

ALAVANCAGEM FINANCEIRA E RENTABILIDADE: UMA DISCUSSÃO SOBRE O COMPORTAMENTO DE EMPRESAS DO SUL DO BRASIL À LUZ DAS TEORIAS FINANCEIRAS

Ana Paula Capuano da Cruz

Universidade Federal do Paraná (UFPR)
Fundação Universidade do Rio Grande (FURG-RS)
anapaulacapuanodacruz@hotmail.com

Roselaine da Cruz Mendes

Fundação Universidade do Rio Grande (FURG-RS)
rem_mendes@yahoo.com.br

Márcia Maria dos Santos Bortolucci Espejo

Universidade Federal do Paraná (UFPR)
marciabortolucci@ufpr.br

André das Neves Dameda

Fundação Universidade do Rio Grande (FURG-RS)
Universidade do Vale dos Sinos (UNISINOS-RS)
adameda@vetorial.net

RESUMO

A estrutura de capital das empresas tem sido focada por um sem-número de estudos teóricos e empíricos. A ausência de consenso acerca do tema representa um cenário propício para o desenvolvimento de novas pesquisas. Desse modo, o presente estudo buscou identificar a existência de correlação entre as fontes de financiamento e a rentabilidade em 483 empresas integrantes do *ranking* das maiores companhias da região sul do Brasil no ano de 2006, segundo informações divulgadas pela Revista Amanhã, relevante periódico representativo da área de negócios nesta região. Como consequência de tal análise, pretende-se identificar a(s) teoria(s) da área financeira que respaldariam tais conclusões. A pesquisa caracteriza-se por apresentar um contexto descritivo e quanto aos procedimentos é definida como documental. Com relação à abordagem do problema é delineada sob o aspecto quantitativo, tendo sido realizada uma regressão linear entre os indicadores de rentabilidade e endividamento, por meio do *software SPSS 15.0*. Os resultados verificados sugerem a tendência de correlação negativa e pouco significativa entre retorno e endividamento. As constatações apóiam os argumentos desenvolvidos pela teoria *Pecking Order* [POT], contrariando as idéias características da *Trade-Off* [TOT]. Assim, depreende-se que a POT tende a ser mais consistente para explicar a estrutura de capital das maiores empresas do sul do país.

Palavras-chave: Estrutura de capital. Rentabilidade. Teorias financeiras.

Área Temática: Contabilidade Financeira

1. INTRODUÇÃO

Desde o início da década de 90 o ambiente macroeconômico brasileiro, fortemente influenciado pela abertura comercial, estabilização da moeda e liberalização cambial, enfrenta um intenso processo de transformação. Esses eventos implicam uma série de alterações no fluxo de recursos do mercado financeiro, o que, por ora, tem tornado a tarefa de administrar organizações um desafio crescente.

Segundo Silva, J. (2006), uma organização desempenha importante papel econômico e social no mundo moderno, tendo a função de coordenar os fatores de produção para a obtenção de bens e serviços destinados à satisfação das necessidades humanas. Assim posto, a expansão das empresas requer, cada vez mais, um incremento das estratégias adotadas para consecução de seus objetivos. Para tanto, as ações diretivas das organizações devem considerar uma série de fatores exógenos, quais sejam: necessidades de seus clientes, investimentos expressivos em diversas áreas, responsabilidade sócio-ambiental, desenvolvimento de novos produtos e serviços, retorno, entre outros.

Reconhecida a necessidade de constante readaptação às alterações promovidas no sistema financeiro nacional e àquelas diariamente ditadas pelo mercado, as empresas precisam tomar decisões e, para tanto, é imperativo que estas sejam devidamente precedidas por amplo planejamento, considerando um expressivo número de variáveis que norteiam as ações administrativas. Partindo do pressuposto de que quaisquer ações representam custos às organizações, ou seja, demandam aplicação de recursos, os caminhos seguidos no processo decisório, invariavelmente, requererão uma análise de fluxos de caixa. Minussi, Damascena e Ness Jr (2001) argumentam que usualmente os estudos em finanças têm sido baseados pelo binômio risco e retorno, enfatizando que o guia que conduz a uma ampla gama de tomada de decisões é a administração do risco, habilidade fundamental na sociedade contemporânea.

Admitindo-se então a necessidade de capital à expansão, deve ser considerada a possibilidade de duas fontes de captação de recursos – própria e/ou de terceiros – nas organizações. Uma vez que a obtenção de recursos fora da empresa é propulsora de um passivo oneroso, torna-se conveniente analisar o perfil de endividamento comparativamente à sua rentabilidade.

Em face do exposto, o presente estudo visa responder à seguinte questão: o nível de endividamento influencia a rentabilidade das 500 empresas que integram o *ranking* das maiores da região sul do Brasil em 2006? Portanto, o objetivo geral desta investigação consiste em verificar a existência de correlação, positiva ou negativa, entre as fontes de financiamento e a rentabilidade nas 500 empresas que integram o ranking das maiores da região sul do Brasil, conforme base de dados divulgada pela Revista Amanhã, relevante periódico da área de negócios nesta região.

Os objetivos específicos da pesquisa correspondem a: identificação das companhias objeto de estudo, coleta dos índices de endividamento e rentabilidade de cada uma delas, estabelecimento de correlação entre as informações coletadas e análise dos dados em função da(s) teoria(s) da área financeira que respaldaria(m) tal conclusão.

O artigo está estruturado em cinco tópicos, incluindo-se essa introdução. A seção 2 aborda a literatura de suporte ao estudo. Em seguida, na seção 3, são levantados aspectos relativos à metodologia da pesquisa desenvolvida. Logo após, na seção 4, são apresentados os resultados alcançados e, na seção 5, são desenvolvidos os argumentos conclusivos.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

O tema que a investigação em questão abrange envolve aspectos teóricos e práticos que subsidiam a rotina financeira das organizações. Primeiramente, optou-se por abordar os aspectos práticos de análise financeira, contemplando mais especificamente estrutura de

capital e rentabilidade, utilizados na gestão financeira das organizações. Em segunda instância, enfatizou-se os subsídios teóricos que influenciam na decisão sobre alavancagem financeira, explicitando a Teoria de Modigliani & Miller, Teoria da Agência, Teoria da Assimetria de Informações, Teoria de *Pecking Order* e Teoria de *Trade-off*.

2.1 Gestão Financeira das Organizações

O aumento da competitividade e as constantes mudanças no ambiente empresarial requerem um instrumental sofisticado no que se refere à gestão financeira. Grandes empresas possuem um departamento financeiro encarregado de tratar especificamente desse assunto, enquanto que nas pequenas e médias essa atividade pode ser desenvolvida pelo setor de contabilidade ou até mesmo pelos seus proprietários (HOJI, 2004). Independente do seu porte, Klann, Beuren e Hein (2007) destacam que as organizações deixaram de ser entidades simples, normalmente constituídas por um único proprietário, transformando-se em entidades complexas, formadas por diversos acionistas, cujas decisões perpassam pela análise de diversos *stakeholders*.

Parisi e Nobre (2001, p. 110) ressaltam que:

A realidade empresarial que ora se apresenta, marcada por globalização dos mercados, acirramento da competição, reforma dos Estados e rápido avanço tecnológico, vem provocando questionamentos e reflexões sobre conceitos de gestão empresarial que eram antes aceitos como verdade absoluta.

Segundo Pereira (2001), os resultados de uma empresa estão intimamente relacionados à flexibilidade e capacidade de adaptação ao seu ambiente, espelhando e determinando suas condições de continuidade num contexto essencialmente dinâmico. A árdua tarefa de adaptar-se às diversas variações mercadológicas requer, além da revisão das práticas e procedimentos de atuação, a disposição de informações devidamente incrementadas. Parisi (2001) ainda ressalta que comumente têm sido verificados expressivos investimentos em tecnologia de informação, a partir da robotização e operacionalização de processos físicos.

À luz destas considerações, tem-se intensificado o reconhecimento da informação contábil como um importante recurso às organizações, motivando assim, a evolução e o aperfeiçoamento dos relatórios contábeis. Conforme Iudícibus (2000), um sistema contábil deveria produzir, em intervalos regulares de tempo, um conjunto básico e padronizado de informações, capaz de suprir as necessidades mais prementes de um bom número de usuários.

Para que a contabilidade possa desempenhar o seu papel, Oliveira, Perez Jr. e Silva (2007) salientam que é necessária a existência de um sistema de informações gerenciais, representado pela combinação de um conjunto de dados sobre os quais se aplica determinada rotina de trabalho para obtenção de informações de saídas. Uma vez considerada como um sistema de informação e avaliação, a contabilidade deve, então, reunir esforços com vistas a prover seus usuários com demonstrações e análises de natureza econômica, financeira, física e de produtividade (PEREZ Jr., 2006).

Por meio da inter-relação com a contabilidade, a administração financeira das organizações considera a necessidade de criação de valor para as organizações. Segundo Oliveira, Perez Jr. e Silva (2007), o objetivo principal das empresas deve estar centrado na maximização dos lucros, tendo em vista a remuneração dos donos do dinheiro. Padoveze (2003), ainda, ressalta a importância da gestão da eficácia das atividades desenvolvidas internamente, tendo em vista que se houver plena geração de lucros, a empresa se apropriará de uma parcela do valor agregado dado pelos produtos ou serviços, sendo que o foco da gestão econômica deve ser a construção de modelos que possibilitem a sua maximização.

Nesse sentido, a garantia da continuidade das organizações está diretamente relacionada à revisão e análise de processos, estratégias, resultados, situação financeira, entre outros. Padoveze (2003) ressalta que a análise financeira é um instrumental mínimo necessário para a avaliação contínua dos pontos de relacionamentos de uma organização.

Trata-se de um exame minucioso dos seus dados financeiros, suas condições endógenas (estrutura organizacional da companhia, considerando também a capacidade gerencial e o nível tecnológico) e exógenas, referindo-se aos fatores de ordem política e econômica, considerando, entre outras questões, a concorrência de fenômenos naturais (SILVA J., 2006).

Matarazzo (2007) acrescenta que a análise financeira possibilita um diagnóstico da empresa, cuja finalidade é determinar quais são os pontos críticos e permitir a apresentação de um esboço das prioridades para solução de seus problemas. Silva, J. (2006) destaca que esta análise deve transcender a esfera da contabilidade, importando-se com flutuações econômicas e fatores que afetam a oferta e a demanda na economia local, nacional ou internacional.

A análise financeira comumente recorre à utilização de indicadores, que na realidade, nada mais são que um comparativo entre duas grandezas. Silva, J. (2006, p. 248) define índices financeiros como “relações entre contas ou grupos de contas das demonstrações contábeis, que têm por objetivo fornecer-nos informações que não são fáceis de serem visualizadas de forma direta nas demonstrações contábeis”. Isso facilita a interpretação do analista, uma vez que a apreciação de valores relacionados uns com os outros é mais proveitosa do que àquela que visualiza valores separadamente. Além disso, pode-se vislumbrar o desempenho da empresa no passado, no presente e ainda projetar o futuro da organização.

2.1.1 Indicadores de Rentabilidade

A análise de lucratividade ou de rentabilidade, como também é conhecida, fornece informações acerca do retorno propiciado por determinado empreendimento. Ross, Westerfield e Jaffe (2007) destacam que a visualização e mensuração da rentabilidade de uma empresa são extremamente complexas. Segundo os autores, não há como afirmar, a um bom nível de significância, que uma companhia é rentável, uma vez que as afirmações somente podem ser realizadas a partir de dados passados ou correntes, porém, nunca futuros. Ademais, salientam que muitas oportunidades empresariais exigem o sacrifício de lucros na expectativa de resultados futuros.

Uma das medidas de rentabilidade utilizada para obtenção de informações acerca do retorno de uma companhia corresponde à margem de lucro líquido, obtida a partir do quociente estabelecido na Figura 1.

$$\text{Margem de Lucro Líquido} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Operacional Total}}$$

Figura 1: Índice da Margem de Lucro Líquido
Fonte: Ross, Westerfield, Jaffe (2007, p. 49)

Outras duas importantes inferências foram realizadas por Ross, Westerfield e Jaffe (2007). Os autores ressaltam a limitação representada pela exclusão do fator risco nas medidas contábeis de rentabilidade. A esse respeito salientam que alternativas que oferecem maior risco à empresa devem incluir uma medida de compensação, neste caso, representada pela geração de maior retorno. Em contrapartida, das opções mais seguras, espera-se uma rentabilidade de menor escala.

Adicionalmente os autores remetem a um problema conceitual acerca do assunto, representado pela ausência de oferta de um padrão de comparação. Analisando a rentabilidade sob o enfoque econômico, destacam que o retorno é satisfatório quando se mostra superior àquele que os investidores podem obter no mercado de capitais.

Assaf Neto (2007) destaca que as empresas, ao priorizarem o incremento de sua rentabilidade, tendem a reduzir o volume de seu capital de giro, recorrendo à utilização de capitais de terceiros resgatáveis em curto prazo. Assim, segundo o autor, a administração do capital de giro representa um dilema – segurança x rentabilidade – uma vez que variam inversamente.

2.1.2 Indicadores de Estrutura de Capital

A estrutura de capitais de uma empresa é representada pela composição das fontes de financiamentos, as quais podem provir dos seus proprietários ou de terceiros. Em ambos os casos, os emprestadores têm uma expectativa de retorno, no mínimo justo, pela aplicação despendida. Segundo Silva J. (2006) existem três tipos de fontes de financiamentos, a saber: aqueles provenientes de sócios ou acionistas, os lucros gerados pelas operações das companhias e a partir de dívidas contraídas junto a terceiros.

Este mesmo autor expõe que, em termos práticos, as empresas têm dois caminhos a seguir – vender participações ou tomar empréstimos. O custo destas concessões está relacionado ao risco e ao retorno oferecido pela companhia. O Quadro 1 contém informações emparelhadas acerca do rendimento, tratamento fiscal, controle e inadimplência a partir da utilização de capital próprio e capital de terceiros.

CAPITAL PRÓPRIO <i>versus</i> CAPITAL DE TERCEIROS		
ASPECTO	CAPITAL PRÓPRIO	CAPITAL DE TERCEIROS
Rendimento	Dividendos.	Juros.
Tratamento fiscal	Os dividendos são tributados como rendimento da pessoa física. Os dividendos não são despesas da empresa.	Os juros são tributados como rendimento da pessoa física. Os juros são tratados como despesa da empresa, e as empresas podem deduzir os juros ao calcularem o imposto de renda devido.
Controle	Ações ordinárias e ações preferenciais geralmente possuem direito a voto.	O controle é exercido por meio do contrato de empréstimo.
Inadimplência	As empresas não podem ser forçadas à falência por deixarem de pagar dividendos.	Dívidas não pagas são passivos da empresa. Seu não-pagamento leva à falência.
Resumo	O aspecto fiscal favorece o uso de capital de terceiros, mas o aspecto inadimplência favorece o uso de capital próprio. As características do capital de terceiros e do capital próprio, em termos de controle, são diferentes, mas uma alternativa não é melhor do que a outra.	

Quadro 1: Capital Próprio *versus* Capital de Terceiros

Fonte: Ross, Westerfield, Jaffe (2007, p. 311)

A estrutura de capital de uma empresa pode maximizar o seu resultado, além de servir como uma excelente ferramenta de alavancagem financeira (GITMAN, 2001). Porém, representa uma das áreas mais complexas para tomada de decisão financeira, uma vez que se apresenta inter-relacionada com outras variáveis de decisões. Hoji (2004, p. 88) expõe que:

Para fins de análise e tomada de decisões sobre estruturas de capital, são considerados somente os fundos permanentes e de longo prazo, pois as estruturas de capital, por serem de natureza estratégica, não são freqüentemente alteradas. Entretanto, pela escassez do capital de longo prazo, o capital de curto prazo pode assumir importância significativa em algumas empresas.

De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2007) as variações de estrutura de capital são infinitas em face da existência de um número muito grande de instrumentos – utilização de muito ou pouco capital de terceiros, emissão de ações variadas, recorrência a arrendamentos, empréstimos, financiamentos, títulos de dívida, contratos, entre outros.

A alavancagem financeira em maior ou menor grau passa por uma análise do passivo oneroso e das implicações que um maior endividamento pode trazer à organização. A análise da estrutura do capital pode ser mensurada pela formulação proposta na Figura 2 a seguir. Em linhas gerais, a decisão de endividamento deve ser norteada pelo seu custo; logo, o custo da dívida deve ser inferior aos ganhos propiciados pela aplicação realizada na empresa.

$$\text{Endividamento} = \frac{\text{total de dívidas}}{\text{total de ativos}}$$

Figura 2: Índice de Endividamento
Fonte: Ross, Westerfield, Jaffe (2007, p. 48)

No entanto, cabe destacar que os ganhos provenientes das aplicações realizadas nem sempre são efetivamente mensuráveis e conhecidos pelas organizações. Ademais, o contexto empresarial mostra-se afetado por uma série de conflitos que acabaram por originar teorias divergentes que subsidiam a decisão financeira. A esse respeito, Correa, Basso e Nakamura (2007) afirmam que diversos estudos teóricos e empíricos realizados nas últimas décadas têm focado a estrutura de capital das empresas, tendo sido encontrados uma diversidade de resultados, os quais, dada a sua amplitude, conduzem à conclusão de que o assunto ainda não está bem resolvido.

2.2 Abordagens teóricas sobre a gestão financeira das organizações

Conforme Junqueira, Bertucci e Bressan (2005), a ausência de respostas definitivas acerca da melhor composição entre capitais próprios e de terceiros às diversas organizações existentes denota a importância do tema objeto deste estudo no campo de finanças. Neste sentido, diversos estudos têm sido desenvolvidos, propiciando o surgimento de teorias e posicionamentos distintos, tratados a seguir.

2.2.1 Teoria de Franco Modigliani e Merton Miller – MM (1958)

Ao expor suas idéias acerca do valor da empresa, Ross, Westerfield e Jaffe (2007) argumentam que os gestores financeiros devem optar pela estrutura de capital que maximiza o valor da companhia, possibilitada pela alavancagem. Neste trabalho, o termo alavancagem deve ser compreendido conforme proposição apresentada por Famá, Barros e Silveira (2001), os quais a entendem como propulsora de uma despesa fixa proveniente de juros cobrados como serviço periódico da dívida, contribuindo assim, para o endividamento da companhia.

Situações marcadas pela presença de alavancagem financeira devem, em suas análises, considerar a variável risco. Perobeli, Pereira e David (2006) expõem que uma empresa dificilmente conseguirá manter grandes excedentes de ativos líquidos e, ainda assim, proporcionar alto retorno contábil e de mercado. Ressaltam ainda que tal afirmativa representa os pressupostos básicos da teoria de finanças, marcada pela tradicional dualidade risco-retorno, segundo a qual quanto menos arriscado é o negócio, menores serão os retornos a ele associados.

Considerando a variável risco surge ainda uma outra questão: a pré-disposição do investidor em incorrê-lo, ou não. Ross, Westerfield e Jaffe (2007), ao argumentarem que investidores adversos ao risco tendem a preferir a utilização de capital próprio, ao passo que aqueles indiferentes ao risco não se importam com a alavancagem, introduzem as primeiras contribuições trazidas por Franco Modigliani e Merton Miller à teoria das finanças.

Zani (2005) explica que, em 1958, Modigliani e Miller desenvolveram um estudo acerca da irrelevância da estrutura de capital das empresas, que acabou tornando-se um clássico na teoria de finanças. As contribuições advindas da pesquisa desenvolvida ficaram conhecidas como teoria MM, a qual, inicialmente, baseou-se no delineamento de três pressupostos básicos, amplamente tratados como proposições I, II e III, resumidas no Quadro 2.

PROPOSIÇÕES DE M & M		
PROPOSIÇÃO I	PROPOSIÇÃO II	PROPOSIÇÃO III
A proporção de capital de terceiros em relação ao capital próprio utilizado por uma empresa é completamente irrelevante para a determinação de seu valor de mercado. Assim, o valor da empresa alavancada é igual ao da empresa não alavancada.	Qualquer aumento na alavancagem financeira por meio de um maior endividamento traduz-se num risco maior para os acionistas da empresa e, conseqüentemente, numa majoração do custo do capital próprio.	O custo marginal do capital para uma empresa é igual ao custo médio de capital. Este é igual à taxa de capitalização para uma empresa não alavancada na classe à qual pertence.

Quadro 2: Proposições de Modigliani e Miller

Fonte: Adaptado de Famá, Barros, Silveira (2001); Ross, Westerfield, Jaffe (2007) e Zani (2005)

Ross, Westerfield e Jaffe (2007) reconhecem que a impossibilidade de alteração do valor de empresa por meio da combinação dos títulos emitidos para financiá-la, proposta por Modigliani e Miller, recebeu aclamação generalizada no final da década de 1950. No entanto, introduzem uma questão bastante interessante – os administradores realmente obedecem à MM tratando as decisões de estrutura de capital com indiferença? Segundo os autores, é possível identificar uma tendência à concentração em determinado índice de endividamento, em praticamente todos os setores econômicos, o que, em linhas gerais, indica que as empresas não parecem selecionar seus índices de endividamento de forma frívola ou aleatória.

Segundo Correa, Basso e Nakamura (2007) as conclusões do célebre estudo desenvolvido por Modigliani e Miller, associadas aos resultados de outras pesquisas sobre o tema acabaram levantando ainda mais indagações sobre a relevância ou não da estrutura de capital para o valor das empresas. Assim, desde a introdução das proposições de MM na teoria de finanças, novas idéias começaram a ser difundidas e sedimentadas, muitas delas fortemente movidas pela ausência de consideração de fatores reais que, na visão de outros estudiosos, exercem influência às proposições expostas por Modigliani e Miller, marcando, então, o surgimento de críticas e, conseqüentemente, novas teorias.

Copeland e Weston (*apud* FAMÁ, BARROS e SILVEIRA, 2001) expõem algumas críticas ao modelo proposto por MM, quais sejam: ausência de custos de falência, emissão de apenas dois tipos de títulos pelas empresas – dívidas em risco e ações, homogeneização das empresas a uma mesma classe de risco, ausências de assimetria de informações, de custos de agência e ainda de impostos. Corroborando as observações realizadas por tais autores, Damodaran (2004) destaca que, ao realizarem suas inferências, Miller e Modigliani consideraram que não havia impostos, desprezaram os custos de emissão para obtenção de financiamento externo de dívida ou patrimônio líquido, bem como os custos associados à falência, sejam diretos ou indiretos e, por fim, operaram em um ambiente em que não havia custos de agência, presumindo que os administradores agiam para maximizar a riqueza dos acionistas.

2.2.2 Teoria da Agência

A teoria da agência tem seu foco nos conflitos que ocorrem nas empresas devido às divergências de interesses entre alguns atores que influenciam as decisões da organização (JUNQUEIRA, BERTUCCI e BRESSAN, 2005). Segundo os autores, invariavelmente esses conflitos são movidos por preferências distintas no que diz respeito a itens relevantes. Estudos realizados indicam a existência de conflitos de agência entre gerentes e acionistas e entre credores e acionistas.

A idéia central é que os gerentes administrem a organização conduzindo-a à geração de valor ao acionista. A pré-disposição do investidor ou acionista em incorrer em riscos, já comentada no presente estudo, é uma potencial criadora de conflitos, visto que podem existir situações em que o administrador da companhia converge suas ações à canalização de recursos para determinada opção de investimento e, em contraposição, o acionista não tem interesse em aplicá-los dessa forma.

Além da questão do risco, o emprego inadequado de recursos também tem sido discutido. Ao desenvolverem um estudo acerca da alavancagem financeira como estratégia de financiamento do processo de crescimento de empresas brasileiras de capital aberto, Junqueira, Bertucci e Bressan (2005) comentam que Titman e Wessels, e, mais tarde, Hart e Morre visualizam a utilização de um elevado nível de endividamento na estrutura de financiamento da empresa como um inibidor dos impulsos que executivos por ventura possam vir a ter no inadequado emprego de recursos financeiros.

Esses pesquisadores acreditam que os administradores tendem a ser mais cautelosos em suas decisões se a companhia tiver assumido compromissos perante terceiros. A esse respeito, Junqueira, Bertucci e Bressan (2005) realizam importante contribuição – a utilização

dessa estratégia pode diminuir a concretização de maus investimentos, todavia pode comprometer a realização de bons projetos por insuficiência de recursos ou ainda, preocupação excessiva dos gestores.

Braga, Lima e Dias (2007) defendem que o relacionamento entre agente e principal é o foco dessa teoria, uma vez que o agente dispõe de mais informações e suas ações afetam o bem-estar entre as partes. Desse modo, os conflitos de agência estão relacionados tanto à assimetria de informações, quanto às questões relacionadas aos direitos de propriedade.

2.2.3 Teoria da Assimetria de Informações

A partir de um estudo centrado nas discussões realizadas acerca da estrutura de capital, Famá e Grava (2000) advogam que as primeiras manifestações que abordaram a assimetria de informações foram introduzidas por Myers e Majluf, em 1984. Ao desenvolver uma investigação empírica a respeito da estrutura de capitais e sensibilidade do endividamento em algumas firmas brasileiras, dentre outras variáveis, Zani (2005) afirma que a teoria da assimetria de informações parte do princípio de que os administradores possuem informações privilegiadas a respeito da expectativa de retornos correntes e/ou futuros, bem como de oportunidades de investimentos à organização.

2.2.4 Teoria de *Pecking Order* (POT)

As idéias de Myers e Majluf ficaram conhecidas como Teoria de *Pecking Order*, a qual parte do pressuposto de que a obtenção de recursos obedece a uma ordem de importância, conforme descrito no Quadro 3 (ZANI, 2005). As opiniões reunidas nesse quadro condizem com as idéias de outros estudiosos. A esse respeito, Ross, Westerfield e Jaffe (2007) comentam a suposta existência de uma hierarquia na estratégia de financiamentos de longo prazo. Segundo os autores, o fluxo de caixa gerado internamente mostra-se como alternativa mais recorrente à obtenção de recursos, seguida da emissão de novas ações.

TEORIA <i>PECKING ORDER</i>	
ORDEM DE IMPORTÂNCIA	FORMA DE OBTENÇÃO DE RECURSOS
1º lugar	Financiamento interno – retenção dos lucros
2º lugar	Distribuição de dividendos considerando as oportunidades de investimento
3º lugar	Recorrência ao uso de finanças externas – utilização prioritária de títulos mais seguros
4º lugar	Emissão de dívida, seguida de emissão de títulos conversíveis e, como último recurso, recorrência à participação acionária externa

Quadro 3: Teoria de *Pecking Order*

Fonte: Adaptado de Zani (2005)

Para Damodaran (2004), as preferências ou opções de financiamento têm suas variações associadas não apenas a uma ordem de preferência, mas também ao ciclo de vida da organização, uma vez que a necessidade de investimentos, fluxos de caixa e peculiaridades do risco de uma companhia tendem a apresentar novas características com o seu crescimento. O autor divide o ciclo de vida de uma empresa em cinco fases distintas – início, expansão, alto crescimento, crescimento maduro e declínio. Algumas de suas inferências realizadas acerca de cada uma das fases apresentam-se resumidas no Quadro 4.

Damodaran (2004) ainda salienta que as empresas não passam, necessariamente, pelas cinco fases de amadurecimento. Muitas delas não ultrapassam o seu início de vida, outras seguem de capital fechado e mesmo assim conseguem captar recursos suficientes para propiciar crescimento a taxas saudáveis por longos períodos e algumas crescem muito rapidamente e podem dispensar financiamentos externos uma vez que as disponibilidades internas excedem as necessidades.

	FASE 1	FASE 2	FASE 3	FASE 4	FASE 5
--	--------	--------	--------	--------	--------

Necessidades de financiamento externo	Altas, mas limitadas pela infra-estrutura	Altas, em relação ao valor da empresa	Moderadas, em relação ao valor da empresa	Em declínio, como um % do valor da empresa	Baixas, na medida em que os projetos estancam
Financiamento interno	Negativo ou baixo	Negativo ou baixo	Baixo, em relação às necessidades de financiamento	Alto, em relação às necessidades de financiamento	Maior do que as necessidades de financiamento
Financiamento externo	Capital do proprietário, dívida bancária	Capital de risco, ações ordinárias	Ações ordinárias, <i>warrants</i> , conversíveis	Dívida	Dívidas resgatadas, ações recompradas
Transições de financiamento	Obtendo capital privado	Oferta pública inicial	Emissão periódica de ações	Emissões de títulos	

Quadro 4: Análise do Ciclo de Vida do Financiamento

Fonte: Adaptado de Damodaran (2004)

Das observações relatadas, depreende-se que a assimetria informacional presente entre investidores e administradores acaba contribuindo à construção de uma escala de preferências à utilização de capital. Dada essa ordem de importância, a teoria *Pecking Order* sugere uma relação negativa entre o endividamento e a rentabilidade, uma vez que as empresas mais rentáveis têm mais condições de se autofinanciar, recorrendo, conseqüentemente, menos à utilização de dívida.

2.2.5 Teoria de *Trade-Off* (TOT)

No modelo proposto pela teoria do *Trade-Off* a estrutura de capital das empresas é marcada pela presença de dois elementos distintos – benefícios tributários e custos da falência – norteadores do processo decisório à obtenção de um nível ótimo de financiamento. Segundo Correa, Basso e Nakamura (2007) a teoria de *Trade-Off* tem sua origem na análise do intercâmbio entre elementos positivos e negativos de uma organização.

Carrete (2007) acrescenta que, segundo proposições de *Trade-Off*, o valor da empresa alavancada é representado pela adição de seu valor desconsiderando a alavancagem ao benefício fiscal e aos custos de falência. Os benefícios tributários provenientes do endividamento justificam-se pela admissão de dedutibilidade dos juros pagos como despesas do período. Assim, dependendo da habilidade do administrador, o manejo adequado da dívida pode propiciar uma redução das obrigações a pagar e, caso os recursos captados tenham sido canalizados para uma aplicação rentável, incremento do resultado da companhia.

Quanto às desvantagens do endividamento, Damodaran (2004) salienta a exposição da empresa à inadimplência, uma vez que os fluxos de caixa provenientes das suas operações podem não ser suficientes para honrar as obrigações assumidas. Os custos relativos às dívidas, amplamente tratados como custos de falência, apresentam-se como o principal contraponto aos benefícios da dívida na teoria do *Trade-Off*, estando intimamente relacionados à possibilidade de extinção da companhia.

Zani (2005) expõe que as conseqüências dos riscos de falência vão desde a possibilidade de os executivos mais capazes abandonarem a empresa, às perdas de negócios, talentos, bem como à atração de executivos aventureiros. A respeito desse perfil administrativo, o autor salienta a possibilidade de adoção de políticas financeiras extremamente arrojadas, as quais tanto podem levar a companhia ao sucesso, como também, ao fracasso, devendo este último ser suportado pelos credores e acionistas.

A esse respeito Carrete (2007, p. 3) afirma que:

Enquanto o custo de falência for menor que o benefício tributário, a empresa continua aumentando seu endividamento, fazendo com que seu valor alavancado aumente até o ponto em que o benefício é ultrapassado pelo custo de falência. Deste ponto em diante, o endividamento passa a reduzir o valor da empresa alavancada, sendo neste

ponto que se dá o nível de endividamento ótimo, quando o valor da empresa alavancada é maximizado.

Ao expor uma síntese do *Trade-Off* da dívida, Damodaran (2004) salienta a vantagem fiscal e a ação disciplinadora imposta sobre os administradores pela alavancagem. Em contrapartida, comenta o aumento do custo de falência, o agravamento de conflitos entre acionistas e financiadores, bem como a perda da flexibilidade para recorrência a financiamentos futuros.

A teoria do *Trade-Off* defende a existência de uma estrutura ótima de capital, capaz de propiciar a maximização do valor da companhia. Segundo Carrete (2007), o ponto ótimo é aquele em que o efeito positivo do menor custo do endividamento é anulado pelo efeito negativo do alto retorno requerido pelos investidores. Assim, contrariamente às expectativas da *Pecking Order*, a teoria do *Trade-Off* sinaliza uma estrutura de capital marcada por relação positiva entre endividamento e rentabilidade.

2.2.6 O Paradoxo imposto pelas Teorias *Pecking Order* (POT) e *Trade-Off* (TOT)

As teorias *Pecking Order* e *Trade-Off* têm se mostrado como norteadoras dos estudos desenvolvidos no campos de finanças nos últimos tempos. A discussão e adesão a ambas as proposições, devidamente suportadas por evidências empíricas, mostram-se crescentes. Em alguns estudos (SANTOS, KÜHL e CHEROBIM, 2007; ZANI, 2005; BRITO, CORRAR e BATISTELLA, 2007), aspectos relativos aos benefícios tributários da dívida, risco de falência e conflitos de agência, possíveis sinalizadores da existência de uma estrutura de capital ótima, têm sido associados à *Trade-Off*. Por outro lado, as observações realizadas à luz da *Pecking Order* sugerem que o delineamento de uma ordem de preferência esteja associado à assimetria informacional, corroborando para ausência de uma estrutura de capital perfeita.

3. METODOLOGIA

Nesta seção encontra-se descrita a metodologia aplicada ao presente estudo. Segundo Martins (2002, p.14), “entre os vários caminhos para se obter conhecimento, destaca-se a ciência”. O autor complementa explanando que esta “constitui hoje o modo mais comum de se buscar conhecimento sobre o mundo. Para se fazer ciência, é necessário escolher caminhos, métodos, técnicas e procedimentos”. Adicionalmente, tal conhecimento científico é constituído com base na experiência, não se limitando à razão, composto de um conhecimento falível, uma vez que se encontra em constante possibilidade de novas descobertas (SILVA, A., 2006)

O presente estudo classifica-se como uma pesquisa de natureza descritiva. O caráter descritivo, conforme destacado por Andrade *apud* Raupp e Beuren (2006) preocupa-se em observar, registrar, analisar, classificar e interpretar os fatos, sem qualquer tipo de interferência por parte do pesquisador. Quanto aos procedimentos é definida como uma pesquisa documental. Esta, conforme explanado por Gil (2007), utiliza-se de materiais que ainda não receberam um tratamento analítico, ou que ainda podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa.

Com relação à abordagem do problema, o estudo demanda uma perspectiva quantitativa. O delineamento sob o paradigma quantitativo justifica-se, conforme Raupp e Beuren (2006), pela intenção de garantir maior precisão aos resultados, de modo a possibilitar certa margem de segurança às inferências realizadas. De acordo com os autores, a utilização dessa tipologia de pesquisa torna-se relevante à medida que são empregados instrumentos estatísticos na análise e tratamento dos dados.

Os dados utilizados referem-se ao ano de 2006 e o universo da pesquisa é composto por 500 empresas brasileiras integrantes do ranking das maiores da região sul, publicado pela Revista Amanhã, relevante periódico na área de negócios desta região do país. Tal ranking foi realizado por meio do valor ponderado de grandeza entre patrimônio líquido (50%), receita

bruta (40%) e resultado líquido do exercício (10%), conforme explicitado em AMANHÃ (2007).

Os indicadores de endividamento e rentabilidade foram fornecidos pelo periódico em análise, sendo os dados estatísticos calculados no software SPSS, versão 15.0. Buscando garantir a consistência dos resultados, verificou-se a existência de valores extremos (*outliers*), uma vez que estes podem causar distorções nos resultados da pesquisa, comprometendo sua qualidade. Desse modo, os *outliers* identificados foram rejeitados, tendo sido excluídas as empresas que apresentaram indicadores, tanto de rentabilidade, quanto de endividamento, inferiores a -100% e superiores a 100%. Também foram eliminadas as empresas para as quais não havia informações de pelo menos um dos indicadores pesquisados. Assim, a amostra originalmente composta por 500 empresas foi reduzida para 483 companhias.

4. RESULTADOS

Com o intuito de verificar empiricamente a existência de correlação entre o nível de endividamento e a rentabilidade de 483 empresas que integram o ranking das maiores da região sul do Brasil em 2006, primeiramente os dados relativos aos indicadores mencionados foram tabulados.

As 483 companhias analisadas apresentam, em média, rentabilidade sobre vendas e endividamento de 6,4% e 50,1%, com um desvio padrão de 23,2% e 11,9%, respectivamente. Foram verificadas 114 ocorrências simultâneas de endividamento inferior e rentabilidade superior às médias recém descritas, o que representa quase 24% do universo estudado. As tabelas 1 e 2 demonstram a distribuição das empresas estudadas em quatro e cinco níveis de indicadores de endividamento e rentabilidade, respectivamente.

Tabela 1: Frequência de Empresas sob a ótica do Endividamento

Índice	Frequência	%
75% -- 100%	70	14,49%
50% -- 75%	180	37,27%
25% -- 50%	159	32,92%
0% -- 25%	74	15,32%
	483	

Tabela 2: Frequência de Empresas sob a ótica da Rentabilidade

Índice	Frequência	%
75% -- 100%	1	0,21%
50% -- 75%	6	1,24%
25% -- 50%	22	4,55%
0% -- 25%	375	77,64%
-25% -- 0%	79	16,36%
	483	

O coeficiente de correlação de *Pearson* entre as variáveis estudadas foi de -0,2743, indicando que a correlação entre o endividamento e a rentabilidade sobre vendas, é negativa e pouco significativa. No intuito de oferecer maior robustez aos resultados pretendidos, foi realizada uma regressão linear entre os indicadores de rentabilidade sobre vendas [y] e endividamento [x], tendo sido encontrada a equação a seguir (Figura 3).

$$y = 13,45 - 0,1411 x + \epsilon$$

Figura 3: Equação de Regressão Linear

O sinal negativo do coeficiente de endividamento indica que a rentabilidade apresenta uma relação inversa com as fontes de financiamento, ou seja, a rentabilidade tende a aumentar a partir da redução dos indicadores de endividamento. Todavia, admitindo-se a realização de uma regressão linear a um nível de significância de 95%, bem como a constatação de índices de desvio padrão altos, especialmente para a rentabilidade sobre vendas, os resultados conduzem à constatação de alta variabilidade dos indicadores utilizados na pesquisa. O resultado da regressão que originou a equação supracitada apresenta-se demonstrado no gráfico 1.

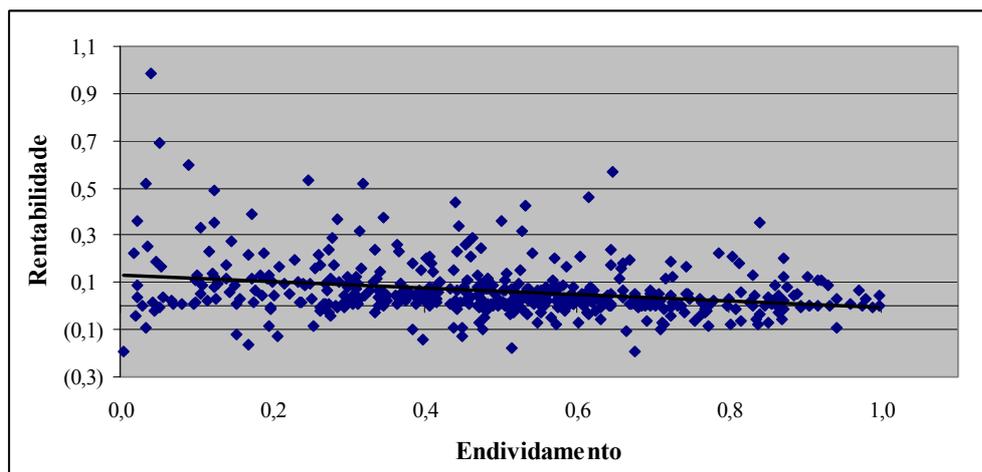


Gráfico 1: Regressão Linear – Rentabilidade x Endividamento

Adicionalmente são apresentados alguns dados acerca da estatística de regressão linear entre rentabilidade e endividamento para um n de 483 companhias. A partir das informações constantes da Tabela 3, especificamente o valor do R múltiplo, depreende-se que as variações do nível de endividamento são explicadas por fatores que transcendem os indicadores de rentabilidade, cuja identificação foge dos objetivos dessa investigação.

Tabela 3: Resumo do Modelo – Rentabilidade X Endividamento

<i>Model</i>	<i>R</i>	<i>R Square</i>	<i>Adjusted R Square</i>	<i>Std. Error of the Estimate</i>	<i>F</i>	<i>Sig</i>
1	0,274(a)	0,075	0,073	11,4782708%	39,137	0,000

Conforme salientam Corrar, Theóphilo e Bergmann (2007), a dispersão dos pares de valores (x,y) em relação a reta estimada (Figura 3) indica a existência de inúmeras outras variáveis externas que, juntamente com o endividamento explicam a rentabilidade. A um nível de significância de 95%, é possível afirmar que o grau de endividamento influencia a rentabilidade; no entanto, esta relação deve ser vista com cautela visto que cerca de 92,5% das variações da lucratividade verificadas nas companhias estudadas explicam-se por fatores externos à alavancagem. Cabe ressaltar que a análise de variância (ANOVA) demonstrou a homogeneidade existente da “variância da variável dependente entre os grupos” (HAIR *et al*, 2005).

Em face do alto nível de significância dos testes realizados e da constatação de que a alavancagem apresenta baixo poder explicativo da rentabilidade das 500 maiores empresas da região sul do país do ano de 2006 (7,5%), denota-se a existência de variáveis alternativas que, juntamente com o endividamento, promoveram alterações na margem de lucro dessas companhias. Acredita-se que investimentos em programas de satisfação dos funcionários e em pesquisas e desenvolvimento, assim como ampliação do comprometimento de participação orçamentária, flutuações econômicas, bem como especificidades dos segmentos explorados por cada uma das companhias, entre outras variáveis, possam contribuir para explicar a rentabilidade.

Os resultados da exploração da causalidade da rentabilidade por meio da regressão linear induzem à consideração de variáveis que transcendem a esfera da alavancagem. Certamente a proposição de considerarem-se variáveis métricas e não-métricas para explicar essas flutuações no lucro conduz a um exaustivo trabalho. Todavia, face à ausência de consenso acerca de tema objeto desse estudo após um significativo intervalo de tempo de discussões, acredita-se que a exploração de questões de ordem qualitativa possa contribuir potencialmente à condução de novas pesquisas.

Em resposta à proposição desse estudo, a verificação da existência de correlação negativa entre endividamento e rentabilidade nas maiores empresas do sul do Brasil conduz à

aceitação da teoria *Pecking Order*, rejeitando-se a existência de uma estrutura de capital ótima como uma alternativa para maximização dos resultados das companhias.

Corroborando às inferências verificadas, Mendes-da-Silva, Famá e Materlanc (2007), ao desenvolverem uma análise entre a governança corporativa e as decisões de estrutura de capital em empresas brasileiras listadas, encontraram resultados que sugerem a sobreposição da teoria de *Pecking Order* à *Trade-Off*. Adicionalmente, Silva Júnior *et al* (2007), ao realizarem um estudo de caso focado na análise do perfil de endividamento e da rentabilidade de indústrias brasileiras, encontraram resultados semelhantes àqueles aqui expostos.

5. CONCLUSÕES

Há mais de cinquenta anos tem-se discutido a estrutura de capital de diversas empresas. Os estudos desenvolvidos têm levado em consideração um sem-número de variáveis, mas, ainda assim, parece não haver um consenso acerca do assunto. Desse modo, o contexto recém descrito representa um cenário propício para o desenvolvimento de novas pesquisas.

A partir do desenvolvimento de um estudo empírico, a pesquisa em questão buscou identificar a influência existente entre o nível de endividamento e a rentabilidade das empresas integrantes do ranking das maiores companhias da região sul do Brasil. Para tanto, tais empresas foram identificadas, sendo coletados os respectivos indicadores descritos, procedendo-se à análise dos dados levantados.

Assim, diante das informações obtidas e com base no referencial teórico abordado, os resultados da regressão linear realizada a um nível de significância de 95% sugerem a tendência de correlação negativa e pouco significativa entre rentabilidade e endividamento. A rentabilidade sobre vendas e o endividamento atingiram médias de 6,4% e 50,1%, com um desvio padrão de 23,2% e 11,9%, respectivamente. As constatações parecem apoiar os argumentos desenvolvidos pela teoria *Pecking Order* [POT], contrariando as idéias características da *Trade-Off* [TOT].

Conforme ressaltado por Rocha e Amaral (2007), apesar da insuficiência de argumentos e proposições de cunho científico para dirimir uma série de dúvidas acerca da estrutura de capitais, bem como da ausência de explicações razoáveis para uma série de eventos envolvendo a teoria de finanças, este estudo espera ter contribuído para a compreensão acerca de fatores relativos à estrutura de capitais e retorno das empresas. Todavia, sugere-se a realização de novas pesquisas abordando variáveis adicionais por um intervalo de tempo mais significativo.

REFERÊNCIAS

AMANHÃ – Gestão, Economia e Negócios. **500 Maiores Empresas do Sul**. Porto Alegre: Plural Comunicação, nº 234, ano 21, ago. 2007.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e Análise de Balanços – Um enfoque econômico-financeiro**. 8ª ed. São Paulo: Atlas, 2007.

BRAGA, Clarissa Daguer; LIMA, Romeu Eugênio de; DIAS, Carolina Goyata. **A Teoria da Agência e os Recursos Humanos nas Organizações**. In: ENCONTRO DA ANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro. *Anais ...* Rio de Janeiro, EnANPAD, 2007. CD-ROM.

BRITO, Giovani Antônio Silva; CORRAR, Luiz J.; BATISTELLA, Flávio Donizete. Fatores Determinantes da Estrutura de Capital das Maiores Empresas que atuam no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças da USP**. São Paulo: n. 43, p. 9-19, Jan./Abr. 2007.

CARRETE, Liliam Sanchez. **Decisões de Estrutura de Capital: Evidências Empíricas a partir de Modelo Estrutural de Crédito**. In: ENCONTRO DA ANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro. *Anais ...* Rio de Janeiro, EnANPAD, 2007. CD-ROM.

- CORRAR, Luiz J.; THEÓPHILO, Carlos Renato; BERGMANN, Daniel Reed. Regressões. In: CORRAR & THEÓPHILO (Coord.) **Pesquisa Operacional para Decisão em Contabilidade e Administração – Contabilometria**. 1ª ed. São Paulo: Atlas, 2007. p. 75-150.
- CORREA, Carlos Alberto; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; NAKAMURA, Wilson Toshio. **A Estrutura de Capital das Maiores Empresas Brasileiras: Análise Empírica das Teorias de Pecking Order e Trade-Off, usando o Panel Data**. In: ENCONTRO DA ANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro. *Anais ...* Rio de Janeiro, EnANPAD, 2007. CD-ROM.
- DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas – Teoria e Prática**. 2ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.
- FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. A Estrutura de Capital é Relevante? Novas Evidências a partir de dados norte-americanos e latino-americanos. **Caderno de Pesquisas em Administração**. São Paulo: v. 8, n. 2, p. 71-84, Abr./Jun. 2001.
- _____, Rubens; GRAVA, J. William. **Teoria da Estrutura de Capital – As Discussões Persistem**. **Caderno de Pesquisas em Administração**. São Paulo: v. 1, n. 11, p. 27-36, Jan./Mar. 2000.
- GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar Projetos de Pesquisa**. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira – essencial**. 2ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.
- HAIR Jr., J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L. e BLACK, W. C. **Análise Multivariada de Dados**. 5ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- HOJI, Masakazu. **Administração Financeira – Uma Abordagem Prática: matemática financeira aplicada, estratégias financeiras, análise, planejamento e controle financeiro**. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2004.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da Contabilidade**. 6ª ed. São Paulo: Atlas, 2000.
- JUNQUEIRA, Luis Renato; BERTUCCI, Janete Lara de Oliveira; BRESSAN, Aureliano Angel. **Alavancagem Financeira como Estratégia de Financiamento do Processo de Crescimento de Empresas Brasileiras de Capital Aberto no Período de 1995-2002**. In: ENCONTRO DA ANPAD, 29., 2005, Distrito Federal. *Anais ...* Brasília, EnANPAD, 2005. CD-ROM.
- KLANN, Roberto Carlos; BEUREN, Ilse Maria; HEIN, Nelson. **Correlações Canônicas entre os Indicadores de Desempenho calculados sobre as Demonstrações Contábeis elaboradas em BR GAAP e US GAAP e em IFRS e US GAAP**. In: ENCONTRO DA ANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro. *Anais ...* Rio de Janeiro, EnANPAD, 2007. CD-ROM.
- MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise Financeira de Balanços – abordagem básica e gerencial**. 6ª ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- MENDES-DA-SILVA, Wesley; FAMÁ, Rubens; MATERLANC, Roy. **Governança Corporativa e Decisões de Estrutura de Capital em Empresas Brasileiras Listadas**. In: ENCONTRO DA ANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro. *Anais ...* Rio de Janeiro, EnANPAD, 2007. CD-ROM.
- MINUSSI, João Alberto; DAMACENA, Cláudio; NESS Jr., Walter Lee. **Um Modelo Preditivo de Solvência Utilizando Regressão Logística**. In: ENCONTRO DA ANPAD, 25., 2001, Rio de Janeiro. *Anais ...* Rio de Janeiro, EnANPAD, 2001. CD-ROM.

- OLIVEIRA, Luís Martins de. PEREZ Jr, José Hernandez; SILVA, Carlos Alberto dos Santos. **Controladoria Estratégica**. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- PADOVEZE, Clóvis Luís. **Controladoria Estratégica e Operacional – conceito, estruturas e aplicações**. 1ª ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2003.
- PARISI, C. Ensaio sobre o Comportamento Organizacional. In CATELLI, Armando (Coord.). **Controladoria – Uma Abordagem da Gestão Econômica**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2001. p. 268-281.
- _____, C; NOBRE, W. J. Eventos, Gestão e Modelos de Decisão. In CATELLI, Armando (Coord.). **Controladoria – Uma Abordagem da Gestão Econômica**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2001. p. 110-131.
- PEREIRA, C. A. Ambiente, Empresa, Gestão e Eficácia. In CATELLI, Armando (Coord.). **Controladoria – Uma Abordagem da Gestão Econômica**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2001. p. 35-80.
- PEREZ Jr., José Hernandez. **Conversão de Demonstrações Contábeis**. 6ª ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro, PEREIRA, Jonas Ferreira; DAVID, Marcus Vinícius. **Relação Liquidez-Retorno: Existiria também uma “Estrutura de Liquidez” Ideal para cada Perfil de Empresa?** In: ENCONTRO DA ANPAD, 30., 2006, Bahia. *Anais ...* Salvador, EnANPAD, 2006. CD-ROM.
- RAUP, F. M; BEUREN, I. M. Metodologia da Pesquisa Aplicada às Ciências Sociais. In: BEUREN, Ilse Maria (Org.). **Como elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade: teoria e prática**. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2006. p. 76-97.
- ROCHA, Flávio Dias; AMARAL, Hudson Fernandes. **A Explicação da Escolha de Estrutura de Capital por Modelos de Ajuste Parcial: Uma Aplicação no Brasil**. In: ENCONTRO DA ANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro. *Anais ...* Rio de Janeiro, EnANPAD, 2007. CD-ROM.
- ROSS, Stephen A; WESTERFIELD, Randolph W; JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- SANTOS, Ademilson Rodrigues dos; KÜHL, Marcos Roberto; CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo. Estrutura de Capital nas 100 Maiores Empresas da Região Sul do Brasil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7, 2007, São Paulo/SP. **Anais Eletrônicos ...** São Paulo, 2007. Disponível em <<http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos72007/128.pdf>>. Acesso em 26 fev. 2008.
- SILVA, Antonio Carlos Ribeiro. **Metodologia da Pesquisa aplicada à contabilidade**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- SILVA, José Pereira da. **Análise Financeira das Empresas**. 8ª ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- SILVA Jr, Antônio Francisco de A.; CAMARGO, Luis Fernando Teixeira de; LOURES, Paulo Laborato; HOLMO, Ricardo Zöllner; CABRAL, Arnaldo Souza. Estudo de Caso sobre o Perfil das Estruturas de Capital e Rentabilidade de Indústrias Brasileiras. In: ENCONTRO NAC. DE ENG^a. DE PRODUÇÃO, 23, 2003, Minas Gerais. **Anais Eletrônicos ...** Ouro Preto, ENEGEP, 2003. Disponível em <http://www.producaoonline.ufsc.br/v03n04/artigos/zip/TR0305_0805.zip>. Acesso em 26 dez. 2007.
- ZANI, João. **Estrutura de Capital: Restrição Financeira e Sensibilidade do Endividamento em Relação ao Colateral**. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2005.