

# Impacto da Crise do *Subprime* no Endividamento das Maiores Empresas Brasileiras

## Resumo

Uma das crises mundiais com reflexos ainda na atualidade é a crise do *subprime*, que teve origem nos EUA, e cujo antecedente foi uma supervalorização dos imóveis residenciais entre os anos de 1997 e 2006. No Brasil, assim como no mundo, o impacto da crise é evidenciado na retração de disponibilidade de recursos financeiros. O objetivo deste estudo é verificar se as empresas de capital aberto brasileiras refletem o impacto da crise *subprime* no nível de endividamento das companhias. O estudo caracteriza-se como descritivo e documental, sendo que a população se constituiu de 27 empresas, divididas de acordo com a classificação setorial da Bovespa. Foram escolhidas três empresas de cada setor econômico que apresentavam o maior ativo total no exercício de 2008, excluindo o setor financeiro. Os resultados mostram que o agravamento da crise nos anos de 2006 e 2007 impactou na redução do nível de endividamento das empresas brasileiras, devido à retração de crédito por parte das instituições financeiras e as incertezas do mercado, que, por consequência, dificultaram a captação de recursos pelas organizações. Devido ao crescimento de desembolsos por parte do BNDES, a extensão desta crise foi atenuada no Brasil em 2008.

**Palavras-chave:** Crise *subprime*. Empresas brasileiras. Nível de endividamento.

## Abstract

One of the world crises with consequences even today is the subprime crisis. Originated in the U.S., the subprime crisis has a history of an over valuation of U.S. housing between the years 1997 and 2006. In Brazil, as well as in the world, the impact of the crisis is evident in the financial resource availability declining. The objective of this study is to verify whether the publicly traded companies in Brazil reflect the impact of the subprime crisis in their debt level. The study is characterized as descriptive and documentary, and the studied population consists on 27 companies divided according to Bovespa sector classification. Three companies from each economy sector was selected, each of them having the largest total assets in 2008, except for the financial sector. The Results show that the increase of the crisis in 2006 and 2007 had some impact on reducing the debt

### Júlio Orestes da Silva

Blumenau - SC  
Mestrando do PPGCC/FURB<sup>1</sup>  
juliosilva@al.furb.br

### Rodrigo dos Santos Cardoso

Blumenau - SC  
Doutorando do PPGCC/FURB<sup>1</sup>  
rodrigocardoso@al.furb.br

### Jorge Ribeiro de Toledo Filho

Blumenau - SC  
Mestre e Doutor em Controladoria e Contabilidade  
pela FEA-USP<sup>2</sup>  
Professor do PPGCC/FURB<sup>1</sup>  
jtoledo@furb.br

level of Brazilian companies, being such behavior due to retraction of credit by financial institutions and market uncertainty, with consequent difficulty in resources attainment for organizations. Due to the disbursement growth from BNDES, the crisis extension was alleviated in Brazil in 2008.

**Key words:** Subprime crisis; Brazilian companies; Debt-level.

## 1. Introdução

Estudos sobre a modificação da estrutura de capital remontam a pesquisas de Modigliani e Miller na década de 1950. Essas variações são verificáveis quando se confirmam alterações no ambiente organizacional, como no caso das crises mundiais.

Uma das crises mundiais com reflexos ainda na atualidade é a crise do *subprime*. Com origem nos EUA, a crise do *subprime* com antecedentes de uma supervalorização dos imóveis residenciais dos EUA, nos anos de 1997 e 2006, provocou incertezas de liquidez de títulos dos créditos imobiliários. Tal movimento levou a dimensões maiores, com contornos mundiais no setor financeiro com reflexos nas organizações.

No Brasil, assim como no mundo, o impacto da crise é evi-

<sup>1</sup>PPGC/FURB - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da Fundação Universidade Regional de Blumenau - CEP: 89.012-900 - Blumenau - SC.

<sup>2</sup>FEA/USP - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo - CEP: 05.508-900 - São Paulo - SP.

Artigo recebido em 21/09/2009 e aceito em 27/01/2010.

denciado na retração da oferta de recursos financeiros. A falta de disponibilidade de recursos impõe aos gestores tomadas de decisões acerca da estrutura de capital. Com referência à questão da tomada de decisão de estrutura de capital e endividamento, Hackbarth (2009) afirma que um dos fatores relevantes é a perspectiva comportamental dos gestores.

No contexto dessa crise, as formas de estrutura de capital e análise de nível de endividamento são importantes quando analisadas sob a luz da crise dos mercados financeiros. Terra (2008) menciona que a incerteza provocada pelas crises mundiais impacta na retração de capacidade de alavancagem das empresas, que acabam limitando a liquidez dos mercados, denotando, assim, que influências externas ou medidas financeiras são determinantes para adequação de estruturas de capitais nas empresas e consequentemente impactam nos níveis de endividamento das organizações.

Uma das formas de analisar o conjunto comportamental dos gestores são os reflexos de suas ações nos índices financeiros das organizações. Assim, a presente pesquisa procura responder à pergunta: *Existe relação entre a crise do subprime e o nível de endividamento das empresas brasileiras?* Nesse sentido, o objetivo do estudo é verificar se as empresas de capital aberto brasileiras refletem o impacto da crise do *subprime* no seu nível de endividamento.

Para atingir o objetivo mencionado, o estudo foi estruturado em sete seções, iniciando com esta introdução. Em seguida, apresenta-se a fundamentação teórica, que aborda a estrutura de capital, endividamento e a crise *subprime*. Na sequência são apresentados o método e as técnicas utilizadas para a realização da pesquisa. Após, faz-se a análise e interpretação dos dados coletados e as conclusões do estudo.

## 2. Estrutura de Capital

O assunto estrutura de capital é bastante estudado desde os trabalhos de Modigliani e Miller (1963). Sendo um marco teórico para estudos de estrutura de capital, estes autores determinam uma estrutura de capital ótima na qual são determinantes para os benefícios fiscais e níveis de endividamento das empresas.

Anteriormente Modigliani e Miller (1958) afirmaram que a forma de financiamento das empresas não interfere no valor da mesma. Para esses autores o nível de endividamento não se relaciona com o custo de capital e o valor da organização. Os fluxos de caixa e risco são determinantes para o valor da empresa, razão por que as formas de financiamento não são determinantes (MODIGLIANI; MILLER, 1958).

Segundo Terra (2008), as contribuições e proposições, assim como as simplificações propostas por Modigliani e Miller (1958 e 1963), sofreram várias críticas, que oportunizaram correções dos modelos originais pelos próprios autores. A importância deste clássico está centrada justamente na oportunidade de questionamentos, por parte do mundo acadêmico até então, de qual seria a estrutura de capital ideal para as empresas (TERRA, 2008).

Outros clássicos sobre estrutura de capital são os trabalhos de Jensen e Meckling (1976), que relacionam a estrutura da agência, assim como Myers (1977), que incorpora a teoria da agência e teorias de opções, esta última implicando o endividamento das empresas com variáveis de valor de mercado e prazos de ativos e passivos.

Para Gitman (2004), os trabalhos de Modigliani e Miller (1963) com relação ao capital de terceiros forneceu um equilíbrio entre benefícios e custo de financiamento. Para Gitman (2004, p. 447), o custo de capital de terceiros decorre: "1) da maior probabilidade de falência causada pelas dívidas; 2) dos custos de agência causados pelo monitoramento da atuação da empresa pelo credor; 3) dos custos associados à posse de informação superior pelos administradores sobre as perspectivas da empresa." Nota-se que para este autor há uma convergência de pensamentos dos clássicos, principalmente no que tange à teoria da agência.

Com referência à questão da posse de informação dos gestores para tomada de decisão de estrutura de capital e endividamento, Hackbarth (2009) afirma que um dos fatores relevantes é a perspectiva comportamental dos gestores no que tange ao grau de endividamento e ao resultado da empresa. Para Hackbarth (2009), pode haver uma ação tendenciosa por parte dos gestores para atingir os resultados da empresa (teoria da agência), pois são estes que irão decidir o que investir e qual a forma de financiamento de capital para que atenda os interesses dos acionistas e próprios, ou seja, principal e agente.

Formigoni e Pereira (2009) inferem que a estrutura de capital pode ser resumida em três: *Trade-Off*, *Pecking Order* e *Windows of Opportunity*. Estas três classificações estão baseadas nos trabalhos de Pohlmann (2005) e Forte (2007), sendo resumidas no Quadro 1.

**Quadro 1:** Resumo de tipos de estrutura de capital

Teoria de Estrutura de capital	Conceito
<i>Trade-Off</i>	Pode haver um nível ótimo de endividamento que pode ser oportuno para a empresa e outro patamar na qual os ganhos fiscais já não são oportunos.
<i>Pecking Order</i> de acordo com Myers e Majluf (1984)	Existe uma ordenação de captação de recursos: lucros acumulados, contrair novas dívidas e lançar novas ações.
<i>Windows of Opportunity</i> de acordo com Huang e Ritter (2005)	Neste caso a ordenação passa a ser por avaliações entre utilizar capital próprio quando custo for menor em relação à captação de dívida; do contrário emitem-se ações nos momentos de alta do mercado.

Fonte: adaptado de Formigoni e Pereira (2009).

Na análise feita por Formigoni e Pereira (2009), estruturadas no Quadro 1, há referências claras aos conceitos já formalizados de estruturas ótimas de capital propostas por Modigliani e Miller (1963) com relação à teoria *Trade-Off*. Pode-se inferir que a decisão de ordenação propostas nas teorias de *Pecking Order* e *Windows of Opportunity* dependem da decisão dos gestores e comportamento do mercado conforme proposto por Gitman (2004) e Hackbarth (2009).

Nota-se, portanto, que as estruturas de capital adotadas nas organizações estão ligadas ao endividamento na forma de captação de recursos de terceiros, que, por meio da alavancagem financeira, podem determinar resultados bons ou ruins, dependendo da atuação e decisões acertadas dos gestores.

### 3. Endividamento

O endividamento está relacionado com a estrutura de capital determinada pela empresa. Neste sentido, os trabalhos clássicos de estrutura de capital referenciam modelos ótimos de estruturas conforme Modigliani e Miller (1958 e 1963), Jensen e Meckling (1976) e Myers (1977).

De acordo com Lucinda e Saito (2005), existem determinantes acerca das decisões sobre endividamento e estão relacionados: assimetria das informações (DIAMOND, 1984 e 1991); eficiência do processo de liquidação (HART, 1995); e risco moral (RAJAN, 1992).

Para Diamond (1984 e 1991), as empresas pequenas possuem uma assimetria maior devido à falta de capital reputacional, diferentemente das empresas maiores, que já possuem essa reputação, com possibilidades de lançamentos de seus títulos no mercado. Essa assimetria está ligada ao conhecimento do mercado com relação à empresa, visto que nas empresas menores esse conhecimento é reduzido quando comparado às informações fornecidas pelas empresas maiores. Nessas, o grau de fiscalização e visualização de seus resultados são atestados por auditorias independentes.

De acordo com Hart (1995) e Grinblatt e Titman (2005), em firmas maiores o monitoramento pode ser afetado, conforme a teoria de agência, pelo conflito de interesse entre

os proprietários e os administradores. Esses autores verificam a dificuldade de análise principalmente na liquidação das empresas, que em situações normais asseguram a lucratividade a longo prazo. Quando ocorrem problemas financeiros, as empresas tendem a ter seu foco no curto prazo. Exemplos dessa situação são antecipações de negócios por parte de acionistas majoritários ou de fornecedores,

desconfiados de uma possível liquidação da empresa.

O risco moral e os problemas de agência são evidenciados por Rajan (1992). Este autor enfatiza os interesses expostos entre principal (bancos) e agente (empresa). De um lado a tendência por parte dos bancos a financiar somente processos de alta rentabilidade, nos quais são focados com mais interesses e facilidades por parte do agente (administradores das empresas). A facilidade de obter financiamento de longo prazo passa por processos de emissões de ofertas públicas de dívida. Por outro lado, pode-se inferir que essas ofertas geram maiores informações e com isso diminuem as assimetrias analisadas por Diamond (1984 e 1991). Diante do exposto, há, segundo esses autores, uma variável importante no grau de endividamento, que é o tamanho da empresa. Silva e Valle (2008) salientam vários aspectos dessa variável, conforme demonstrado no Quadro 2.

**Quadro 2:** Razões de endividamento versus a variável tamanho da empresa

Autores	Evidências encontradas
Titman e Wessels (1988)	Enfatizam que as pequenas empresas possuem a tendência de características de dívida de curto prazo, sendo vulneráveis as oscilações do mercado quando comparadas com as empresas maiores.
Barclay e Smith (1995)	Encontraram evidências de que as empresas pequenas, por dependerem muitas vezes de empréstimos bancários, possuem dívidas de curto prazo quando comparadas às empresas maiores que foram investigadas e possuem dívidas de longo prazo.
Rajan e Zingales (1995)	Salientam que a diversificação em empresas maiores é inversamente proporcional ao número de falhas e por consequência à probabilidade de falência, aumentando com isso a possibilidade de adquirir dívidas.
Stohs e Mauer (1996)	Por meio de regressões entre tamanho e prazo de dívida, encontram evidências de que em empresas grandes os prazos de dívidas são maiores quando comparados com empresas menores, que possuem prazos menores de dívidas.
Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1999)	Em empresas maiores há evidências de altas taxas de dívida de longo prazo
(1999)	Há diferenças entre empresas grandes e pequenas
Ozkan (2002)	em cenários de países desenvolvidos ou em desenvolvimento quanto ao uso de dívidas de longo prazo Afirma que o acesso a mercado de capitais é favorecido para as empresas maiores quando comparadas com as menores, assim como o prazo de vencimento de dívidas é maior em empresas grandes devido à facilidade de acesso ao mercado financeiro.

Fonte: adaptado de Silva e Valle (2008).

Diante do exposto, a afirmação de Silva e Valle (2008) como hipótese é válida nos estudos apresentados, salientando a correlação positiva entre o grau de endividamento e o tamanho da empresa.

O grau de endividamento de uma empresa "indica o volume de dinheiro de terceiros usado para gerar lucros" (GITMAN, 2004, p. 49). A alavancagem financeira está relacionada ao capital de terceiros: quanto maior é a utilização deste capital em relação aos seus ativos totais, maior será a alavancagem, ou seja, maior o risco e maior a possibilidade de retorno.

No contexto, as formas de estrutura de capital e análise de nível de endividamento são importantes quando analisadas sob a luz da crise dos mercados financeiros, com referência, neste estudo, à crise dos créditos *subprime*. De acordo com Terra (2008), antecedendo a atual crise, em meados de 1980, houve uma necessidade de regulamentação dos mercados financeiros no setor de crédito que provocou retração de capacidade de alavancagem das empresas, que acabaram limitando a liquidez dos mercados. Denotando, assim, que influências externas ou medidas financeiras são determinantes para adequação de estruturas de capitais nas empresas e conseqüentemente impactam nos níveis de endividamento das organizações.



#### 4. Crise *Subprime*

No ano de 2007, o cenário econômico mundial tomou como fato relevante a crise do *subprime*. Esta crise teve seu início com informações relacionadas ao financiamento de imóveis nos EUA. As perdas financeiras abalaram vários bancos e fundos de investimentos.

De acordo com Torres Filho (2008), nos EUA a reação do mercado diante da crise, com as informações de perdas, foi desfazer suas posições de créditos hipotecários, suspender resgate de cotas por parte dos fundos e reduzir a liquidez de títulos de curto prazo.

Nos dias atuais, com a globalização, notícias como estas fazem cair outros mercados, e reações parecidas aos dos investidores americanos também são verificadas em outros países. Determinadas informações e movimentos dos mercados podem ser analisados como antecedentes a determinadas crises; no caso da crise do *subprime*, Torres Filho (2008) demonstra que houve uma valorização exagerada dos imóveis residenciais dos EUA nos anos de 1997 e 2006. "Os aumentos reais atingiram 85%, sendo que, no ano de 2005, no auge do processo, esse percentual chegou a 15%. Foi o maior *boom* imobiliário nos EUA em mais de 50 anos" (TORRES FILHO, 2008, p. 2).

Essa expansão do crédito imobiliário estava sustentada por créditos a pessoas físicas de alto risco, ou seja, pessoas que não poderiam sustentar tais investimentos e por consequência os pagamentos das prestações de suas casas. As instituições que financiavam tais aplicações estavam seguradas por papéis "chamados RMBS (*Residential Mortgage-Backed Securities* - algo como Títulos Baseados em Hipotecas Residenciais), que eram vendidos aos mais diversos portadores e também constantemente transacionados por estes" (PENIN e FERREIRA, 2008, p. 16).

Ainda de acordo com Penin e Ferreira (2008), acreditava-se que a securitização resolveria os problemas de eventuais inadimplências, pois estavam fragmentados em vários investidores. Outra forma de segurança dessas operações foram "os fundos de *hedge*, por exemplo, desfrutando de sua capacidade de dispor de dinheiro a taxas baixas, passaram a investir largamente em títulos de alto risco, cuja elevada rentabilidade conferia alta atratividade" (PENIN e FERREIRA, 2008, p. 17).

Nota-se, portanto, que havia uma conjunção de formas de segurança desses empréstimos, sustentados principalmente por títulos em mercado, o que fazia os investidores assumir riscos maiores visualizando altas taxas de retorno. O fato de que os créditos fornecidos às pessoas não foram bem analisados fez com que houvesse um aumento de prestações em atraso. Neste contexto, "a falta de informações claras sobre o tamanho e a responsabilidade sobre as perdas em curso, [...] os investidores correram para resgatar suas aplicações em fundos imobiliários, [...]. Isto deixou os grandes bancos americanos e europeus expostos ao risco" (TORRES FILHO, 2008, p. 8).

Os efeitos da crise se espalham por vários segmentos, principalmente por posturas mais conservadoras de financiamento e empréstimos bancários e impactos negativos nos níveis de emprego, renda, decorrentes de desacelerações na construção civil norte-americana (TORRES FILHO, 2008).

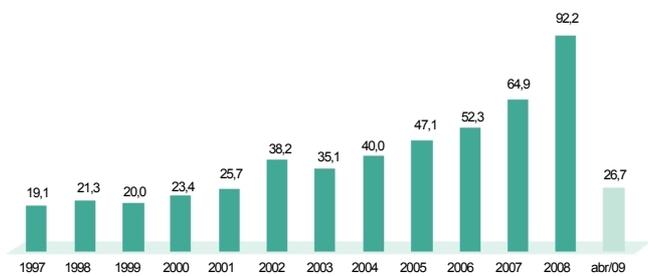
Inferese do exposto que os mercados necessitam de uma maior regulamentação, e, portanto, a crise passa a es-

tender-se aos governos através de intervenções de bancos centrais, como forma de compensação dos efeitos da crise. Esta intervenção passa por influência direta de medidas regulatória dos mercados financeiros, assim como na demanda e consumo de bens.

Para Torres Filho (2008), uma das consequências da crise do *subprime* é a incerteza do desempenho de economias dominantes e importantes como dos EUA e de países da Europa em face da crise. No Brasil, a crise do *subprime* também provocou projeções de crescimento menores para o ano de 2008, e uma crescente desaceleração nas atividades ao longo deste ano. Este cenário provocou pressões para diminuição de taxas de juros por partes do Banco Central.

Outra forma de diminuir os impactos da crise no Brasil, com referência à falta de crédito para financiamento das operações nas empresas, foi o papel desenvolvido pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico Social (BNDES), por meio de investimento neste período, como pode ser verificado no Gráfico 1.

Gráfico 1: Evolução dos desembolsos anuais do BNDES



Fonte: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico Social (2009).

De acordo com BNDES (2009), os reflexos da crise de liquidez internacional não são verificáveis em suas operações. A expansão de empréstimos em 2008 no BNDES mostra a capacidade do Banco de manter investimentos na economia brasileira, mesmo diante da redução da liquidez nos mercados internacional e doméstico.

#### 5. Metodologia da Pesquisa

A pesquisa caracteriza-se, de acordo com o objetivo, como descritiva. Segundo Triviños (1987), o estudo descritivo requer delimitações de técnicas, métodos, modelos e teorias. Para Raupp e Beuren (2004, p. 81): "a pesquisa descritiva configura-se como um estudo intermediário entre a pesquisa exploratória e a explicativa, ou seja, não é tão preliminar como a primeira e não tão aprofundada como a segunda". A pesquisa quanto aos procedimentos classifica-se como documental. Para Beuren (2004), as pesquisas documentais utilizam materiais que não recebem análise, mas que podem ser reelaborados de acordo com os objetos da pesquisa. Quanto à abordagem, classifica-se como quantitativa, que implica o "emprego de quantificação tanto nas modalidades de informações, quanto no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas" (RICHARDSON, 1989, p. 70).

Dessa forma, para se realizar o estudo, foram selecionadas as empresas pela classificação setorial da Bovespa, utilizando-se as três empresas de cada setor econômico que

**Tabela 1:** Empresas por setor econômico

SETOR ECONOMICO	EMPRESAS	ATIVO TOTAL	ATIVO TOTAL DO SETOR	PARTICIPAÇÃO TOTAL DAS EMPRESAS
PETRÓLEO, GAS E BIOCOMBUSTVEL	PETROBRAS	292.163.842	96,08%	96,47%
	MARLIM PART	691.413	0,23%	
	ECODIESEL	499.570	0,16%	
MATERIAIS BÁSICOS	VALE DO RIO DOCE	185.779.471	39,73%	52,73%
	SID NACIONAL	31.497.439	6,74%	
	VICUNHA SID	29.278.340	6,26%	
BENS INDUSTRIAIS	EMBRAER	21.499.170	42,47%	58,69%
	WEG	5.772.774	11,40%	
	MARCOPOLO	2.435.045	4,81%	
CONSTRUÇÃO E TRANSPORTE	TAM S/A	13.223.865	10,15%	24,99%
	ALL AMER LAT	11.765.573	9,04%	
	CYRELLA REALT	7.557.503	5,80%	
CONSUMO NÃO CICLICO	AMBEV	37.270.096	22,27%	38,52%
	SADIA S/A	13.658.991	8,16%	
	P.AÇUCAR-CBD	13.544.018	8,09%	
CONSUMO CÍCLICO	LOJAS AMERIC	6.577.898	10,86%	27,27%
	NET	6.086.555	10,05%	
	WHIRLPOOL	3.846.045	6,35%	
TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO	ITAUTEC	1.211.777	22,89%	64,46%
	POSITIVO INF	1.161.151	21,93%	
	TOT VS	1.040.333	19,65%	
TELECOMUNICAÇÕES	TELEFÔNICA	289.089.000	49,15%	60,45%
	TELEMAR PART	42.708.940	7,26%	
	VIVO	23.785.104	4,04%	
UTILIDADE PÚBLICA	ELETROBRÁS	138.053.932	27,67%	36,67%
	CEMIG	24.341.468	4,88%	
	SABESP	20.522.990	4,11%	

Fonte: dados da pesquisa.

apresentavam o maior ativo total no exercício de 2008, excluindo o setor financeiro, pois o endividamento para este setor se relaciona de maneira diversa dos outros setores analisados, não permitindo comparação com os demais.

Na Tabela 1 apresenta-se a relação das empresas selecionadas para a pesquisa, incluindo-se o ativo total em milhares de reais. Com base no ativo total, pode-se verificar a representação individual por setor e a representatividade das empresas selecionadas na economia.

A amostra foi constituída por 27 empresas. Na seleção para a amostra, inicialmente se buscaram as empresas de cada setor econômico que possuíssem o maior ativo total em 2008, porém as que não apresentavam dados suficientes para análise nos períodos verificados foram substituídas pelas empresas subsequentes na classificação.

Os dados utilizados para realização deste estudo foram coletados das Demonstrações Financeiras Padronizadas

(DFP) disponíveis no sítio da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), período de 2005 a 2008. Após a coleta dos dados, foi calculado o nível de endividamento das empresas selecionadas com base em Gitman (2004), aplicando-se a equação:

$$DIV. T = \frac{PC + PELP}{AT}$$

Onde:

DIV.T = Índice de endividamento geral;

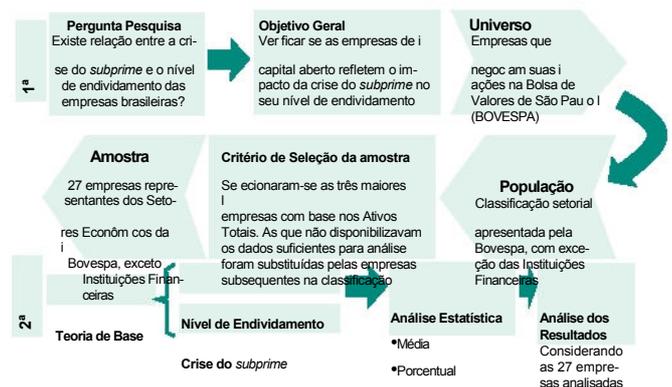
PC = Passivo circulante;

PELP = Passivo exigível a longo prazo; e AT

= Ativo total.

Para Gitman (2004), "o índice de endividamento geral mede a proporção dos ativos totais financiados pelos credores da empresa".

A seguir, apresenta-se na Figura 1 o *design* da pesquisa, para melhor visualização dos passos percorridos no seu desenvolvimento.

**Figura 1:** Design da Pesquisa

Fonte: dados da pesquisa.

A Figura 1 demonstra como foi delineada a pesquisa com: a pergunta de pesquisa, o objetivo proposto para atender ao questionamento, as empresas que compõem a

amostra. Consideraram-se as três maiores de cada setor, totalizando 27 empresas. Para cálculo do nível de endividamento, utilizou-se o modelo de Gitman (2004), aplicado aos anos de 2005 a 2008, buscando os dados das Demonstrações Financeiras Padroni-

zadas disponíveis no sítio da Comissão de Valores Mobiliários, analisados estatisticamente, sendo posteriormente verificado se existe alguma associação com a crise do *subprime*.

## 6. Análise dos Resultados

Neste estudo, analisou-se o endividamento das empresas brasileiras no período da crise do *subprime*, e a relação entre estrutura de capital e análise de nível de endividamento, estes indicadores auxiliam e fazem parte de todo um processo de decisão dos gestores e de planejamento da organização. Foram verificados estatisticamente o nível de endividamento das organizações brasileiras e a relação com a crise dos créditos do *subprime*.

Este procedimento foi realizado com os dados anuais dos períodos de 2005 a 2008, obtidos por meio das demonstrações financeiras das empresas analisadas, calculando-se o nível de endividamento das empresas selecionadas em todos os anos. A representatividade das empresas selecionadas está expressa na Tabela 1, onde se pode identificar que a participação das três empresas em cada setor varia de 25% a 96%, tendo em média 51% de representatividade.

Na Tabela 2, apresenta-se o nível de endividamento das três empresas com maiores ativos totais do setor econômico de Petróleo, Gás e Biocombustíveis.

**Tabela 2:** Endividamento da empresas brasileiras no setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis

PETRÓLEO, GÁS E BIOCMBUSTÍVEIS	2005	2006	2007	2008
PETROBRAS	53,44%	50,12%	48,03%	51,73%
MARLIM PART	90,85%	91,76%	94,10%	99,26%
ECODIESEL	98,10%	25,23%	47,82%	79,11%
<b>MÉDIA DO SETOR ECONÔMICO</b>	<b>80,80%</b>	<b>55,70%</b>	<b>63,32%</b>	<b>76,70%</b>

Fonte: dados da pesquisa.

As três empresas analisadas neste setor de acordo com seus ativos totais, conforme Tabela 1, possuem participação de 96% do total de ativos do setor; fica demonstrada, assim, a representatividade da amostra. Na Tabela 2, cabe ressaltar que as empresas nos anos de 2005 e de 2008 têm os maiores níveis de endividamento total, destacando-se, o aumento da Ecodiesel de 48% em 2007 para 79% em 2008. A média do setor tem uma queda brusca no nível de endividamento de 2005. Já para o ano de 2008, ocorre o inverso: o endividamento aumenta para 77% na amostra analisada.

Sugerindo que, com a crise do *subprime* tendo início de seus reflexos em 2006, nos anos de 2006 e 2007 houve uma retração dos créditos por parte das instituições financiadoras, como evidenciado no Gráfico 1. Em 2008, com um aumento de incentivos e com a crise atingindo de forma mais drástica o Brasil, as empresas tiveram de recorrer a fontes de financiamento para que pudessem manter suas atividades de maneira estável.

A Tabela 3 demonstra o nível de endividamento das três empresas com maiores ativos totais do setor econômico de Materiais Básicos. A amostra das empresas deste setor representa 53% da composição do ativo total do setor, conforme apresentado na Tabela 1.

**Tabela 3:** Endividamento da empresas brasileiras no setor de Materiais Básicos

MATERIAIS BÁSICOS	2005	2006	2007	2008
VALE R DOCE	49,60%	63,33%	53,49%	44,90%
SID NACIONAL	73,50%	75,51%	72,09%	78,82%
VICUNHA SID	76,60%	74,06%	69,26%	76,21%
<b>MÉDIA DO SETOR ECONÔMICO</b>	<b>66,57%</b>	<b>70,97%</b>	<b>64,95%</b>	<b>66,64%</b>

Fonte: dados da pesquisa.

O setor de Materiais Básicos mostra-se menos volátil que o setor de Petróleo, Gás e Biocombustíveis; o nível de endividamento não se altera tão fortemente. A empresa Sid Nacional e Vicunha Sid tem a mesma tendência que as empresas apresentadas na tabela anterior; o ano de 2008 mostra que existe um aumento no nível de endividamento pelas empresas. No que tange à Vale, apresenta uma tendência inversa, pois esta empresa mesmo em períodos de retração de crédito tem reputação e consegue financiamentos para manter e expandir suas atividades. A média do setor mostra que existiu um aumento no nível de endividamento, do ano de 2007 para 2008, de 65% para 66%.

Na Tabela 4 a seguir, apresenta-se o nível de endividamento do setor econômico de Bens Industriais da Bovespa. A amostra corresponde à participação de 69% dos ativos totais deste setor, evidenciado anteriormente na Tabela 1.

**Tabela 4:** Endividamento da empresas brasileiras no setor de Bens Industriais

BENS INDUSTRIAIS	2005	2006	2007	2008
EMBRAER	71,00%	67,85%	69,29%	71,47%
WEG	58,52%	58,49%	61,77%	61,53%
MARCOPOLO	63,70%	62,35%	70,73%	71,45%
<b>MÉDIA DO SETOR ECONÔMICO</b>	<b>64,41%</b>	<b>62,90%</b>	<b>67,26%</b>	<b>68,15%</b>

Fonte: dados da pesquisa.

As empresas deste setor apresentam um nível médio de endividamento maior em 2008, de 68%; assemelham-se aos setores já apresentados, que possuem um maior nível de endividamento em 2008. A maior variação de 2007 para 2008 acontece com a empresa Embraer, que de 69% passa para 71%. A Marcopolo apresenta o maior nível de endividamento de 2005 até 2008, passando de 64% para 71%. Já a WEG mantém o nível de endividamento no decorrer dos anos analisados; a empresa dispõe de uma política de financiamento conservadora, que permite manter recursos e fontes de liquidez suficientes para atender às necessidades de serviço de dívida e financiar o programa de investimentos, além de possibilitar o aproveitamento de diversas oportunidades de negócios, conforme pode ser analisado no relatório de administração da empresa.

As empresas do setor de Construção e Transporte constantes nesta amostra correspondem a 25% do total de ativos do setor, conforme Tabela 1. O nível de endividamento da amostra deste setor está demonstrado na Tabela 5.

**Tabela 5:** Endividamento das empresas brasileiras no setor de Construção e Transporte

CONSTRUÇÃO E TRANSPORTE	2005	2006	2007	2008
TAM S/A	76,65%	71,81%	80,82%	95,22%
ALL AMER LAT	64,47%	72,98%	76,46%	78,63%
CYRELA REALT	36,75%	32,07%	55,63%	68,12%
<b>MÉDIA DO SETOR ECONÔMICO</b>	<b>59,29%</b>	<b>58,95%</b>	<b>70,97%</b>	<b>80,65%</b>

Fonte: dados da pesquisa.

Este setor está entre os maiores níveis de endividamento médio em 2008, de 80,65%, demonstrando que as empresas do setor de construção e transporte estão desenvolvendo suas atividades com uma parcela maior de passivos onerosos. A Empresa TAM S/A é a empresa que possui os maiores níveis de endividamento, chegando em 2008 a 95,22%, mantendo o posto de mais endividada da amostra deste setor. Este setor recebe fortes incentivos para sua capacitação e desenvolvimento, e assim tem uma das maiores linhas de créditos do BNDES.

A Tabela 6 evidencia o nível de endividamento das empresas do setor econômico de Consumo Não Cíclico, sendo que as três empresas da amostra correspondem a 38,52% do total de ativos do setor.

**Tabela 6:** Endividamento das empresas brasileiras no setor de Consumo não Cíclico

CONSUMO NAO CÍCLICO	2005	2006	2007	2008
AMBEV	39,87%	44,77%	49,93%	53,28%
SADIA S/A	65,74%	67,94%	62,68%	96,60%
P.ACUCAR-CBD	58,44%	57,15%	60,10%	59,30%
<b>MÉDIA DO SETOR ECONÔMICO</b>	<b>54,68%</b>	<b>56,62%</b>	<b>57,57%</b>	<b>69,73%</b>

Fonte: dados da pesquisa.

As companhias listadas na Bovespa que representam o setor de Consumo Não Cíclico mostram uma tendência de aumento de endividamento em 2008, fortemente puxada pela Sadia S/A, que passou de 62,68% em 2007 para 96,60% em 2008; a empresa encerrou o exercício de 2008 com um endividamento financeiro líquido de curto prazo no montante de R\$ 2,6 bilhões, representado por várias modalidades de financiamentos, conforme se pode verificar no seu relatório da administração: a empresa tenta equacionar a atual situação patrimonial e financeira, ocasionada pelo aumento do endividamento. Na Sadia, os principais financiamentos são decorrentes de bancos credores, como o Banco do Nordeste e o BNDES. Neste caso específico, a Sadia demonstra que os impactos da crise ocorreram com o reflexo de perdas financeiras com instrumentos derivativos e da desvalorização do real.

Este setor manteve um aumento constante no nível de endividamento durante os anos analisados, possuindo 54,68% em 2005 e aumentando gradativamente durante os anos subsequentes, até chegar a 69,73% em 2008.

As empresas da amostra do setor de Consumo Cíclico representam 27,27% do total de ativos de todas as empresas

deste setor listadas na Bovespa. Na Tabela 7, apresenta-se o nível de endividamento das empresas do setor.

**Tabela 7:** Endividamento das empresas brasileiras no setor de Consumo Cíclico

CONSUMO CÍCLICO	2005	2006	2007	2008
LOJAS AMERIC	88,71%	88,26%	91,36%	93,64%
NET	73,23%	58,70%	45,35%	56,57%
WHIRLPOOL	52,98%	50,51%	52,16%	56,77%
<b>MÉDIA DO SETOR ECONÔMICO</b>	<b>71,64%</b>	<b>65,82%</b>	<b>62,96%</b>	<b>68,99%</b>

Fonte: dados da pesquisa.

As maiores empresas pelo ativo total do setor econômico de Consumo Cíclico da Bovespa demonstram que o ano de 2005 foi o ano em que as empresas apresentavam o maior nível de endividamento, sendo que nos anos de 2006 e 2007 ocorreu uma queda no nível de endividamento das empresas deste setor. Já no ano de 2008, o nível de endividamento teve um aumento significativo, podendo-se destacar que a NET aumentou em aproximadamente 11% no seu endividamento. As Lojas Americanas apresentam um dos maiores níveis de endividamento, que se deve à política da empresa: observa-se em seu relatório de administração que a companhia utiliza sua geração de caixa priorizando investimento.

A Tabela 8 representa o nível de endividamento das empresas do setor econômico da Bovespa de Tecnologia da Informação. As empresas da amostra possuem uma relevante participação no seu setor, representando 64,46% do total de ativos.

**Tabela 8:** Endividamento das empresas brasileiras no setor de Tecnologia da Informação

TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO	2005	2006	2007	2008
ITAUTEC	56,56%	59,87%	60,45%	62,59%
POSITIVO	53,81%	45,27%	43,95%	50,91%
TOTVS	37,94%	17,21%	19,42%	55,86%
<b>MÉDIA DO SETOR ECONÔMICO</b>	<b>49,44%</b>	<b>40,78%</b>	<b>41,27%</b>	<b>56,45%</b>

Fonte: dados da pesquisa.

O nível de endividamento do setor de Tecnologia da Informação apresenta-se mais elevado em 2005, com 49,44%; em 2006 ocorre uma queda de aproximadamente 10%, estabilizando-se em 2007; e em 2008 o nível atinge seu maior percentual nos anos analisados: passa a 56,45%, um aumento de 15% em relação ao ano anterior. Destaca-se a companhia TOTVS, que demonstra em seu relatório de administração que contou no ano de 2008 com um forte incentivo do BNDES para seus programas, sendo um dos fatores que levaram a empresa a apresentar um maior grau de endividamento.

As empresas que compõem a amostra do setor de Telecomunicações participam em termos de ativos totais de 60,45% no setor econômico. No Tabela 9, está expresso o nível de endividamento da amostra analisada neste grupo.

**Tabela 9:** Endividamento da empresas brasileiras no setor de Telecomunicações

TELECOMUNICAÇÕES	2005	2006	2007	2008
TELEFONICA	77,85%	81,65%	78,41%	80,42%
TELEMAR PART	61,97%	58,84%	58,69%	72,82%
VIVO	63,03%	52,28%	54,16%	62,74%
<b>MÉDIA DO SETOR ECONÔMICO</b>	<b>67,62%</b>	<b>64,25%</b>	<b>63,76%</b>	<b>72,00%</b>

Fonte: dados da pesquisa.

Os dados demonstrados na Tabela 9 demonstram que a empresa Telefônica apresenta o maior nível de endividamento na amostra do setor de Telecomunicações, sendo em 2008 de 80,42%. O setor apresenta em 2005 um nível de endividamento superior a 2006 e 2007, sendo que em 2008 tem um significativo aumento, de aproximadamente 8%. Pode-se destacar a Telemar Participações, que teve o maior aumento no último ano. Conforme se analisou no relatório da administração, a Telemar, para financiar a aquisição das ações, tomou empréstimos de curto prazo junto a instituições financeiras nacionais e estrangeiras, evidenciando, assim, que um dos fatores que levaram ao aumento do endividamento se justifica pela política de expansão da empresa.

Na Tabela 10, é possível verificar o nível de endividamento das três empresas com maiores ativos totais do setor econômico de Utilidade Pública. Esta amostra representa 36,67% da composição do ativo total do setor, conforme apresentado na Tabela 1.

**Tabela 10:** Endividamento da empresas brasileiras no setor de Utilidade Pública

UTILIDADE PÚBLICA	2005	2006	2007	2008
ELETOBRAS	36,93%	36,39%	34,16%	37,81%
CEMIG	63,69%	67,17%	63,82%	60,17%
SABESP	51,35%	49,93%	47,59%	48,87%
<b>MÉDIA DO SETOR ECONÔMICO</b>	<b>50,66%</b>	<b>51,16%</b>	<b>48,52%</b>	<b>48,95%</b>

Fonte: dados da pesquisa.

No setor de Utilidade Pública, destaca-se a empresa Cemig, que possui o maior nível de endividamento do setor, sendo superior a 60% durante os quatro anos. A Eletrobrás possui o menor nível de endividamento, chegando a 34,16% em 2007, neste setor, não evidenciando uma sequência ou uma tendência dos níveis de endividamento no decorrer dos anos.

Na Tabela 11, apresentam-se os setores econômicos de acordo com a classificação da Bovespa, e seus respectivos níveis de endividamento, durante os anos de 2005 a 2008.

Analisando-se a representatividade das empresas frente aos setores verificados, obteve-se o índice de 54% de participação total nos setores alvo da pesquisa. A amostra utilizada representa, portanto, a maioria das empresas considerando-se o ativo total das companhias analisadas em termos de ativos totais dos setores analisados, conforme apresentado na Tabela 1.

Os nove setores econômicos da Bovespa apresentaram em média 62,19% de endividamento em 2005, com tendên-

**Tabela 11:** Endividamento médio da empresas por setor de atuação na Bovespa

SETOR ECONÔMICO	2005	2006	2007	2008
PETRÓLEO, GÁS E BIOCOMBUSTÍVEIS	80,80%	55,70%	63,32%	76,70%
MATERIAIS BÁSICOS	66,57%	70,97%	64,95%	66,64%
BENS INDUSTRIAIS	64,41%	62,90%	67,26%	68,15%
CONSTRUÇÃO E TRANSPORTE	59,29%	58,95%	70,97%	80,65%
CONSUMO NÃO CÍCLICO	54,68%	56,62%	57,57%	69,73%
CONSUMO CÍCLICO	71,64%	65,82%	62,96%	68,99%
TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO	49,44%	40,78%	41,27%	56,45%
TELECOMUNICAÇÕES	67,62%	64,25%	63,76%	72,00%
UTILIDADE PÚBLICA	50,66%	51,16%	48,52%	48,95%
<b>MÉDIA DOS SETORES ECONÔMICOS</b>	<b>62,79%</b>	<b>58,57%</b>	<b>60,06%</b>	<b>67,59%</b>

Fonte: dados da pesquisa.

cia a redução em 2006, mantendo-se em 2007 com aumento no nível de endividamento em 2008, uma alta de 15%, se se compara a 2006, e de 13%, se se compara a 2007. O setor econômico de Petróleo, Gás e Biocombustíveis é o que apresenta o maior nível de endividamento dos setores analisados em 2007, apresentando em 2005 endividamento de 80,8%, reduzido no ano seguinte para 55,7%, e voltando a subir em 2007 e em 2008; o aumento de 2006 para 2008 foi de 13%. Em 2008, o maior nível médio de endividamento passou a ser o do setor de Construção e Transporte, com 80,65%.

Já os setores de Tecnologia da Informação e Utilidade Pública são os que apresentam níveis mais baixos de endividamento entre os setores analisados, ficando em média com o nível de endividamento de 50%. Tecnologia da Informação em 2006 demonstra o menor nível de endividamento dos períodos analisados, sendo de 40,78%.

Pode-se perceber que, nos índices apresentados na Tabela 11, o nível médio dos setores é de aproximadamente 62%. Analisando os dados dos setores em conjunto, verifica-se que a maioria dos setores possui um nível de endividamento mais elevado em 2005 e 2008, sendo o ápice o ano de 2008. Dessa forma, os índices de 2006 e 2007 apresentaram tendência a redução.

Neste contexto, acredita-se que a estrutura de capital das empresas e dos setores analisados sofreu alterações em função da crise do *subprime*, o que justifica o menor grau de endividamento nos anos de 2006 e 2007, conforme visto na maioria dos setores analisados.

A estrutura de capital modifica-se de acordo com os contextos ambientais e as perspectivas dos gestores na tomada de decisão, conforme Modigliani e Miller (1958 e 1963), Jensen e Meckling (1976), Myers (1977), Gitman (2004), Hackbarth (2009). O contexto ambiental é a própria crise do *subprime*, e as ações dos gestores são verificadas na modificação do grau de endividamento perante a crise.

O grau de endividamento está ligado à estrutura de capital e confirma as observações de Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1999) e os estudos de variações verificados nas pesquisas de Silva e Valle (2008).

Na análise, verifica-se que em 2005 havia um mercado sem influências de crises financeiras, com acesso aos créditos normalmente. Já no ano de 2006, iniciou-se a retração dos créditos, devido ao aumento dos riscos das empresas. Em 2007 a crise teve a mesma tendência que no ano anterior, observando-se que em 2008, com incentivos governamentais associados à necessidade de captação de recursos por parte das empresas, o nível de endividamento das companhias foi o maior dos anos analisados. Infere-se que pode existir relação entre os desembolsos do BNDES maiores no último ano e o nível de endividamento das empresas maior em 2008, conforme Gráfico 1.

## 7. Considerações Finais

A presente pesquisa procurou responder à seguinte pergunta: *Existe relação entre a crise do subprime e o nível de endividamento das empresas brasileiras?* A resposta a essa questão é afirmativa, sendo que o reflexo da crise não se encerra no ano de 2008, pois mesmo atualmente as empresas ainda são afetadas. Há, contudo, algumas características, evidenciadas nesta pesquisa, comuns às empresas analisadas. Observa-se uma correlação entre o agravamento da crise nos anos de 2006 e 2007 e o nível de endividamento das empresas brasileiras.

Dessa forma, as empresas de capital aberto brasileiras consideradas na pesquisa refletiram o impacto da crise do *subpri-*

*me* com um menor grau de endividamento nos anos de agravamento da crise. Acredita-se que tal comportamento foi devido à retração de crédito por parte das instituições financeiras, bem como às incertezas do mercado, que, por consequência, dificultaram a captação de recursos pelas companhias.

Esse comportamento, encontrado nas empresas brasileiras de maior porte, pode ser inferido para praticamente todos os setores da Bovespa analisados, com pequenas variações nos setores econômicos de Materiais Básicos, Consumo Não Cíclico e Utilidade Pública. A média de todos os setores analisados apresenta essa característica, ou seja, nos anos de agravamento da crise (2006 - 2007) há um menor grau de endividamento.

Constatou-se que uma das fontes de captação de recursos foi o BNDES, atuando no Brasil como financiador das empresas e tentando suprir a oferta de recursos do mercado, sendo que em 2008 houve o maior desembolso do Banco. A expansão de empréstimos mostra a capacidade do BNDES de manter investimentos na economia brasileira, mesmo diante da redução da liquidez no mercado internacional e doméstico.

Outros estudos, além da óptica do grau de endividamento, podem ser feitos analisando-se os reflexos da crise *subprime*. Tais estudos seriam importantes para o entendimento da amplitude e consequências desta crise nas organizações como um todo.

## Referências

- BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO SOCIAL. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/>>. Acesso em: 20 jun. 2009.
- BARCLAY, M. J.; SMITH Jr, C. W. The maturity structure of corporate debt. *The Journal of Finance*, v. 50, n. 2, 1995, p. 609-631.
- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/>>. Acesso em: 11 mar. 2009.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 11 mar. 2009.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. Institutions, financial markets, and firm debt maturity. *Journal of Financial Economics*, v. 54, n. 3, 1999, p. 295-336.
- DIAMOND, D. W. Financial intermediation and delegated monitoring. *Review of Economic Studies*, v. 51, n. 3, 1984, p. 393-414.
- DIAMOND, D. W. Monitoring and reputation: The choice between bank loan and directly placed debt. *Journal of Political Economy*, v. 99, n. 4, 1991, p. 689-721.
- FORMIGONI, H.; PEREIRA, C.A. A influência dos incentivos fiscais sobre a estrutura de capital e a rentabilidade das companhias abertas brasileiras não financeiras. In: IAAER - ANPCONT (3rd) International Accounting Congress, 2009, São Paulo. **Anais...** São Paulo, 2009.
- FORTE, Denis. *Estudo sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras no período pós Plano Real (1995-2005)*. São Paulo, 2007. Tese (Doutorado) - Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie.
- GIL, Antonio Carlos. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 175 p.
- GITMAN, L. J. *Princípios de administração financeira*. 10. ed. São Paulo: Addison Wesley, 2004.
- GRINBLATT, Mark; TITMAN, Sheridan. *Mercados financeiros & estratégia corporativa*. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005, 724 p.
- HACKBARTH, Dirk. Determinants of corporate borrowing: a behavioral perspective. In: 14th Annual Utah Winter Finance Conference. *Anais eletrônicos...* Ilínoes: 2009. Disponível em: <<http://ssm.com/abstract=575922>>. Acesso em 15 de maio de 2009.
- HART, Oliver. Firms, Contracts, and Financial Structure. Clarendon Press, Cambridge, Oxford. 1995, 244 p.
- HUANG, Rogbing; RITTER, Jay R. *Testing the market timing theory of capital structure*. Kennesaw University and University of Florida. *Working Paper*. Set. 2005.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, 1976, p. 305-360.
- LUCINDA, C. R.; SAITO, R. A Composição do endividamento das empresas brasileiras de capital aberto: um estudo empírico. *Revista Brasileira de Finanças*, v.3, n.2, 2005, p. 173-193.

- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*, v. 53, n. 3, 1963, p. 433-443.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, Nashville: American Economic Association, v.48, n.3, 1958.
- MYERS, S. C. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, v. 5, n. 2, 1977, p. 147-175.
- MYERS, S.; MAJLUF, Nicolas S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Finance Economics*. v. 13, n. 2, 1984, p. 187-221.
- OZKAN, A. The determinants of corporate debt maturity: evidence from UK firms. *Applied Financial Economics*, v. 12, n. 1, 2002, p. 19-24.
- PENIN, G.; FERREIRA, T. T. Evolução recente da crise do subprime: indicadores, reações e perspectivas. Boletim da FIA-Fundação Instituto de Administração da USP. Maio/2008.
- POHLMANN, Marcelo Coletto. Contribuição ao estudo da classificação interdisciplinar da pesquisa tributária e do impacto da tributação na estrutura de capital das empresas no Brasil. São Paulo, 2005. Tese (Doutorado) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.
- RAJAN, R. G. Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's length debt. *The Journal of Finance*, v. 47, n. 4, 1992, p. 1367-1400.
- RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, v. 50, n.5, 1995, p. 1421-1460.
- RAUPP, Fabiano Maury. BEUREN, Ilse Maria. Caracterização da Pesquisa em Contabilidade. In. BEUREN, Ilse Maria (Org). *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2004. RICHARDSON, Roberto Jarry. *Pesquisa social: métodos e técnicas*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1989.
- STOHS, M. H.; MAUER, D. C. The determinants of corporate debt maturity structure. *Journal of Business*, v. 69, n. 3, 1996, p. 279-312.
- SILVA, A. F.; VALLE, M. R. Análise da estrutura de endividamento: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e americanas. *RAC*, v.12, n. 1, 2008, p. 201-229.
- TERRA, P. R. S. Comentário. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, v. 5, n. 2, 2008, p. 154-155.
- TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, v. 43, n.1, 1988, p. 1-19.
- TORRES FILHO, E. T. Entendendo a crise do *subprime*. BNDES: Visão do desenvolvimento, nº 44, 2008. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/conhecimento/visao/visao\\_44.pdf](http://www.bndes.gov.br/conhecimento/visao/visao_44.pdf)>. Acesso em: 16 de jun. 2009.
- TRIVIÑOS, A. N. S. *Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação*. São Paulo: Atlas, 1997.

