores pelo uso da dívida. O estudo da estrutura de capital busca maximizar o valor da empresa através da melhor relação entre uso de capitais próprios e o uso de capitais terceiros.

Modigliani e Miller (1958) em seu trabalho pioneiro acerca do assunto defendem que não existe uma estrutura de capital ótima, que a utilização de dívida ou recursos próprios dos acionistas não influencia no valor da firma. Ao considerar correto esse conceito, é razoável supor que as empresas adotem práticas de endividamento aleatórias, não havendo explicação através das teorias de estrutura de capital que maximizem o valor da empresa.

Em um segundo modelo, que considera a vantagem fiscal adquirida pela empresa na utilização de dívida, Modigliani e Miller sugerem a utilização de 100% de dívida. No entanto, esse modelo também deixa brechas na medida em que os autores desconsideram os custos associados a esse endividamento como os custos de agência e os custos de falência.

Autores como Myers (1977), Ross (1977) e Myers e Majluf (1984) apresentam o conceito de assimetria informacional entre os agentes internos e externos da empresa, e defendem a influencia dessa na estrutura de capital escolhida. Para esses autores, há um hiato entre os agentes internos e externos no que tange as informações sobre a firma. Nessa corrente, Myers e Majluf (1984) apresentam o *Pecking Order*, defendendo uma hierarquização das fontes de financiamento. Ross (1977) traz a teoria da sinalização, em que argumenta que os agentes externos avaliarão a saúde financeira da firma através do nível de endividamento.

Outros autores como Jensen e Meckling (1976), Harris e Raviv (1991), desenvolvem modelos associados aos custos de agência, que tratam mais

especificamente dos conflitos entre gestores e acionistas e entre credores e acionistas.

Se a participação de capitais de terceiros e próprios influencia no valor da empresa, diferentemente do apregoado por MM, é razoável supor que as empresas sigam alguns padrões em seus níveis de endividamento buscando maximizar o valor da firma. Diante disso, o objetivo geral desse trabalho é analisar o comportamento das empresas já listadas na Bovespa que tiveram emissão de ações em 2007, visando identificar se essas empresas adotam práticas semelhantes em suas estruturas de capitais, ou se apresentam diferentes níveis de endividamento. Ainda, no objetivo geral, se as evidências indicarem que as empresas não adotam níveis aleatórios de endividamento, essa pesquisa se propõe a testar se esses comportamentos estão mais relacionados a teoria do *tradeoff* ou a teoria do *Pecking Order*.

Os objetivos específicos, que possibilitarão o atingimento do objetivo geral supracitado, são apresentados a seguir.

Primeiramente se faz necessário a busca por informações contábeis e financeiras das empresas que representam a amostra da pesquisa. Em segundo lugar, de posse dessas informações, serão calculados índices que possibilitem associar o nível de endividamento da empresa – representado pelo índice de alavancagem – às teorias de estrutura de capital, mais especificamente as teorias do *tradeoff* e do *Pecking Order*. Quando necessário, outras informações das empresas poderão ser utilizadas para dar suporte aos argumentos apresentados. Após a análise individual, um terceiro objetivo específico é a elaboração de um quadro que apresente um resumo das evidências encontradas em cada empresa associadas a cada uma das teorias em teste na pesquisa.

O tema estrutura de capitais continua sendo recorrente em pesquisas de finanças corporativas e controverso entre os financistas. Há inúmeros artigos publicados que tentam identificar os fatores determinantes da estrutura de capitais; entretanto, não existe um consenso entre os especialistas sobre o assunto. A maioria dos artigos já publicados considera empresas de países desenvolvidos, em especial as dos Estados Unidos. Nesse contexto, quaisquer contribuições, por mais modestas que sejam, são importantes.

O ano de 2007 foi um ano atípico até então para empresas brasileiras. Devido ao bom momento macroeconômico da economia nacional, diversas

empresas ingressaram no mercado de capitais através de *IPOs – Initial Public Offering*. Além dessas, empresas já listadas na Bovespa emitiram novas ações ao mercado.

O restante do trabalho está organizado da seguinte forma: no capítulo 2 são apresentadas as teorias de estrutura de capitais que servem de base na elaboração desse trabalho. A seguir, a metodologia utilizada para análise da amostra é demonstrada no capítulo seguinte, sendo a aplicação dessa na amostra e seus resultados obtidos apresentados do capítulo 4. As conclusões e considerações finais são discutidas no capítulo 5, juntamente com comentários sobre as limitações dessa pesquisa e sugestões para pesquisas futuras.



## 2 ESTRUTURA DE CAPITALIS

Estrutura de Capitais é um tema controverso e polêmico no estudo das finanças e que está muito longe de um consenso. Desde o trabalho de Franco Modigliani e Merton Miller em 1958, diversos estudos e artigos foram publicados buscando entender como uma empresa administra seu mix de financiamentos e tentando identificar a forma mais eficiente de equacionar a participação de capitais próprios e de capitais de terceiros na estrutura de capital das corporações.

Esse capítulo, que apresenta alguns dos estudos dos principais autores acerca da teoria de estrutura de capitais, está dividido em quatro partes, conforme elencadas a seguir:

- Equilíbrio estático – *static tradeoff*
- Custos de agência
- Assimetria informacional (Pecking Order)
- Evidências no Brasil

### 2.1 EQUILÍBRIO ESTÁTICO

Em seu artigo, Modigliani e Miller (1958) apresentam dois modelos distintos em que visam identificar uma estrutura de capitais ótima. Em seu primeiro modelo os autores desconsideram a incidência de impostos sobre o resultado da firma; enquanto no segundo modelo, Modigliani e Miller passam a considerar o efeito dos impostos na estrutura de capital. Em ambos, as premissas adotadas são as seguintes:

- as empresas operam em mercados perfeitos;
- não existem custos de falência;
- os gestores agem no sentido de maximizar a riqueza dos acionistas;
- os indivíduos captam recursos às mesmas taxas que as empresas;

- as dívidas emitidas são livres de risco;
- existe simetria informacional entre agentes internos e externos da organização.

Na ausência de impostos, MM demonstram que o valor de uma empresa independe da estrutura de capital adotada, ou seja, uma empresa não altera seu valor optando pelo uso de capital próprio ou de terceiros na sua estrutura. Os autores utilizam como exemplo uma pizza, onde, independente do número de fatias em que ela for cortada, seu tamanho manter-se-á inalterado, concluindo que não existiria uma estrutura de capitais melhor ou pior que outra.

A equação apresentada no modelo é a seguinte:

$$V^L = V^U + T_C \cdot B \quad (1)$$

$V^L$  = valor da firma com dívidas

$V^U$  = valor da firma sem dívidas

$T_C$  = taxa de impostos incidentes sobre o lucro da firma

$B$  = valor de mercado da empresa

Ao desconsiderar os impostos, tem-se que o valor da empresa com dívidas será igual ao valor da empresa sem dívidas. Então, na inexistência de impostos, quando  $T_C = 0$ , o valor da empresa será:

$$V^L = V^U \quad (2)$$

Uma das premissas adotadas nesse artigo considera que o investidor pode captar recursos ao mesmo custo das empresas, realizando alavancagem por conta própria. Dessa forma seria indiferente se o investidor captasse os recursos e os investisse na empresa ou se a empresa contratasse dívida para financiar seus projetos; contudo, sabe-se que na prática essas taxas são diferenciadas para pessoas físicas e jurídicas. Além disso, há a questão da redução do lucro tributável da empresa quando essa opta por utilizar dívida na sua estrutura de capitais.

Em seu segundo modelo, Modigliani e Miller (1958) consideram o benefício fiscal ao qual fará jus a empresa contratando dívida uma vez que os juros pagos são

despesas dedutíveis para fins fiscais. Enquanto no primeiro modelo MM consideravam que o custo médio ponderado de capital<sup>1</sup> – WACC – era uma constante para as empresas (ver fórmula 3), no segundo, após considerar o benefício fiscal, os autores concluem que o WACC é menor para empresas alavancadas, que utilizam capital de terceiros em sua estrutura (ver fórmula 4).

$$WACC = \frac{S}{S+B} \times r_S + \frac{B}{S+B} \times r_B \quad (3)$$

Onde:

S = Capital próprio

$r_S$  = taxa sobre o capital próprio

B = Capital de terceiros

$r_B$  = retorno sobre o capital de terceiros

Os autores argumentam que na utilização de dívida, o custo de capital próprio aumentará, ocasionado pelo aumento do risco. Na ausência de impostos, esse efeito tornará o custo médio ponderado de capital – WACC – uma constante já que uma alteração no uso de capital de terceiros será compensada por uma alteração no custo de capital próprio.

$$WACC = \frac{S}{S+B} \times r_S + \frac{B}{S+B} \times r_B \times (1 - T_C) \quad (4)$$

Onde,  $T_C$  = taxa marginal de impostos.

Contudo, na incidência de impostos sobre a empresa, essa será beneficiada pelo uso da dívida, uma vez que essa dívida será dedutível no lucro tributável da firma. Dessa forma, o custo de capital de terceiros após o imposto de renda será  $r_B \times (1 - T_C)$ .

---

<sup>1</sup> Custo médio ponderado de capital (WACC – Weighted Average Cost of Capital) é definido por Ross et al. (2002) como o custo médio de capital dos projetos e atividades existentes de uma empresa. O WACC é calculado ponderando-se o custo de cada fonte de fundos por sua proporção no valor total de mercado da empresa. Pode ser calculado tanto antes quanto depois do imposto de renda.

Isto posto, os autores argumentam que, na incidência de impostos, quanto mais endividada a empresa, maior será o seu valor, uma vez que mais alto será o benefício tributário atingido. Entretanto, ao concluírem que a empresa deve utilizar ao máximo os capitais de terceiros, desconsideram os custos associados a esse endividamento, como os custos de falência. Caso contrário, as empresas optariam por 100% de capital de terceiros.

$$V^L = V^U + T_C \cdot B - C_{fd} \quad (5)$$

Onde,  $C_{fd}$  = custo de dificuldades financeiras

Então, busca-se explicar o endividamento das firmas através de um *tradeoff* entre os benefícios e os custos associados a utilização de capital de terceiros. A proposta é atingir um ponto de equilíbrio em que os custos e os benefícios da utilização de dívida se equivalham, maximizando o valor da empresa. A empresa possui um ponto ótimo de endividamento e cada vez que a empresa se afaste desse ponto, seus administradores emitirão ações ou contratarão dívida para equacionar de forma mais eficiente a utilização dos capitais próprios e dos terceiros, retornando ao equilíbrio.

Entre os custos associados ao endividamento podemos destacar os custos de falência e os custos de agência que levarão esse equilíbrio para uma menor utilização de dívida. Balanceando com esses custos, e puxando esse ponto para maior alavancagem da empresa, os benefícios fiscais e os problemas de free cash flow<sup>2</sup>.

Os custos de falência são definidos como um produto da probabilidade de falência e dos custos diretos e indiretos de falência. A probabilidade de falência é definida por Damodaran (2002) como sendo a probabilidade de que os fluxos de caixa de uma empresa venham a ser insuficientes para atender aos seus compromissos de dívida, representados pelos juros e principal. Os custos diretos de falência são os custos legais e administrativos da falência, como honorários advocatícios. Os custos indiretos de falência são mais difíceis de serem mensurados

---

<sup>2</sup> *Free Cash Flow* ou Fluxos de caixa livres, definidos por Damodaran (2002), são fluxos de caixa de operações sobre as quais os administradores têm poder discricionário de desembolso – eles podem utilizá-los para implantar projetos, repassá-los aos acionistas ou mantê-los como saldo de caixa.

porque representam a percepção dos clientes e credores em relação a firma. Um cliente ao perceber que a empresa está passando por dificuldades financeiras pode cancelar seus pedidos devido ao risco de não ser atendido caso a empresa deixe de existir; os credores ao notarem que há o risco de falência podem elevar as suas taxas devido ao risco associado a operação, ou mesmo deixar de oferecer linhas de crédito a essa empresa.

## 2.2 CUSTO DE AGÊNCIA

A teoria do *tradeoff* defende que os administradores buscarão sempre maximizar o retorno para os acionistas, o que pode ser questionado, pois conforme Jensen e Meckling (1976), em sua teoria de Custos de Agência, existem conflitos entre gestores e acionistas e entre acionistas e credores.

Na atividade de uma empresa identificamos agentes que exercem diferentes papéis e que, portanto, possuem interesses distintos. Enquanto acionistas almejam o maior retorno possível sobre o capital investido, credores desejam principalmente que a empresa – representada por seus gestores – honre seus compromissos financeiros e eles recebam seus pagamentos de acordo com o negociado. Os gestores, por sua vez, desejam continuar a operação da companhia, mesmo que para os acionistas seja mais vantajoso a sua liquidação ou o encerramento das atividades.

Os gestores podem sentir-se incentivados a investir em atividades menos lucrativas ou em benefícios pessoais, como viagens de primeira classe ou escritórios luxuosos, uma vez que são os responsáveis por administrar o negócio, mas, contudo, não recebem todo o ganho produzido por suas atividades. Isso gera um conflito de interesses entre gestores e acionistas que segundo Harris e Raviv (1991) pode ser administrado mantendo um nível constante de capital de terceiros na estrutura financeira da corporação, aumentando, dessa forma, o comprometimento dos gestores, obrigando-os a aumentar a eficiência da empresa, haja vista que terão que administrá-la com menos recursos disponíveis em caixa já que uma parte desses será destinada ao pagamento dos credores na forma de principal e juros.

Myers (1977) ao comentar sobre o conflito entre acionistas e credores defende que a dívida pode ser vista como um incentivo aos acionistas investirem em projetos mais arriscados, que poderão fornecer maiores retornos. Como os pagamentos aos credores são fixos, em projetos com grande possibilidade de retorno os credores arcam com os custos do projeto, enquanto os ganhos são capturados pelos acionistas. A empresa poderá falir caso o projeto não seja bem sucedido; com isso os credores perdem o investimento. Os acionistas, por terem responsabilidade limitada ao capital próprio da organização, perdem o capital investido na organização, mas não o recurso do novo projeto, se este for financiado por dívida.

Em uma empresa muito endividada, por conseguinte, os acionistas não terão incentivos a investir novo capital próprio para financiar novos projetos, mesmo que esses possuam VPL positivo. Uma vez que a empresa possui endividamento alto, os retornos serão capturados principalmente para honrar os pagamentos aos credores de juros de dívidas já contraídas pela organização. Neste caso, os acionistas arcarão com os custos do projeto, na forma de investimento, e ficarão apenas com os ganhos residuais após o pagamento dos credores.

Sobre o custo de dívida, Diamond (1989) explica que a empresa captará recursos financeiros de acordo com a sua reputação no mercado. Se uma empresa tem um bom histórico de pagamento das dívidas e de investimento em projetos lucrativos, ela terá acesso a linhas de financiamento com menores custos comparado às demais empresas. O autor defende, portanto, que empresas maduras, já estabelecidas e com boa participação no mercado, captarão recursos com menores custos quando comparadas às novas no mercado. Essas empresas, mais jovens, investirão em projetos mais arriscados devido a esse custo elevado, e por isso, terão menos dívida na sua estrutura de capital. Neste modelo, o endividamento é diretamente proporcional ao tamanho da corporação, ao fluxo de caixa disponível e à possibilidade de *takeover*.

## 2.3 PECKING ORDER

Confrontando com a teoria da irrelevância da estrutura de capital postulada por Modigliani e Miller, Myers e Majluf (1984) publicam um artigo no qual defendem a existência de uma hierarquia na decisão de financiamento das corporações.

Os autores assumem que uma vez que os investidores não possuem total informação sobre as companhias, esses não poderão distinguir corretamente entre boas empresas e empresas ruins na hora de fazer seus investimentos – isso porque, mesmo em um mercado eficiente, tem um custo muito alto para a organização divulgar informações ao mercado. Dessa forma, os investidores precificarão os títulos das empresas a um valor médio, penalizando as empresas boas e beneficiando as ruins. Por esse motivo, as empresas podem ter suas ações subavaliadas pelo mercado quando emitir ações buscando recursos para financiar seus projetos, de forma que os novos acionistas – investidores – tenham um ganho maior que os acionistas já existentes. Nesse caso alguns projetos deverão ser rejeitados pela companhia, mesmo que possuam VPL positivo. Esse não investimento pode ser evitado caso a empresa opte por recursos gerados internamente na organização (que não serão subavaliados pelos investidores).

Isto posto, Myers e Majluf (1984) ao apresentarem a teoria do *Pecking Order* defendem a existência de uma hierarquia na decisão de financiamento das organizações, através da qual a empresa optará por financiar seus projetos com recursos internos, oriundos de sua atividade; não dispondo desses recursos ela contratará dívida; e somente em último caso emitirá ações. Concluindo que uma empresa nunca emitirá ações enquanto tiver a possibilidade de adquirir dívida, exceto se seus papéis estiverem superavaliados pelo mercado.

Cinco premissas chave são utilizadas na argumentação desse modelo, tais expostas a seguir:

- as empresas operam em um mercado eficiente/perfeito;
- as empresas possuem alto custo para divulgar informações ao mercado;

- seleção adversa, os títulos são negociados a um valor médio visto que os investidores não possuem totais informações sobre a empresa;
- os gestores agem no sentido de maximizar a riqueza dos acionistas já existentes; e
- os acionistas são passivos, não atualizam seus portfólios após a tomada de decisão dos administradores da empresa.

Supondo que uma empresa possua um novo projeto em análise, segundo as finanças corporativas esse projeto deveria ser aceito caso apresentasse VPL positivo. Entretanto, Myers e Majluf (1984) argumentam que uma empresa pode recusar esse projeto, mesmo que apresente VPL positivo, dependendo se recursos internos ou externos serão utilizados para financiá-lo. Se a empresa dispuser de recursos internos, esse projeto deve ser aceito. Caso seja necessária a captação de recursos externos, uma outra análise deve ser desenvolvida, considerando se será utilizada dívida ou se ações necessitarão ser emitidas.

Quando uma empresa divulga informações ao mercado, conseqüentemente seus concorrentes passam a ter acesso a essa informação. Com isso, essa companhia pode ter o valor de seus *assets-in-place* e o VPL de sua oportunidade de investimento reduzidos. Contudo, seus administradores não podem simplesmente chegar ao mercado e dizer que tem uma ótima oportunidade de investimento, mas que não explicarão os detalhes do projeto aos investidores para evitar que seus concorrentes tomem conhecimento. Com isso, Myers e Majluf (1984) argumentam que mesmo que uma empresa possua projetos de investimento atrativos, alguns deles poderão ser rejeitados caso haja a necessidade de emitir ações para financiá-los.

Ao considerar a assimetria informacional entre os administradores e os investidores, os autores propõem que, dependendo da forma como será financiado o projeto, a empresa pode ter o valor de *payoff* reduzido para os “antigos” acionistas caso sejam emitidas ações, mesmo que a análise de viabilidade do projeto apresente VPL positivo. Isso ocorre porque, na emissão de ações, o valor dos dividendos podem ser reduzidos na medida em que os retornos de *assets-in-place* e do investimento são desconhecidos do mercado, que precificará os preços das ações dessa empresa a um valor médio. Com isso, o dividendo auferido pelos



acionistas poderá ser menor que o previsto antes da emissão, prejudicando os acionistas já existentes.

## 2.4 ESTRUTURA DE CAPITAL: EVIDÊNCIAS PARA O BRASIL

No Brasil, a maioria dos estudos que considera as empresas consiste em testes empíricos sobre o mercado nacional. Portanto, são elaborados testando as principais teorias de estrutura de capitais apresentadas nesse trabalho.

Soares e Procianny (2000) apresentaram um estudo onde foi avaliada a estrutura de capital das empresas antes e após o Plano Real – que teve início em 1994 no Brasil – verificando o impacto da inflação sobre o endividamento das organizações. Os autores concluíram que após o Plano Real as empresas passaram a utilizar maiores índices de endividamento, e que esse endividamento continuou sendo na sua maioria, de curto-prazo, mantendo qualitativamente a forma adotada por essas firmas anteriormente ao Plano Real.

Um aspecto legal brasileiro que favorece a utilização de capital próprio nesse país é o pagamento de juros sobre o capital próprio<sup>3</sup>. A legislação prevê a dedutibilidade desses pagamentos destinados aos acionistas, diferentemente dos pagamentos de dividendos. Ness Jr. e Zani (2001) testaram a utilização de pagamento de juros sobre o capital próprio e concluíram que, apesar da dedutibilidade, o uso da dívida agrega maior valor à empresa, não favorecendo, dessa forma, o uso de capital próprio em substituição ao uso de capital de terceiros.

Os resultados obtidos por Eid Júnior (1996) em um trabalho que testou a estrutura de capital das empresas brasileiras apontaram para o oportunismo como determinante do endividamento das empresas, seguido pela hierarquização das fontes de financiamento, condizente com o *Pecking Order* e, por último, o equilíbrio estático pelo *tradeoff*. Cabe ressaltar que o teste de hierarquização das fontes de financiamento foi realizado aleatoriamente, indiferente do modelo proposto pelo *Pecking Order*; no entanto, os resultados apontam como segunda determinante da

---

<sup>3</sup> conforme artigo 9º da lei 9.249, de 26 de dezembro de 1992.

estrutura de capital das empresas brasileiras a mesma hierarquia defendida na corrente defendida por Myers e Majluf (1984).

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente trabalho trata-se de uma pesquisa exploratória e interpretativa. O método interpretativo é definido por Roesch (1999) como uma pesquisa que consiste em considerações sobre observações do pesquisador, que, em geral, não procura testar uma hipótese, mas discorrer de forma indutiva sobre os dados.

O objetivo principal da pesquisa é identificar se as empresas brasileiras, que emitiram ações em 2007 no mercado de capitais brasileiro, adotam práticas semelhantes em seus níveis de utilização de capitais de terceiros e próprios, conforme apregoam diversos autores como Myers (1977), Myers e Majluf (1984), Ross (1977), Jensen e Meckling (1986); ou se essas agem de forma aleatória em relação aos seus níveis de alavancagem, conforme defendido por autores como Modigliani e Miller (1958). Para tanto, a pesquisa propõe a utilização de indicadores que possibilitem identificar evidências às quais se supõe estarem relacionadas às teorias de estrutura de capitais apresentadas no capítulo anterior.

Caso os resultados indiquem que as empresas adotam práticas em comum, a pesquisa objetiva, também, identificar se os resultados se aproximam mais dos conceitos apregoados na teoria do *Pecking Order*, que prega que uma empresa somente emitirá ações em último caso, quando não dispuser de recursos em caixa ou possibilidade de endividamento, ou aos defendidos na teoria do *tradeoff* entre os benefícios fiscais e os custos de dificuldades financeiras.

#### 3.1 INDICADORES

A utilização de indicadores visa servir de referência para o levantamento das características associadas aos níveis de endividamento das empresas e suas relações – se houverem – com as teorias de estrutura de capital. Os índices<sup>4</sup> serão apresentados isoladamente para facilitar a compreensão do trabalho e para melhor

---

<sup>4</sup> Índice será utilizado como sinônimo de indicador nessa pesquisa.

explicação sobre cada um. Além dos indicadores, outras informações poderão ser utilizadas de forma a contribuir com as análises.

### 3.1.1 Alavancagem

As estruturas de capitais das empresas são compostas por capitais próprios, apresentados nas demonstrações contábeis na forma de patrimônio líquido, e capitais de terceiros, considerados para esse estudo como o somatório das dívidas financeiras de curto e longo prazo<sup>5</sup>. As empresas utilizam capitais de terceiros, e não somente próprios, devido ao baixo custo que estes apresentam quando comparados àqueles pela preferência de recebimento pelo credor de seus compromissos sobre o pagamento de dividendos aos acionistas.

Para analisar as estruturas de capital das empresas que compõem a amostra, iniciar-se-á com a análise da alavancagem, comparando o nível de endividamento das empresas ao longo de uma série temporal. O indicador de alavancagem é apresentado abaixo.

$$\text{Alavancagem} = \frac{\text{Dívida Financeira}}{\text{Dívida Financeira} + \text{Patrimônio Líquido}} \quad (6)$$

Confrontando a alavancagem com a teoria do *Pecking Order*, uma empresa contratará dívida quando não dispuser recursos em caixa suficientes para financiar seus projetos. Cabe salientar que a amostra utilizada nesse estudo contempla empresas que emitiram ações em 2007, ou seja, para confirmar essa teoria apresentada por Myers e Majluf (1984), as empresas (i) não dispunham de recursos ociosos em caixa, (ii) esgotaram suas fontes de financiamento e (iii) recorreram a emissão de ações.

Caso haja aumento do endividamento das firmas foco desse estudo, no teste da teoria do equilíbrio estático, pode-se entender que a empresa necessitava de recursos e se encontrava em um ponto próximo do equilíbrio, de tal forma que emitiu

---

<sup>5</sup> A maioria dos livros sugere o endividamento como o somatório entre o passivo circulante e o passivo exigível a longo de prazo. No entanto, como forma de excluir as demais dívidas operacionais, serão consideradas somente as dívidas financeiras, pelo fato daquelas serem resultantes das atividades operacionais da empresa.

ações e contratou dívida, mantendo o nível adequado entre os custos e benefícios adquiridos com o endividamento.

### 3.1.2 Participação de Capital Próprio

Partindo do fato da amostra ser composta somente por empresas que emitiram ações em 2007, pode-se concluir que todas as empresas aqui consideradas apresentaram variações em seu patrimônio líquido em 2007. No entanto, outras capitalizações podem ter ocorrido nas empresas além da realizada no ano de 2007.

Conforme apregoado pelo *Pecking Order*, somente em último caso uma empresa emitirá ações. Nesse caso, pode-se supor que a empresa não dispunha recursos em caixa e que os níveis de endividamento já estavam esgotados. Como última alternativa, portanto, a empresa recorreu a emissão de ações.

No modelo *tradeoff*, a empresa realizou a operação no Bovespa para equilibrar sua estrutura de capital.

Para testar ambas as teorias discutidas, o indicador adequado mede a participação de capitais próprios na estrutura da empresa, definido por:

$$\text{Participação de Kp} = \frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Ativo Total}} \quad (7)$$

Onde Kp representa capital próprio, dos acionistas.

### 3.1.3 Nível de Caixa da firma

Conforme apresentado pelo modelo de Myers e Majluf (1984), a empresa não emitirá ações se dispuser de recursos em caixa. Com isso, busca-se verificar se no momento da emissão a empresa mantinha recursos em caixa, e/ou se após a emissão de ações, esses recursos foram destinados a projetos já em andamento ou

que aguardavam recursos financeiros para serem implementados. Por conseguinte, os recursos financeiros provenientes das emissões de ações devem ter sido consumidos, conforme apregoado pelo *Pecking Order*.

O modelo do *tradeoff* entre os benefícios e os custos de dívida, por outro lado, induz a pensar que a empresa emitiu ações para equilibrar sua estrutura de capital, independentemente do destino dos recursos provenientes dessa operação. Contudo, para confirmar o *tradeoff*, é razoável supor que a alavancagem da empresa estava acima do proposto pelo modelo.

Para evitar distorções, pelo fato de a amostra conter empresas de diferentes setores e com diferentes necessidades de capital de giro, um índice que considera o ativo total da empresa no denominador será utilizado, de forma que o esse represente uma razão entre as disponibilidades e o ativo total da empresa. O indicador selecionado para avaliar a representatividade do caixa é apresentado abaixo.

$$\text{Nível de Caixa} = \frac{\text{Disponibilidades}}{\text{Ativo Total}} \quad (8)$$

### 3.1.4 Pagamento de Dividendos

No *tradeoff* as empresas emitem ações para atingir o ponto de equilíbrio entre os custos de dificuldades financeiras e os benefícios associados ao endividamento. Por isso, o pagamento de dividendos não influenciaria nesse modelo.

Por outro lado, conforme apresentado na teoria do *Pecking Order*, uma empresa não pagaria dividendos se dispusesse de projetos interessantes para investir, exceto se houvesse recursos disponíveis para dar prosseguimento aos investimentos que apresentam VPL positivo, e ainda assim, houvesse excedente de caixa. Caso os saldos em caixa fossem insuficientes para dar prosseguimento ou iniciar esse projeto, a empresa não pagaria dividendos. Portanto, se uma empresa pagou dividendos e emitiu ações está contrariando o modelo do *Pecking Order*.

A análise será feita confrontando os pagamentos de dividendos efetuados no período em análise com as variações nos níveis de endividamento e as variações no patrimônio líquido no período em análise.

### 3.1.5 Lucratividade

A teoria do *tradeoff* defende que empresas mais rentáveis se endividarão mais, haja vista que maior será o benefício fiscal a que terão direito. Certamente esse endividamento será balanceado com os custos de dificuldades financeiras. Entretanto, o *Pecking Order*, apregoa que empresas mais lucrativas apresentarão maiores saldos de caixa, portanto se endividarão menos e dificilmente emitirão ações.

Isto posto, um maior nível de endividamento para empresas com alto nível de rentabilidade favorece o *tradeoff*, enquanto, em contrapartida, menor nível de alavancagem em empresas com alto nível de rentabilidade corrobora com o *Pecking Order*.

Por se tratar de indicador operacional, a rentabilidade da empresa será medida pela Margem E.B.I.T.D.A.<sup>6</sup> que considera somente o resultado da operação, independentemente do resultado financeiro da empresa:

$$\text{Margem EBITDA} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Receita Líquida de Vendas}} \quad (9)$$

### 3.1.6 Taxa Efetiva de Impostos sobre o Lucro

Uma empresa que apresente a taxa efetiva de impostos sobre o lucro relativamente alta deve utilizar níveis altos de alavancagem, uma vez que seu benefício fiscal será alto, levando o seu ponto de equilíbrio, defendido pelo *tradeoff*,

<sup>6</sup> E.B.I.T.D.A. do inglês *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*, traduzindo representa Lucro antes do Resultado Financeiro, dos impostos, da depreciação e da amortização.

para cima. Dessa forma, empresas que apresentam características de endividamento em conformidade com essa teoria devem apresentar maiores níveis de endividamento a medida em que maior for a taxa fiscal aplicada sobre o lucro.

Na teoria do *Pecking Order*, contudo, o nível de alavancagem não deve ser diferenciado, haja vista que seus autores defendem a hierarquização das fontes de financiamento.

Essa taxa será obtida da seguinte forma:

$$\text{Taxa Efetiva de Impostos sobre o Lucro} = \frac{\text{LAIR} - \text{LL}}{\text{LAIR}} \quad (10)$$

Onde LAIR é o lucro antes do imposto de renda e contribuição social e LL é o lucro líquido. Aqui um pequeno ajuste se faz necessário pois a legislação brasileira prevê o pagamento de juros sobre o capital próprio aos acionistas.

### 3.1.7 Setor de atividade

Os autores Myers e Majluf (1984) apregoam que uma empresa se endividará quando não dispuser recursos em caixa para financiar seus projetos, sendo indiferente à qual setor essa empresa represente. Por isso, pode-se deduzir que os níveis de alavancagem das empresas não devem alterar devido ao setor em que ela atue. No entanto, a variação na utilização de dívida financeira associada ao setor que a empresa atua não permite conclusões sobre a teoria do *Pecking Order*.

No *tradeoff*, entretanto, podemos avaliar se as empresas de um mesmo setor apresentam níveis semelhantes, haja vista que parte do risco sistêmico enfrentado pelas empresas é calculado considerando o setor de atividade em que ela atua. Isto posto, será avaliado o nível de endividamento das empresas em relação aos betas apresentados pelo autor supracitado, esperando, para confirmar o *tradeoff* que indústrias que possuem maiores betas apresentem menores níveis de endividamento já que maiores são os custos de dificuldades financeiras associados a essa variável.



Brealey e Myers (2005) argumentam que empresas de crescimento, de alta tecnologia, por exemplo, cujos ativos são de risco e na sua maioria intangíveis, normalmente utilizam relativamente pouca dívida. Por outro lado, empresas que possuem ativos de baixo risco, na sua maioria tangíveis, tendem a adotar maiores níveis de alavancagem. Como exemplo de empresa que possua ativos de baixo risco e tangíveis na sua maioria, Brealey e Myers (2005) citam uma empresa de aviação, em que caso a empresa venha a enfrentar dificuldades financeiras, as aeronaves podem sustentar a dívida.

### 3.2 CRITÉRIOS DE ESCOLHA DA AMOSTRA

Em 2007 setenta e cinco empresas brasileiras emitiram ações no mercado de capitais brasileiro, sendo sessenta e três ofertas iniciais de ações – *IPOs* – e doze novas emissões de empresas já listadas. Dessas empresas, contudo, para compor a amostra nessa pesquisa, serão excluídas as empresas que efetuaram seus *IPOs*. Além dessas, outras duas serão excluídas por serem instituições financeiras que são obrigadas a atender legislações específicas, que restringem o nível de alavancagem permitido. Ainda, por falta de informações financeiras e contábeis, se faz necessário a exclusão de mais duas empresas.

Portanto, para essa pesquisa, serão consideradas oito empresas. Essas empresas já eram listadas e no ano de 2007 efetuaram novas emissões de ações. Serão excluídas sessenta e cinco empresas que efetuaram seus *IPOs* nesse ano, duas instituições financeiras e duas empresas por falta de informações.

O motivo de limitar a amostra somente a empresas já listadas anteriormente ao ano de 2007 reside no fato de ofertas iniciais de ações apresentarem peculiaridades não consideradas nas teorias em teste nessa pesquisa.

A vantagem em limitar a amostra às empresas que operaram suas emissões no mesmo ano permite obter maior homogeneidade nas condições de emissão, posto que as condições macroeconômicas e políticas enfrentadas foram similares para as empresas.

O ano de 2007 foi um ano marcado pela abertura de capital de diversas companhias no Brasil. Com a popularização dos investimentos em mercados de

capitais e com a alta dos principais índices das bolsas de valores globais nesse ano, em especial do índice IBovespa<sup>7</sup> – principal índice do mercado de capitais brasileiro – os investidores de pequeno e médio porte acostumados a investir em caderneta de poupança e CDBs de bancos se viram incentivados a ingressar nesse tipo de investimento, impulsionados pela baixa das taxas de juros brasileiras, que desestimulou ainda mais os investimentos em renda fixa.

O ano de 2007, ainda, foi caracterizado no Brasil como um ano de crescimento econômico, favorecido pela alta liquidez mundial, e com a possibilidade de o país adquirir o *investment grade*, concedido pelas principais agências de *rating*. Além dos pequenos e médios investidores começarem a comprar ações, os investidores estrangeiros que já investiam no mercado de capitais brasileiro, atraídos pelas altas dos papéis nacionais e com a possibilidade do grau de investimento, passaram a investir maciçamente nas empresas brasileiras, favorecendo positivamente os papéis e as taxas de câmbio devido ao fluxo financeiro.

As empresas que compõem a amostra desse estudo são apresentadas a seguir. Na tabela, são destacados os segmentos de mercado em que cada uma atua, o nível de mercado em que essa empresa está listada e realizou a operação, bem como o volume financeiro negociado e a participação de investidores estrangeiros.

---

<sup>7</sup> O índice Bovespa é o valor atual, em moeda corrente, de uma carteira teórica de ações constituída em 02/01/1968, composto por papéis de maior representatividade nos negócios realizados, tanto em termos de liquidez quanto em capitalização bursátil ([www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)).

Dados da Companhia		Informações da Oferta		
Nome de Pregão	Classificação Setorial	Início de	Volume Total	Participação de
		Negociação	(R\$)	Estrangeiros
CIA HERING	Vestuário	23/07/07	311.663.000	63%
DROGASIL	Medicamentos	03/07/07	392.690.400	67%
EMBRAER	Material Aeronáutico	08/02/07	1.789.970.678	88%
GAFISA	Construção Civil	16/03/07	1.171.304.966	93%
INDS ROMI	Máquinas e Equipamentos Industriais	13/04/07	482.507.670	44%
PERDIGAO S/A	Alimentos	14/12/07	933.489.000	26%
SUZANO PAPEL	Papel e Celulose	09/02/07	543.696.011	58%
USIMINAS	Siderurgia	27/04/07	2.069.007.490	69%

**Tabela 1 – Empresas listadas que emitiram ações em 2007**

Fonte: Elaborada pelo autor

## 4 ANÁLISE DE DADOS

A partir da aplicação dos indicadores apresentados na seção anterior nas empresas que compõem a amostra dessa pesquisa, busca-se evidências relacionadas às teorias do *Pecking Order* e do *tradeoff*. Por se tratar de uma amostra composta por apenas oito empresas, os resultados não serão significativos a ponto de supor que essas evidências representem a realidade das empresas brasileiras, mas sim, evidências em relação as oito empresas aqui destacadas, que representam a totalidade de empresas que emitiram ações em 2007, excluindo dessa os *IPOs*.

O fato de não serem incluídas mais empresas na amostra deve-se ao objetivo de buscar relações entre as teorias de estrutura de capital e as emissões de ações em 2007. O ano de 2007 foi atípico para o mercado de capitais brasileiro com o ingresso de pequenos e médios investidores habituados a investir em aplicações de renda fixa. O bom desempenho de alguns papéis impulsionando o índice IBovespa e um cenário macroeconômico favorável contribuíram para a popularização desse mercado no país.

A vantagem em trabalhar com uma amostra pequena é que essa permite avaliar isoladamente cada empresa, de posse dos indicadores construídos a partir de informações contábeis e financeiras divulgadas ao mercado. Quando necessário, outros índices ou dados da empresa poderão ser utilizados na construção dos argumentos. Após a explanação sobre cada empresa em separado, um apanhado geral apresentará as principais conclusões sobre a pesquisa.

### 4.1 CIA HERING

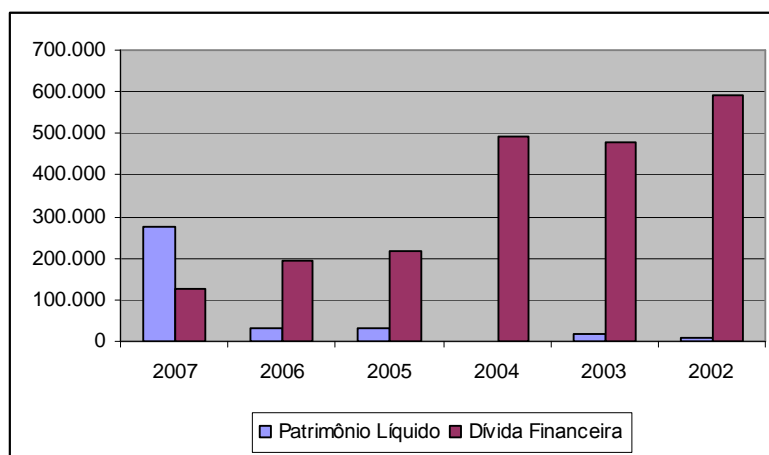
O painel de indicadores da Cia Hering apresentado abaixo demonstra que de 2002 à 2004 a empresa utilizava mais de 95% de dívidas para financiar suas operações. De 2005 à 2006 a empresa continuou altamente alavancada, mas baixou essa relação para praticamente 86%. Somente com a emissão de ações em 2007 a empresa baixou drasticamente esse indicador atingindo 31% de dívida financeira.

Painel de Indicadores	2007	2006	2005	2004	2003	2002
Alavancagem	31%	86%	87%	100%	96%	99%
Participação de Capital Próprio	31%	4%	4%	0%	3%	1%
Nível de Caixa	17%	1%	1%	1%	3%	3%
Margem EBITDA	8%	16%	7%	10%	14%	18%
Taxa Efetiva de Impostos sobre o Lucro	-408%	57%	-3%	10%	-11%	17%

**Tabela 2 – Painel de Indicadores Cia. Hering**

Fonte: Elaborado pelo autor com informações retiradas do site da Bovespa

O gráfico abaixo ilustra a evolução dos capitais dos acionistas e dos terceiros ao longo do período – cabe salientar que o capital de terceiros é representado somente pela dívida financeira, excluídas as contas operacionais da empresa, entre outras, fornecedores e impostos a pagar, conforme explicado na apresentação do indicador de alavancagem na seção anterior. Além do alto nível de endividamento, podemos visualizar que não houve variações significativas no patrimônio líquido da empresa, nos levando a deduzir que não houve emissão de ações anteriormente à 2007.



**Figura 1 – Gráfico Capital Próprio x Dívida Financeira Cia Hering**

Fonte: Elaborado pelo autor com informações da empresa

Isto posto, encontram-se evidências em favor da teoria do *Pecking Order*. Aparentemente a empresa segue uma hierarquia na utilização de suas fontes de financiamento. O fato de o índice de representatividade do caixa não apresentar variações ao longo do período de 2002 à 2006 evidencia que a empresa utilizou esses recursos para financiar seus projetos. Ao passo que essa fonte se esgotou, a

empresa utilizou dívidas. Somente em 2007 a empresa emitiu novas ações no mercado.

Comparando 2007 aos anos anteriores verifica-se que nesse ano a empresa apresentou excedente de caixa (presume-se excedente devido aos níveis mantidos nos anos anteriores), deixando recursos ociosos que não foram utilizados para financiar projetos ou investimentos da empresa. Aparentemente a emissão não foi operada com o objetivo de levantar recursos para financiar projetos interessantes que a empresa possuía e aguardavam fundos para serem implementados. Podemos supor que foram captados mais recursos do que a empresa necessitava quando realizada a operação de emissão de ações em 2007. Dessa forma, em 2007, encontramos evidências que contrariam o *Pecking Order*.

O indicador de lucratividade apresentado no painel mostra que não se trata de uma empresa altamente rentável, apesar de apresentar índices satisfatórios. Podemos notar que o endividamento não está relacionado com a lucratividade da empresa, pois aquele não varia de acordo com os melhores índices desse, conforme apregoado no *tradeoff*.

O índice real de impostos pagos apresenta percentuais baixos, o que demonstra que a taxa marginal de impostos sobre o lucro tributável da empresa é baixa. Ambas contrariam a teoria do *tradeoff*, pois, supõe-se que uma empresa altamente rentável e/ou com alta taxa de tributação adotariam maiores níveis de endividamento haja vista o maior potencial para redução do lucro tributável através da utilização de capitais de terceiros. Ao passo que a empresa utiliza altos níveis de endividamento, apresenta taxas marginais de tributação baixas e não apresenta bom resultado operacional está contrariando a teoria do *tradeoff*.

## 4.2 DROGASIL

O índice de alavancagem da empresa permite vislumbrar que a empresa mantinha níveis praticamente constantes entre os anos de 2002 e 2005. No ano de 2004 houve uma redução no nível de endividamento, mas que retornou ao patamar dos 15% observado anteriormente. Em 2006, no entanto, a empresa atingiu 25% de alavancagem. Essa alavancagem foi equilibrada com a emissão de ações em 2007,

onde esse índice retornou aos 14% sobre o total de dívidas somadas ao patrimônio dos acionistas. O painel de indicadores da Drogasil é apresentado abaixo.

<b>Indicador</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>
Alavancagem	14%	25%	15%	8%	11%	14%
Participação de Capital Próprio	65%	41%	48%	52%	58%	60%
Nível de Caixa	50%	16%	12%	10%	14%	10%
Margem EBITDA	4%	6%	4%	6%	7%	7%
Taxa Efetiva de Impostos sobre o Lucro	30%	26%	27%	25%	27%	27%

**Tabela 3 – Painel de Indicadores Drogasil**

Fonte: Elaborado pelo autor com informações retiradas do site da Bovespa

Os índices de tributação mantiveram-se na mesma linha ao longo do período. Uma vez que não houve alteração na tributação sobre o lucro da empresa, segundo a teoria do *tradeoff*, o ponto de equilíbrio não deve sofrer interferência, nem para cima nem para baixo. A lucratividade da empresa também se manteve praticamente constante, desfavorecendo alterações no ponto de equilíbrio entre os benefício e custos associados ao endividamento da empresa. Isto posto, podemos deduzir que o comportamento da empresa acerca de sua estrutura de capitais está associado a algumas das características defendidas pelo *tradeoff*. A empresa mantém a participação de capitais de terceiros num ponto de equilíbrio, de forma que os custos de dificuldades financeiras não interfiram no valor da empresa, e cada vez que a empresa se afasta desse ponto, emiti ações ou contrata dívida para retornar ao equilíbrio.

Sobre a Teoria do *Pecking Order* pode-se supor que a empresa utilizava seu excedente de caixa para financiar suas atividades e projetos, posto que o índice que representa as disponibilidades da empresa sobre seu ativo total não apresenta variações relevantes entre 2002 e 2006. Em 2006 a empresa atingiu 25% de dívida financeira sobre o somatório da dívida financeira e o patrimônio líquido, superando os níveis mantidos pela empresa até então para esse índice. É razoável supor que a empresa atingiu seu nível máximo de endividamento em 2006 e, para dar continuidade às suas atividades, a empresa utilizou-se do último recurso disponível – assim defendido por Myers e Majluf (1984) – para captar recursos: a emissão de ações. De 2002 à 2006 a empresa não apresentou variações positivas em seu patrimônio líquido, de forma que observa-se que a empresa não emitiu ações nesse

período. Dessa forma, pode-se concluir que há evidências que indiquem uma hierarquia das fontes de financiamento adotadas pela empresa, corroborando com a teoria do *Pecking Order*.

### 4.3 EMBRAER

A Embraer apresenta seu nível de alavancagem praticamente constante ao longo dos anos, com pequenas variações. Dessa forma, a representatividade do capital próprio sobre o ativo total também não apresenta variações significativas. Abaixo é apresentado o painel de indicadores da empresa.

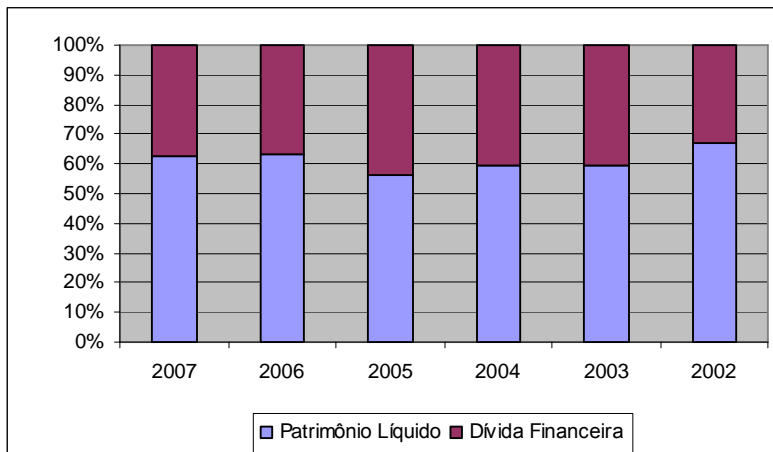
<b>Painel de Indicadores</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>
Alavancagem	37%	36%	44%	41%	41%	33%
Participação de Capital Próprio	34%	31%	28%	33%	30%	29%
Nível de Caixa	28%	23%	26%	12%	20%	11%
Margem EBITDA	9%	12%	12%	21%	23%	32%
Taxa Efetiva de Impostos sobre o Lucro	34%	35%	44%	31%	37%	33%

**Tabela 4 – Painel de Indicadores da Embraer**

Fonte: Elaborada pelo autor com informações retiradas da Bovespa

O nível de caixa, no entanto, varia ao longo dos anos, demonstrando que a empresa não visa otimizar seu uso, deixando recursos ociosos em caixa e utilizando-se de dívida para financiar a operação. Dessa forma, o nível de caixa e a linearidade do índice de alavancagem apontam para o *tradeoff*, visto que a empresa, mesmo mantendo recursos em caixa, utiliza-se de dívida para financiar sua operação, sem, no entanto, deixar a relação entre capital dos acionistas e capital de terceiros variar abruptamente. Essa relação fica melhor ilustrada no gráfico apresentado abaixo:





**Figura 2 – Gráfico Capital Próprio x Dívida Financeira Cia Hering**

Fonte: Elaborado pelo autor com informações da empresa

A margem EBITDA, embora venha decrescendo, demonstra que a Embraer é geradora de caixa operacional. A rentabilidade associada ao alto nível de endividamento corrobora com o *tradeoff*. Essa mesma relação pode ser realizada com o nível de impostos sobre o lucro tributável. Empresas rentáveis e com altos percentuais de impostos sobre o lucro devem utilizar altos índices de alavancagem, visto o potencial para benefícios fiscais.

Do ponto de vista da teoria do *Pecking Order*, não são encontradas evidências associadas as práticas apresentadas por Myers e Majluf (1984) em seu estudo.

#### 4.4 GAFISA

A seguir é apresentado o painel de índices da Gafisa.

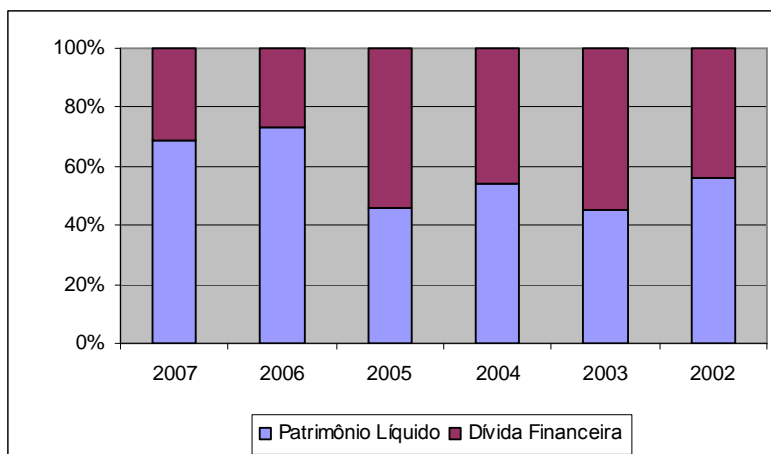
Indicador	2007	2006	2005	2004	2003	2002
Alavancagem	31%	27%	54%	46%	55%	44%
Participação de Capital Próprio	52%	54%	29%	21%	18%	19%
Nível de Caixa	17%	18%	14%	5%	4%	5%
Margem EBITDA	13%	11%	13%	14%	19%	19%
Taxa Efetiva de Impostos sobre o Lucro	27%	17%	-12%	22%	17%	12%

**Tabela 5 – Painel de Indicadores da Gafisa**

Fonte: Elaborado pelo autor com informações retiradas do site da Bovespa

A Gafisa apresenta índices de alavancagem no período de 2002 à 2005 por volta de 50%, ligeiramente acima ou abaixo. A partir de 2006 esse índice baixa para a casa dos 30%.

No gráfico abaixo percebe-se que a relação capital próprio e capital de terceiros apresenta variações ao longo do período.



**Figura 3 – Gráfico Capital Próprio x Dívida Financeira Gafisa**

Fonte: Elaborado pelo autor com informações da empresa

A Gafisa apresentou resultados operacionais girando em torno de 13% nos últimos 4 anos, conforme demonstrado no índice de rentabilidade da empresa – Margem EBITDA. A variação no endividamento da empresa, no entanto, não acompanha esses movimentos, de modo que pode-se concluir que esse índice não está apresentando relação com o *tradeoff*, visto que, nessa teoria, maior lucratividade está associada a maior endividamento; o que não foi verificado na Gafisa.

A taxa efetiva de impostos sobre o lucro é alta, atingindo 27% no ano de 2007. Contudo, a empresa não utiliza-se de dívida para reduzir a tributação da

empresa e, com isso, maximizar o valor da empresa. Dessa forma, está contrariando o *tradeoff*.

A partir de 2005 o índice de caixa sobre o ativo total da empresa passa a ser mais representativo, evidenciando que a empresa (i) passou a operar com excedentes de caixa ou (ii) que houve alterações estruturais que exigiram da empresa alocar maiores recursos em seu capital de giro.

Em relação ao *Pecking Order*, observa-se que a empresa vem reduzindo sua dívida, mas apresenta saldos em caixa numa crescente, o que não confirma as evidências postuladas por Myers e Majluf (1984). Além disso, em 2007 a empresa emitiu ações no mercado. Segundo a teoria do *Pecking Order*, essa seria a última fonte de financiamento para a empresa; uma vez que a empresa vem reduzindo seu índice de alavancagem e aumentando os saldos de caixa, não haveria a necessidade de emitir ações.

#### 4.5 PERDIGÃO

O quadro de indicadores da Perdígão é apresentado a seguir.

<b>Painel de Indicadores</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>
Alavancagem	41%	47%	58%	48%	65%	73%
Participação de Capital Próprio	49%	44%	34%	38%	27%	22%
Nível de Caixa	27%	23%	23%	11%	23%	30%
Margem EBITDA	12%	9%	14%	12%	10%	10%
Taxa Efetiva de Impostos sobre o Lucro	16%	-58%	20%	20%	15%	-254%

**Tabela 6 – Painel de Indicadores da Perdígão**

Fonte: Elaborado pelo autor com informações retiradas do site da Bovespa

O índice de alavancagem da empresa vem decrescendo ao longo do período, apresentando uma tendência a aproximar-se dos 50%.

A Perdígão apresenta saldos de caixa em linha ao longo do período. Essa linearidade nos leva a deduzir que a empresa ou (i) operou com excedentes de caixa ao longo do período de em análise, ou (ii) a empresa está com seu caixa ajustado, sem excedentes ociosos. A segunda hipótese parece ser mais realista, visto o alto

custo para empresa manter recursos ociosos em caixa, e será, portanto, considerada na pesquisa.

A análise do indicador de lucratividade transmite que trata-se de uma empresa rentável, com geração de caixa, onde cerca de 11% da sua receita líquida é convertida em caixa operacional, conforme o indicador de Margem EBITDA da empresa. Esse índice, contudo, não apresenta relação com o endividamento da empresa, contrariando o *tradeoff*. Essa relação, lucratividade versus endividamento, apresenta relação com o *Pecking Order*, visto que maior lucratividade expõe a empresa a menor utilização de capitais de terceiros, segundos os preceitos dessa teoria – conforme observado no quadro acima.

A taxa marginal de tributação permanece praticamente constante ao longo do período, não acompanhando os movimentos do índice de alavancagem. Dessa forma, está mais relacionado aos conceitos apregoados na teoria do *Pecking Order*.

#### 4.6 ROMI

Os índices da Romi são apresentados no quadro abaixo.

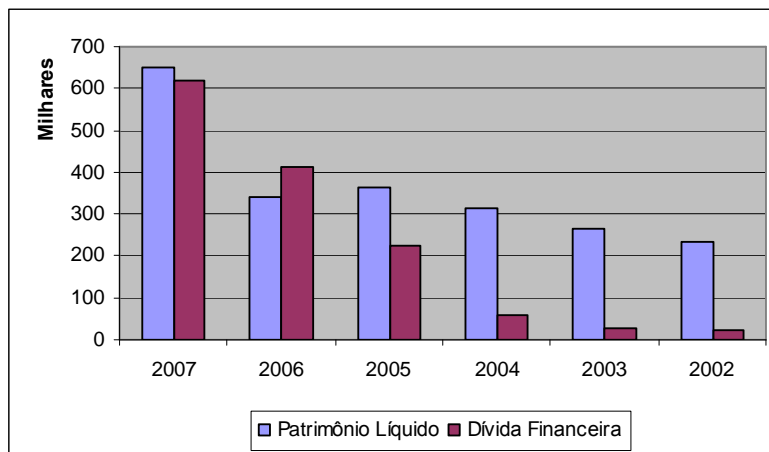
<b>Painel de Indicadores</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>
Alavancagem	49%	55%	38%	16%	9%	8%
Participação de Capital Próprio	47%	37%	54%	68%	76%	76%
Nível de Caixa	22%	9%	12%	11%	16%	11%
Margem EBITDA	20%	20%	18%	20%	19%	17%
Taxa Efetiva de Impostos sobre o Lucro	21%	25%	22%	22%	20%	28%

**Tabela 7 – Painel de Indicadores da Romi**

Fonte: Elaborado pelo autor com informações retiradas do site da Bovespa

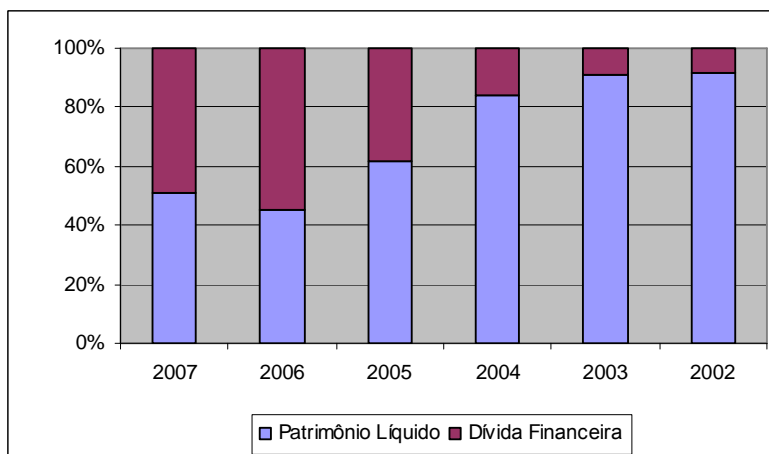
A Romi é uma apresenta rentável que transforma por volta de 20% de sua receita líquida operacional em caixa operacional, conforme o indicador de margem EBITDA. A alavancagem da empresa vem aumentando gradativamente ao longo dos anos, associado a maior lucratividade – com exceção ao ano de 2007 em que o índice de endividamento da empresa ficou menos representativo quando comparado ao ano anterior – conforme pode-se visualizar nos gráficos apresentados abaixo.

Com isso, o índice de lucratividade está relacionado aos preceitos defendidos pelo *tradeoff*.



**Figura 4 – Gráfico Capital Próprio x Dívida Financeira Romi**  
Fonte: Elaborado pelo autor com informações da empresa

Note-se que o endividamento aumentou em 2007, conforme mencionado anteriormente; entretanto, o uso de capital próprio teve proporcionalmente uma elevação maior – quando comparada ao ano anterior. O gráfico abaixo apresenta mais claramente essa relação.



**Figura 5 – Gráfico Proporção Capital Próprio x Dívida Romi**  
Fonte: Elaborado pelo autor com informações da empresa

Podemos verificar através do nível de caixa que a empresa após a emissão de ações em 2007 apresentou excedente de caixa – presume-se excedente de caixa

tendo como referência os anos anteriores. No entanto, de 2002 à 2006 a empresa utilizou níveis praticamente constantes de recursos alocados nessa rubrica, de modo que podemos identificar, nesses anos que contemplam a grande parte do período em análise, evidências em favor do *Pecking Order*. A empresa, entre 2002 e 2006, manteve níveis constantes de caixa, de forma que podemos deduzir que esses recursos foram consumidos pela empresa. O aumento gradativo da participação de capitais terceiros na Romi sem alteração do nível de caixa nos leva a concluir que mais uma vez esses recursos foram consumidos. Em 2006, quando o endividamento supera o capital dos acionistas a empresa emite ações.

O alto índice de tributação marginal sobre o lucro é compensado pelo alto uso de dívida na Romi. Dessa forma, está relacionado ao *tradeoff*, posto que está maximizando o valor da empresa aproveitando do benefício fiscal adquirido com o uso de dívida.

#### 4.7 SUZANO PAPEL E CELULOSE

O quadro que apresenta os indicadores da Suzano Papel e Celulose é apresentado a seguir.

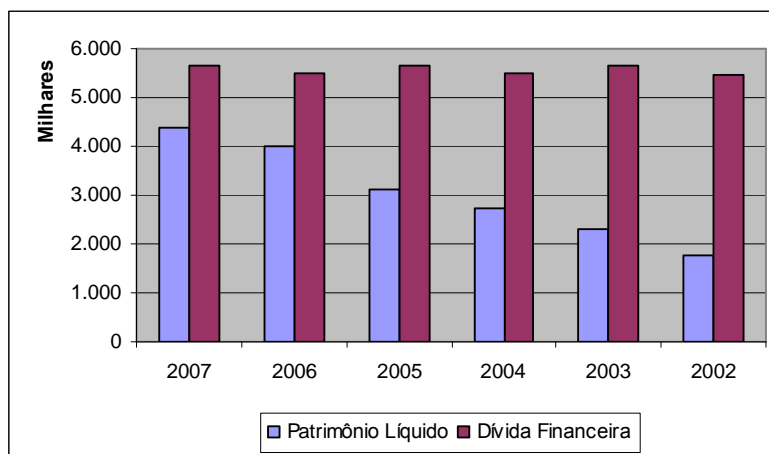
<b>Painel de Indicadores</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>
Alavancagem	56%	58%	65%	67%	71%	76%
Participação de Capital Próprio	38%	40%	42%	46%	39%	28%
Nível de Caixa	12%	15%	15%	18%	22%	22%
Margem EBITDA	31%	31%	31%	39%	39%	39%
Taxa Efetiva de Impostos sobre o Lucro	34%	26%	23%	25%	33%	149%

**Tabela 8 – Painel de Indicadores da Suzano Papel e Celulose**

Fonte: Elaborado pelo autor com informações retiradas do site da Bovespa

A Suzano Papel e Celulose apresenta índice de alavancagem muito alto quanto comparado às demais empresas que compõem a amostra desse estudo, representando 76% em 2002. No entanto esse índice vem reduzindo paulatinamente ao longo dos anos. Em 2007, após a emissão de ações, a participação de capitais

de terceiros representou 56%. No gráfico a seguir é ilustrada essa relação entre capitais próprios e capitais de terceiros ao longo do período.



**Figura 6 – Gráfico Capital Próprio x Dívida Financeira Suzano**  
 Fonte: Elaborado pelo autor com informações da empresa

Percebe-se, nesse gráfico, que o montante em dívida é praticamente constante ao longo dos anos. No entanto, a representatividade dos capitais de terceiros na estrutura de capital da empresa vem decrescendo na medida em que, ao passar dos anos, a participação de capital próprio está aumentando.

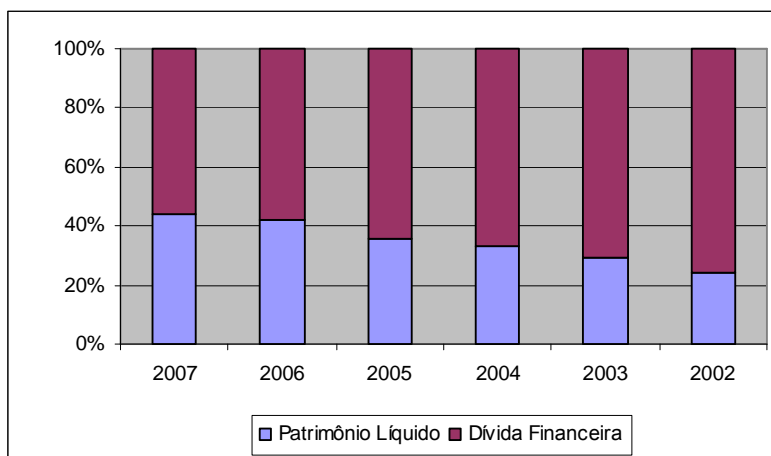
A análise da rentabilidade operacional da Suzano Papel e Celulose demonstra que a empresa é altamente rentável, com 39% de sua receita líquida sendo convertida em caixa operacional nos anos 2002, 2003 e 2004; e 31% anualmente no período que vai de 2005 à 2007.

A tributação sobre o lucro da empresa é alto. De acordo com esse índice, a empresa pagou em 2007 34% de impostos sobre seu lucro calculado anteriormente aos impostos.

Isto posto, encontram-se evidências em favor do *tradeoff*. Ao passo que empresas rentáveis apresentarão resultados antes do imposto de renda altos, essas deverão endividar-se mais que as menos rentáveis. Por causa das altas tributações sobre esse lucro que incorreriam sobre a empresa, através do uso da dívida esse lucro será reduzido e, conseqüentemente, serão reduzidos os tributos a serem pagos. A favor do apregoado no *tradeoff*, empresas que sofrem altas taxas de tributação também terão seus pontos de equilíbrio puxados para cima, de tal forma

que os benefícios potenciais serão maiores, favorecendo o uso de dívida para essas empresas.

Encontram-se evidências em favor do *Pecking Order* também. A participação de capitais próprios apresenta alterações ao longo do período, embora o montante de dívida permaneça constante, de forma que a proporção dívida e capital próprio venha reduzindo, conforme demonstra o gráfico abaixo.



**Figura 7 – Gráfico Proporção Capital Próprio x Dívida Suzano**

Fonte: Elaborado pelo autor com informações da empresa

Aliado a isso, o caixa da Suzano Papel e Celulose vem apresentando reduções ao longo do período, sinalizando que a empresa (i) dispunha de recursos ociosos e os vem reduzindo ao longo do tempo, ou (ii) a empresa vem apresentando ganhos de eficiência em que necessita de menos recursos ociosos para financiar seu capital de giro. Parece mais razoável a segunda opção, ganho em eficiência devido aos custos associados a essa rubrica. Isto posto podemos concluir que a empresa não dispõe de recursos ociosos em caixa, recorrendo às dívidas financeiras. No momento em que esse endividamento passa a apresentar um risco muito alto para a empresa, essa emite ações como último recurso disponível para captação de proventos financeiros, conforme apresentado por Myers e Majluf (1984) na sua teoria da hierarquização das fontes de financiamento.



## 4.8 USIMINAS

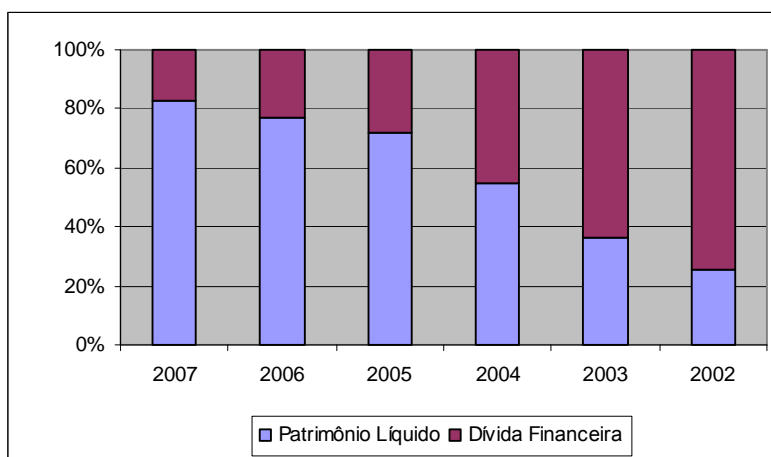
A seguir é apresentado o painel de indicadores da Usiminas.

Painel de Indicadores	2007	2006	2005	2004	2003	2002
Alavancagem	17%	23%	28%	45%	63%	75%
Participação de Capital Próprio	60%	56%	48%	35%	26%	20%
Nível de Caixa	19%	15%	11%	11%	5%	5%
Margem EBITDA	37%	35%	49%	48%	36%	37%
Taxa Efetiva de Impostos sobre o Lucro	29%	27%	21%	31%	26%	49%

**Tabela 9 – Painel de Indicadores da Usiminas**

Fonte: Elaborado pelo autor com informações retiradas do site da Bovespa

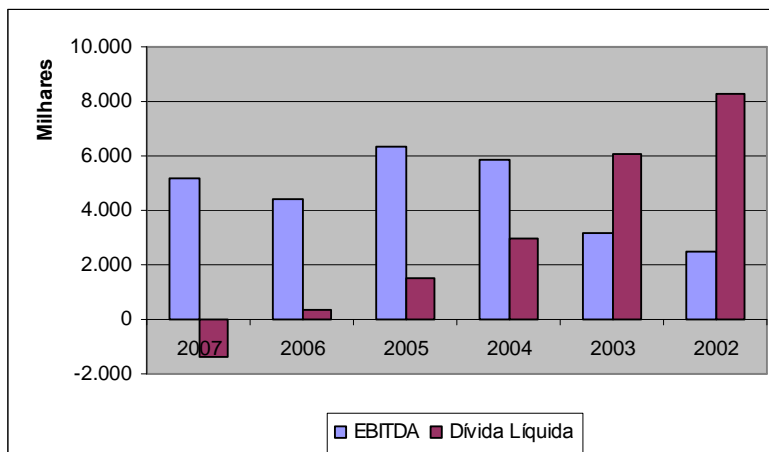
A Usiminas, ao longo do período, está reduzindo gradativamente seus níveis de alavancagem. O gráfico a seguir ilustra a relação entre capitais dos acionistas e dos terceiros.



**Figura 8 – Gráfico Proporção Capital Próprio x Dívida Usiminas**

Fonte: Elaborado pelo autor com informações da empresa

Ao considerar-se o EBITDA como geração de caixa operacional da empresa, pode-se criar uma relação entre o EBITDA e a dívida financeira líquida da empresa, com o objetivo de se traçar um comparativo entre essa geração de caixa da Usiminas e o seu endividamento líquido, excluindo desse o saldo de caixa. O gráfico abaixo apresenta essa relação.



**Figura 9 – EBITDA x Dívida Líquida Usiminas**

Fonte: Elaborado pelo autor com informações da empresa

Isto posto, vislumbra-se que a empresa, a partir de 2004, apresentou resultados operacionais superiores ao seu endividamento financeiro. Dessa forma, conforme prevê o *Pecking Order*, a empresa não deveria emitir ações, visto que essa seria a última opção na hierarquia das fontes de financiamento. Com isso, o *tradeoff* é a teoria que melhor explica esse comportamento, posto que alta lucratividade está diretamente relacionada a alto índice de alavancagem.

O mesmo raciocínio pode ser construído para o índice de tributação marginal do lucro. Empresas com altas taxas de tributação sobre o lucro devem utilizar o benefício fiscal adquirido com o uso de dívida, segundo a teoria do *tradeoff*.

O nível de caixa da empresa apresenta saldos crescentes nos últimos três anos, evidenciando que os recursos em caixa não estão sendo totalmente consumidos pela empresa antes dessa contratar dívida ou emitir ações. Dessa forma, esse índice está contrariando o *Pecking Order*.

#### 4.9 RESUMO DOS RESULTADOS

Após a análise individual das empresas, um quadro apresentará um resumo dos índices da empresas que foram utilizadas na amostra, visando apresentar as relações desses índices com as teorias de estrutura de capital objeto de teste desta pesquisa.

O quadro está estruturado da seguinte forma: caso o índice evidencie relação com a teoria do *tradeoff*, será sinalizado no quadro o número 1; da mesma forma, para a teoria do *Pecking Order*, será utilizado o número 2; caso o índice não indique relação com essas duas teorias, será utilizado o numeral 3. Essa classificação – 1, 2 ou 3 – será atribuída a teoria que apresentar maior relação com o resultado do índice, em conformidade com os apontamentos realizados pelo autor na análise individual das empresas da amostra.

	Participação de Capital Próprio	Nível de Caixa	Margem EBITDA	Taxa de Impostos sobre Lucro
<b>Cia Hering</b>	3	2	2	2
<b>Drogasil</b>	1	2	1	1
<b>Embraer</b>	1	1	1	1
<b>Gafisa</b>	3	1	2	2
<b>Perdigão</b>	3	2	2	2
<b>Romi</b>	2	2	1	1
<b>Suzano Papel e Celulose</b>	2	2	1	1
<b>Usiminas</b>	3	1	1	1

**Tabela 10 – Resumo das observações sobre as teorias de Estrutura de Capital**

Fonte: Elaborada pelo autor

No total, oito empresas foram testadas através da relação de quatro indicadores associados ao índice de alavancagem da empresa. As evidências em favor de cada uma das teorias são apresentadas a seguir.

Legenda	Teoria	Observações
1	Tradeoff	15
2	Pecking Order	13
3	Nenhum	4

**Tabela 11 – Evidências das teorias de Estrutura de Capital nas empresas**

Fonte: Elaborada pelo autor

Então, pode-se concluir que no estudo foram encontradas evidências em favor das duas teorias.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÕES

Na presente pesquisa buscou-se identificar as relações entre as teorias de estruturas de capitais, mais especificamente as teorias do *tradeoff* e do *Pecking Order*, e a realidade das empresas listadas na Bovespa que tiveram emissão de ações no ano de 2007, excluindo os *IPOs*.

Uma análise individual de cada empresa que compõe a amostra foi realizada, com a utilização de informações e índices visando relacionar as teorias do *Pecking Order* e do *tradeoff* às realidades observadas nas empresas. Então, após a análise individual, um quadro apresentou as evidências que relacionam o comportamento dessas empresas às teorias de estrutura de capitais testadas nesta pesquisa.

Isto posto, concluí-se que ambas as teorias do *Pecking Order* e do *tradeoff* estão relacionadas às empresas da amostra pelos motivos apresentados abaixo.

Foram encontradas evidências em favor do *tradeoff* em 75% das empresas que compõem a amostra, representado por pelo menos um indicador sinalizando comportamento condizente com o apregoado a essa teoria. No entanto, os índices que apontam para o *tradeoff* foram predominantes em 37,5% dessas empresas, concluindo que o comportamento dessas empresas acerca de sua estrutura de capital está associado a um ponto de equilíbrio, em que a empresa utiliza o benefício fiscal adquirido com o uso da dívida sem, no entanto, permitir que o custo de dificuldades financeiras interfira na operação da empresa, tanto em relação aos seus credores, quanto em relação aos seus clientes e acionistas.

Da mesma forma, em 75% da amostra encontramos algum indicador que apresentasse relação com os preceitos defendidos por Myers e Majluf (1984) em sua teoria do *Pecking Order*. Contudo, esse comportamento indicando relação do comportamento da empresa em relação a proporção de capitais próprios e de terceiros na sua estrutura de capital, foi predominante em 37,5%, evidenciando que essas empresas adotam uma hierarquia de financiamento, utilizando primeiramente os recursos em caixa, após a dívida e em último caso a emissão de ações.

Em 25% da amostra houve um equilíbrio entre as evidências, onde, nessas empresas, 50% dos seus indicadores analisados apontaram para o *tradeoff* e os demais 50% indicaram relação com a teoria do *Pecking Order*. Dessa forma, não foi

possível concluir nessas empresas a qual das teorias supracitadas seu comportamento estava mais conexo.

A utilização de uma amostra muito pequena permite obter conclusões somente as empresas que compõem essa amostra, não representando a realidade das empresas brasileiras. De modo que fica aqui uma sugestão para pesquisas futuras, que utilizaria uma amostra composta por um número maior de empresas brasileiras, representando não somente as que emitiram ações em 2007.

Outra limitação da pesquisa está associada a forma como os resultados foram analisados. A utilização de um modelo estatístico, como os elaborados por Shyam-Sunder e Myers (1999), Rajan e Zingales (1995), Lemmon e Zender (2002), traria maior relevância a pesquisa, não havendo influências sobre as interpretações do autor sobre os resultados obtidos. Esses autores, contribuindo com o exposto no parágrafo anterior, utilizaram amostras compostas, respectivamente, por 157, 4.554 e 49.065 empresas; obtendo maior relevância nos seus resultados.

## REFERÊNCIAS

BREALEY, Richard .A.; MYERS, Stewart. C. **Finanças Corporativas: Financiamento e Gestão de Risco**. Porto Alegre, Bookman, 2005.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas Aplicadas**. Porto Alegre, Bookman, 2002.

DIAMOND, Douglas W. Reputation acquisition in Debt Markets. **Journal of Political Economy**, n. 97, p 828-863, 1989.

EID Jr., William. Custo e Estrutura de Capital: O comportamento das Empresas Brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 36. São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, 1996.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. **Review of Financial Studies**, n. 15, p. 1-33, 2000.

FRANK, Murray; GOYAL, Vidhan. Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. **Journal of Financial Economics**, n. 67, p. 217-248, 2003.

HARRIS, Milton; RAVIV, Artur. The Theory of Capital Structure. **Journal of Finance**, n. 46, p. 297-355, 1991.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, n. 3, p. 305-360, 1976.

MYERS, Stewart C. Deteminants of Corporate Borrowing. **Journal of Financial Economics**, n. 5, p. 147-175, 1977.

MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicholas S. Corporate Financing and Investment Decision when Firms have Information that Investors do not Have. **Journal of Financial Economics**, n. 13, p. 187-222, 1984.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **American Economic Review**, n. 48, p. 261-297, 1958.

NESS Jr. W.; Zani, J. Os juros sobre o capital próprio versus a vantagem fiscal do endividamento. **Revista de Administração**, n. 36, 89-102, 2001.

RAJAN, R.; ZINGALES, L. What do We Know about Capital Structure? Some Evidences from International Data. **Journal of Finance**, n. 5, p. 1421-1460, 1996.

ROESCH, Sylvia M. A. **Projetos de Estágio e de Pesquisa em Administração**. 2ª ed. São Paulo, Atlas, 1999.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira: Corporate Finance**. 2ª ed. São Paulo, Atlas, 2002.

SHYAM-SUNDER, Lakshmi; MYERS, Stewart C. Testing the Static Trade-off Model against Pecking Order Models of Capital Structure. **Journal of Financial Economics**, n. 51, p. 219-244, 1999.

SOARES, K. ;PROCIANOY, Jairo L. O Perfil de Endividamento das Empresas Negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo após o Plano Real. **Dissertação de Mestrado**, Porto Alegre, UFRGS, 2000.