

**UNIVERSIDADE DE CAXIAS DO SUL**  
**CENTRO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS, CONTÁBEIS E COMÉRCIO**  
**INTERNACIONAL**  
**CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**ENDRIGO BULLA**

**ESTUDO SOBRE A ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS DOS SETORES**  
**DE TELECOMUNICAÇÃO E TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO LISTADAS NA**  
**BM&FBOVESPA**

**CAXIAS DO SUL**

**2013**

**ENDRIGO BULLA**

**ESTUDO SOBRE A ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS DOS SETORES  
DE TELECOMUNICAÇÃO E TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO LISTADAS NA  
BM&FBOVESPA**

Monografia apresentada como requisito  
para a obtenção do Grau de Bacharel em  
Ciências Contábeis da Universidade de  
Caxias do Sul

Orientador: Prof. Ms. Eduardo Tomedi  
Leites

**CAXIAS DO SUL**

**2013**

**ENDRIGO BULLA**

**ESTUDO SOBRE A ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS DOS SETORES  
DE TELECOMUNICAÇÃO E TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO LISTADAS NA  
BM&FBOVESPA**

Monografia apresentada como requisito  
para a obtenção do Grau de Bacharel em  
Ciências Contábeis da Universidade de  
Caxias do Sul

Orientador: Prof. Ms. Eduardo Tomedi  
Leites

**Aprovado (a) em** \_\_\_\_/\_\_\_\_/\_\_\_\_

**Banca Examinadora:**

Presidente

-----  
Prof. Ms. Eduardo Tomedi Leites  
Universidade de Caxias do Sul - UCS

Examinadores:

-----  
Prof. Ms. Leandro Rogerio Schiavo  
Universidade de Caxias do Sul - UCS

-----  
Prof. Dra. Marlei Salete Mecca  
Universidade de Caxias do Sul - UCS

Dedico a todos vocês, que sempre estiveram ao meu lado, me incentivando, em especial a meus pais, meu irmão e minha namorada que muito contribuíram para que este trabalho atingisse sua conclusão.

## **AGRADECIMENTOS**

Quero expressar meus agradecimentos às pessoas que, de uma forma ou de outra, colaboraram para que este trabalho fosse realizado. Em especial ao meu orientador, Prof. Ms. Eduardo Tomedi Leites, pela sua competência e orientação durante todo o desenvolvimento desta monografia. Agradeço de forma toda especial a minha família, pela compreensão e apoio em todos os momentos desta formação, e também a pessoa que esta ao meu lado em todos os momentos, minha namorada, sempre compreendendo a falta de tempo e empenhando-se junto a mim.

*“Posso não concordar com  
nenhuma das palavras que  
você disser, mas defenderei  
até a morte o direito de você  
dizê-las.”*

**Voltaire**

## RESUMO

O objetivo deste estudo é identificar como está formada a estrutura de capital das empresas dos setores de telecomunicação e tecnologia da informação listadas na BM&FBOVESPA, assim, pode-se definir se as empresas utilizam alguma forma de estrutura pré estabelecida pelas teorias já existentes ou não, e qual o risco da estrutura adotada por elas. Para o estudo proposto serão utilizadas as quatro teorias mais influentes sobre este assunto, que são: a Teoria Tradicional, que foi a primeira a ser desenvolvida sobre este tema, a Teoria de Modigliani e Miller, sendo o contraponto a tudo que existia até então, a Teoria de *Static Trade-off*, onde propõe um nível máximo de endividamento que a própria companhia determina, e a Teoria de *Pecking Order*, esta explica que as formas de obtenção de recursos são desenvolvidas através de uma hierarquia e que a mesma seguida por todas empresas. Para tanto o método utilizado será o descritivo, através da análise documental e quantitativa dos dados apresentados. Para atingir o objetivo do estudo será feito um levantamento bibliográfico, após isto serão calculados os índices de endividamento, pode-se assim examinar a evolução do endividamento das empresas e verificam-se possíveis riscos financeiros. Este estudo apresenta uma base de informações para auxílio em pesquisas que sejam direcionadas a esta área, sendo que é um assunto que gera, e possui, diversas teorias que divergem entre si. Os resultados obtidos evidenciam que cada companhia possui sua própria estrutura de capital, porém podem apresentar certa tendência para o mesmo setor de atuação, mas cada qual possui particularidades e individualidades bem expressivas.

**Palavras-chave:** estrutura de capital, endividamento, risco, telecomunicação, tecnologia da informação.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Modelo de Estrutura do Balanço Patrimonial .....	20
Figura 2 – Estrutura de Demonstração de Resultado do Exercício .....	21
Figura 3 – Estrutura de Capital.....	23
Figura 4 – Custo de capital.....	26
Figura 5 – Princípios da teoria de M&M .....	28
Figura 6 – Hierarquia da Pecking Order Theory.....	31
Figura 7 – Fórmulas de Índices de Endividamento .....	36

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia TIM Participações S.A. .....	40
Tabela 2 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Inepar Telecomunicações.....	41
Tabela 3 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Cia Tel. Brasil Central .....	42
Tabela 4 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Embratel Participações S.A.....	43
Tabela 5 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Jereissati Participações S.A. ....	44
Tabela 6 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Jereissati Telecom S.A.....	45
Tabela 7 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia LF Tel S.A.....	46
Tabela 8 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Oi S.A.....	47
Tabela 9 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Telefônica Brasil S.A. .....	48
Tabela 10 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Telemar Participações S.A. ....	49
Tabela 11 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Gama Participações S.A.....	50
Tabela 12 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Ideiasnet S.A.....	51
Tabela 13 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Linx S.A.....	52
Tabela 14 – Indicadores de Estrutura de Capital companhia Senior Solution S.A....	53
Tabela 15 – Indicadores de Estrutura de Capital companhia Telecomunicações Brasileiras S.A. Telebrás .....	54
Tabela 16 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia TOTVS S.A. ....	55
Tabela 17 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Bematech S.A. ....	56
Tabela 18 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Itautec S.A. ....	57
Tabela 19 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Positivo Informática S.A.....	58
Tabela 20 – Endividamento total por empresa do setor de telecomunicação .....	59

Tabela 21 – Endividamento total por empresa do setor de tecnologia da informação .....	60
Tabela 22 – Média do Setor de Telecomunicação .....	60
Tabela 23 – Média do Setor de Tecnologia da Informação.....	62

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>12</b>
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO DO ESTUDO .....	12
1.2	TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA .....	14
1.3	OBJETIVOS .....	16
<b>1.3.1</b>	<b>Objetivo geral .....</b>	<b>16</b>
<b>1.3.2</b>	<b>Objetivos específicos .....</b>	<b>16</b>
1.4	METODOLOGIA .....	16
1.5	ESTRUTURA DO ESTUDO .....	18
<b>2</b>	<b>DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS .....</b>	<b>19</b>
<b>3</b>	<b>ESTRUTURA DE CAPITAL .....</b>	<b>23</b>
3.1	TEORIAS DA ESTRUTURA DE CAPITAL .....	23
<b>3.1.1</b>	<b>Teoria Tradicional .....</b>	<b>25</b>
<b>3.1.2</b>	<b>Teoria de Modigliani e Miller .....</b>	<b>27</b>
<b>3.1.3</b>	<b>Pecking Order Theory e Static Trade-off Theory.....</b>	<b>29</b>
<b>3.1.4</b>	<b>Evidências Empíricas .....</b>	<b>32</b>
3.2	CAPITAL PRÓPRIO, CAPITAL DE TERCEIROS E RISCO.....	32
3.3	INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO .....	34
<b>4</b>	<b>ESTUDO.....</b>	<b>38</b>
4.1	CONTEXTUALIZAÇÃO .....	38
4.2	COLETA DE DADOS .....	39
4.3	APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS INDIVIDUAIS.....	39
<b>4.3.1</b>	<b>Telecomunicação .....</b>	<b>40</b>
<b>4.3.2</b>	<b>Tecnologia da Informação.....</b>	<b>49</b>
4.4	ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS .....	58
<b>5</b>	<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>65</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>67</b>

**ANEXO A – LISTA DE EMPRESAS ESTUDADAS .....70**

**ANEXO B – NÍVEL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BM&FBOVESPA ...71**

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO ESTUDO

A contabilidade ganhou destaque junto às companhias e passou a ser uma importante ferramenta de auxílio à tomada de decisão. Os dados por ela levantados geram informações para os gestores empresariais elucidarem situações que ocorram com a companhia. Este cenário se aplica a todas as empresas dos mais diversos setores, cada uma utiliza a contabilidade como suporte para obter melhores resultados econômicos e financeiros.

Como as empresas sempre buscam proporcionar maiores lucros com as fontes de recursos que possuem, a contabilidade tem importante papel no gerenciamento das origens de capitais, proporciona evidências que auxiliam no planejamento de seus financiamentos e conseqüentemente sobre seu nível de endividamento.

As informações fornecidas pela contabilidade são visualizadas através das demonstrações contábeis, onde cada uma evidencia um aspecto da companhia. Destas pode-se destacar o balanço patrimonial, onde estão representados todos os bens, direitos e obrigações da empresa. Focando o estudo nas origens de capitais consegue-se analisar como a empresa gerencia seus investimentos e financiamentos.

Estudos sobre estrutura de capital estão sendo apresentados desde a década de 1950, a Teoria de Modigliani e Miller (1958) desenvolveu os principais focos de estudo sobre o tema, pois questionou tudo o que se sabia sobre o tema, e se tornou o estudo que fez oposição a Teoria Tradicionalista que imperava até então. A partir deste momento o assunto sofreu uma difusão, e, evidentemente, ganhou mais destaque, o que gerou uma crescente busca pela estrutura mais vantajosa para as organizações, obtendo novos estudos empíricos e novas teorias que procuram elucidar a estrutura de capital das empresas.

Mesmo que o tema esteja submetido a um longo período de estudos e questionamentos, seu desdobramento final ainda não ocorreu, o que determina que as companhias não possuem um modelo padrão que possa basear suas decisões para atingir resultados mais expressivos.

Através desta realidade, este trabalho visa observar e retratar a estrutura de capital das empresas dos setores de telecomunicação e tecnologia da informação, listadas na BM&FBOVESPA, onde procura-se enfatizar suas formas de financiamento (curto ou longo prazo) e endividamento, observa-se então se estas variações afetam o desempenho destas companhias. Para Gitman (2010, p.482)

A estrutura de capital é uma das áreas mais complexas da tomada de decisões financeiras por causa de sua interação com outras variáveis de decisão em finanças. Decisões equivocadas de estrutura de capital podem resultar em um custo de capital elevado, reduzindo, assim, o VPL dos projetos e fazendo com que um número maior deles seja inaceitável. Decisões eficazes quanto à estrutura de capital podem reduzir o custo de capital, resultando em VPLs maiores e mais projetos aceitáveis, e, com isso, aumentar o valor de uma empresa.

Este estudo irá demonstrar as formas de financiamento das organizações acima descritas, visto que podem ocorrer de algumas formas, seja através de capital de terceiros, capital próprio, ou pelo resultado obtido pela companhia. Serão apresentados índices das empresas e dos setores, que, a princípio, possuem uma estrutura diferente, e, então, distinguir as formas como os gestores obtêm recursos para o funcionamento destas empresas.

Como lembra Silva (2012) o endividamento de uma empresa sinaliza o grau de risco assumido por ela, este sendo diretamente ligado aos financiamentos, que por sua vez serão avaliados por diferentes grupos que possuem interesse nessas informações, entre eles estão os bancos, clientes fornecedores e concorrentes.

Como o endividamento basicamente se resume a busca de capital pelas empresas, os gerentes que conseguem achar soluções para a obtenção de recursos, conseqüentemente, colocarão sua empresa em uma situação mais vantajosa perante as concorrentes, sendo um grande diferencial nas negociações que possam acontecer. Segundo Lara e Mesquita (2008, p. 15-33)

[...] deve-se ressaltar que o assunto é relativamente escasso na literatura brasileira, o que sugere a necessidade de novos estudos [...] colaborando para o aperfeiçoamento das práticas administrativas e do próprio sistema financeiro, além de caracterizar significativo incremento dos modelos teóricos.

Diante deste quadro o pesquisador entende que o assunto é atual, sendo determinante em estudos acadêmicos, científicos e para consulta de gestores que

comandam empresas de qualquer segmento, justifica-se assim a realização deste trabalho.

## 1.2 TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA

A contabilidade desenvolveu-se de tal forma que passou de uma simples ferramenta para o cálculo de impostos para uma ciência que atua nos mais diferentes ramos de uma organização, dentre os quais se pode destacar: a controladoria, a auditoria, a análise e estruturação das demonstrações contábeis, os custos, entre outras. Ela engloba todas as áreas de processos operacionais e gerenciais de uma empresa e possibilita o amparo necessário para a tomada de decisão.

As demonstrações contábeis são a evidência de como uma empresa está em um determinado momento. Costuma-se dizer que o balanço patrimonial é um retrato do patrimônio da organização, bem como a demonstração de resultado de exercício apresenta o resultado obtido pela companhia num espaço de tempo. Mas estas são somente as duas demonstrações mais conhecidas, existem outras, cada qual com sua função para determinada área. Todas elas possuem um padrão para sua divulgação, quando são empresas de grande porte, ou capital aberto. Segundo Padoveze e Benedicto (2011) estas duas demonstrações são os grandes modelos para a gestão econômica, e as demais são sobre questões específicas e complementares da empresa.

Através destes dispositivos pode-se avaliar a situação de determinada empresa, uma análise das mesmas faz-se necessária para evidenciar aspectos que tornam uma empresa lucrativa ou não, onde estão sendo empregados os recursos e se estão sendo alocados nas melhores possibilidades. Na análise do balanço patrimonial, diversos índices podem ser obtidos com as informações retiradas dele, apresenta a liquidez que a empresa dispõe, o grau e modo de endividamento, pode evidenciar também como esta empresa se alavanca financeiramente e outros aspectos não menos importantes.

As empresas de capital aberto possuem ações negociadas na Bolsa de Valores, elas são obrigadas a emitir e divulgar as demonstrações contábeis, bem

como as notas explicativas, para assim possibilitar uma análise completa por parte de um investidor, governo ou instituições financeiras.

As empresas que foram analisadas nesta pesquisa são as que compõem os setores de tecnologia da informação e de telecomunicação. As companhias que formam o setor de Tecnologia da informação são separadas em fornecedoras de computadores e equipamentos com as fornecedoras de programas e serviços. Já o setor de telecomunicação é compreendido pelas empresas de telefonia fixa e telefonia móvel.

Portanto este trabalho visa analisar o balanço patrimonial das empresas que compõem os setores de telecomunicação e tecnologia da informação que estão listadas na BM&FBOVESPA, entre os períodos de 2010 e 2012, utilizam-se, então, cálculos para observar como esta a estrutura de capital das mesmas, através de análise de indicadores financeiros que possibilitem encontrar alguma característica comum ou diferenças nítidas entre elas.

Os dois setores foram escolhidos por englobarem empresas que representam atividades voltadas para o desenvolvimento na troca de dados e informações, tendo também um bom e abrangente campo de atuação. Outro determinante na escolha deste assunto é a obtenção de uma reflexão mais apurada em relação ao tema estrutura de capital, pode-se assim verificar melhores possibilidades de gestão, fato este que é de extremo interesse. Isso se deve à necessidade que as empresas exercem em aperfeiçoar sua gestão, sendo este um assunto que provoca diferentes opiniões e diverge em métodos adotados de empresa para empresa, o que gera grande curiosidade.

Com base na delimitação do tema de pesquisa proposto, a questão de pesquisa para o estudo é: De que forma as empresas dos setores de telecomunicação e tecnologia da informação listados na BM&FBOVESPA compõem sua estrutura de capital?

## 1.3 OBJETIVOS

### 1.3.1 Objetivo geral

Analisar a composição da estrutura de capital das empresas dos setores de telecomunicação e tecnologia da informação listadas na BM&FBOVESPA.

### 1.3.2 Objetivos específicos

- Fazer o levantamento bibliográfico sobre o tema em questão.
- Coletar os dados das empresas correspondentes.
- Executar cálculos sobre a estrutura de capital.
- Examinar a evolução dos indicadores de endividamento das empresas no período de 2010 a 2012.
- Verificar possíveis riscos financeiros através das estruturas adotadas.
- Comparar os índices obtidos pelas companhias, e posteriormente entre os setores estudados, verificando possíveis semelhanças e diferenças na obtenção de recursos.

## 1.4 METODOLOGIA

Este capítulo tem por objetivo delimitar os processos técnicos e intelectuais que foram percorridos para atingir o conhecimento que está se buscando. Diversas são as tipologias de pesquisa que podem ser utilizadas para conseguir isto, que se dividem quanto aos objetivos, aos procedimentos e quanto à abordagem do problema, cada qual sendo direcionado de acordo com o domínio que se deseja atingir.

Visando atender aos objetivos elencados, o método de pesquisa utilizado é o descritivo, que pode ser considerada uma averiguação intermediária entre as pesquisas explicativa e a exploratória. Conforme lembra Cervo, Bervian e Silva (2007) ela tem por objetivo analisar, observar e registrar fatos, sem que ocorra uma interferência do pesquisador nos fenômenos, onde consegue achar, com grande precisão, a relação ou conexão que possuem as características entre os fatos. Já Beuren (2006) considera que este tipo de pesquisa é bastante utilizado na área

contábil, onde geralmente é desenvolvido para observação de técnicas estatísticas. Conforme observa Diehl e Tatim (2004) a coleta de dados padronizados e a observação sistemática deles podem ser definidas como as características mais destacadas.

Para relacionar os dados encontrados foi feita uma pesquisa documental conforme explica Gil (1999) esta pesquisa será executada feita através de documentos que ainda não obtiveram nenhuma análise, dentre os quais destacam-se os relatórios de empresas, tabelas estatísticas, entre outros. Para Cervo, Bervian e Silva (2007) a análise através de documentos consegue propor um estudo do passado e do presente, correlaciona-se assim com a pesquisa histórica. Conforme Diehl e Tatim (2004, p. 59)

Esse tipo de pesquisa assemelha-se à pesquisa bibliográfica. A diferença fundamental entre ambas é a natureza das fontes. Enquanto a pesquisa bibliográfica se utiliza fundamentalmente das contribuições de diversos autores sobre determinado assunto, a pesquisa documental vale-se de materiais que ainda não receberam tratamento analítico, ou que ainda podem ser reelaborados de acordo com o objetivo do trabalho. [...] Exemplo: Diagnóstico econômico-financeiro da empresa X.

Por fim para abordar o problema foi utilizada a pesquisa quantitativa, onde segundo Diehl e Tatim (2004) ela é caracterizada pela coleta e análise por meio de técnicas e estatísticas, como por exemplo, o percentual e o desvio-padrão, possibilita certa segurança na interpretação das informações. Para Richardson (1999) os estudos feitos por este método são fundamentais para as Ciências Sociais, porque conseguem controlar várias variáveis simultaneamente, e é utilizado quando o pesquisador busca obter um entendimento mais profundo de diversos fatores, também é frequentemente aplicado em estudos descritivos onde se busca causa entre fenômenos. Para Mascarenhas (2012 , p.45)

A confiabilidade e a capacidade de generalização também são pontos importantes da pesquisa quantitativa. Acredita-se que estudos baseados em dados quantitativos ofereçam uma base mais segura para que o pesquisador tire suas conclusões. Além disso, com uma mãozinha da estatística, dá para analisar uma grande quantidade de dados, o que permite generalizar os resultados de pesquisa.

Para tanto estas serão as formas de estudo utilizadas para a elaboração deste trabalho, a fim de conseguir atingir e atender satisfatoriamente a todos os objetivos elencados bem como o problema de pesquisa desenvolvido.

## 1.5 ESTRUTURA DO ESTUDO

No primeiro capítulo apresenta uma contextualização referente ao tema proposto, onde pode-se observar os objetivos, a questão de pesquisa e a metodologia aplicada para a realização da pesquisa.

O segundo capítulo traz uma breve apresentação das informações prestadas pelas demonstrações contábeis, sendo enfatizado o balanço patrimonial e a demonstração de resultado de exercício, citando a análise de ambos como um fator de auxílio a tomada de decisão pelos gestores das organizações.

No terceiro capítulo foi apresentado o tema estrutura de capital, contextualizando sua origem e a evolução através das teorias desenvolvidas sobre o assunto, também são lembrados estudos empíricos recentes efetuados com empresas brasileiras, bem como as formas de calcular os índices de endividamento.

Em seguida, no quarto capítulo, foram apresentados os setores que são a base deste estudo, bem como as empresas que compõem estes setores, mostra-se um breve histórico e os resultados obtidos pelas mesmas nos anos de 2010 a 2012. Após isso serão confrontados os dados extraídos com todas as empresas pesquisadas, verifica-se então as semelhanças e as diferenças que ocorram na estrutura de capital dos setores.

Por fim, no quinto e último capítulo, é feita uma síntese de toda a pesquisa desenvolvida, através dos dados e informações apresentados durante o trabalho, ou seja, a conclusão, que visa apresentar uma observação sobre a estrutura de capital apresentada pelas empresas pesquisadas.

## 2 DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

Os resultados obtidos por uma empresa são evidenciados pelas demonstrações contábeis, através delas consegue-se obter as informações da situação da companhia. Elas são muitas, sendo que, cada uma fornece, de forma específica, dados sobre o comportamento da empresa em determinado aspecto, e são obrigatórias conforme consta na Lei 11.638/07. Dentre todas destaca-se o balanço patrimonial (B.P.), a demonstração de resultado de exercício (D.R.E).

Segundo Matarazzo (2010), uma determinada companhia é demonstrada através dos dados obtidos das demonstrações financeiras, posteriormente são transformados em informações pela análise delas, que quanto mais correta, melhores soluções serão providenciadas, conforme será tratado no decorrer do estudo.

As demonstrações contábeis fornecem as informações correspondentes ao estado que a empresa se encontra em determinado momento, e estes dados podem propiciar informação muito relevantes ao administrador, que bem analisados surgem como um auxílio altamente significativo na tomada de decisão. A demonstração que determina como se encontra as origens e aplicações de recursos é o balanço patrimonial.

O balanço patrimonial é a demonstração mais utilizada, e fornece informações sobre a situação das origens e aplicações de seus recursos, traz dados, tais como: forma de endividamento da empresa, quantidade de bens imobilizados, total de disponibilidades, dentre muitos outros. Ele é composto de ativo (aplicações), passivo (capital de terceiros) e patrimônio líquido (capital próprio). Segundo Marion (1998, p. 51):

A palavra balanço decorre do equilíbrio: Ativo – Passivo + PL, ou da igualdade: aplicações=origens. Parte-se da ideia de uma balança de dois pratos, onde sempre encontramos a igualdade. Mas em vez de se denominar balança (como balança comercial...) denomina-se balanço. O termo patrimonial tem origem no patrimônio da empresa, ou seja, conjunto de bens, direitos e obrigações. Daí chama-se patrimonial. [...] Em sentido amplo, o balanço evidencia a situação patrimonial da empresa em determinada data.

Como também lembra Ribeiro (1999) o balanço patrimonial evidencia o patrimônio da entidade, tanto na ordem quantitativa como qualitativa. Nele as contas

são agrupadas através de algumas regras. No ativo as contas são elencadas pela sua liquidez, já no passivo pela sua exigibilidade, mas todas respeitando os prazos a que se referem, criando assim a divisão circulante (curto prazo) e não circulante (longo prazo). Como pode-se observar na Figura 1.

Figura 1 – Modelo de Estrutura do Balanço Patrimonial

<b>Ativo</b>	<b>Passivo + Patrimônio Líquido</b>
<b>Ativo Circulante</b> <b>Ativo Não Circulante</b> Realizável a Longo Prazo Investimento Imobilizado Intangível	<b>Passivo Circulante</b> <b>Passivo Não Circulante</b> <b>Patrimônio Líquido</b> Capital Social (-) Gastos com Emissão de Ações Reserva de Capital Opções Outorgadas Reconhecidas Reservas de Lucros (-) Ações em Tesouraria Ajustes de Avaliação Patrimonial Ajustes Acumulados de Conversão Prejuízos Acumulados
Obs: Ações em Tesouraria é conta retificadora da reserva utilizada párea tal fim.	

Fonte: Silva (2012, p.41)

De acordo com a Figura 1, pode-se notar que o balanço patrimonial é dividido entre ativo, passivo e patrimônio líquido, onde as origens dos recursos estão representadas na parte direita da demonstração (passivo e patrimônio líquido), sempre de acordo com a ordem da exigibilidade, por sua vez na esquerda encontra-se o ativo, nele estão elencados as aplicações dos recursos, sempre seguindo a ordem de liquidez.

A demonstração do resultado de exercício serve para a averiguação do resultado líquido obtido pela empresa em um determinado período, já descontados impostos. Silva e Tristão (2000, p.213) afirmam que: “A demonstração do resultado do exercício apresenta, de maneira resumida, as operações realizadas pela entidade, durante um período de tempo, de forma a destacar o resultado líquido do período”.

Pode-se descrever a D.R.E. segundo Silva (2012) como a demonstração que fornece as informações econômicas da empresa em um determinado período de tempo, através dela é exposto o total de receitas e a partir delas são reduzidos todos os gastos, custos e despesas que ocorreram neste período, chega-se assim ao resultado da empresa. Este resultado será visualizado como lucro ou prejuízo obtido. Seu modelo pode ser visualizado na Figura 2.

Figura 2 – Estrutura de Demonstração de Resultado do Exercício

<b>Demonstração do Resultado do Exercício</b>
<b>RECEITA BRUTA DE VENDAS E SERVIÇOS</b>
(-) Impostos, devoluções e descontos sobre vendas e serviços
<b>RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS E SERVIÇOS</b>
(-) Custo das mercadorias vendidas e serviços prestados
<b>LUCRO BRUTO</b>
<b>RECEITAS DESPESAS OPERACIONAIS</b>
(-) Com vendas
(-) Gerais e administrativas
(-) Honorários dos administradores
(-) Depreciação e amortização
(+/-) Participação em Controladas e controlada em conjunto
(+/-) Outras receitas despesas operacionais
<b>LUCRO OPERACIONAL ANTES DO RESULTADO FINANCEIRO</b>
<b>RESULTADO FINANCEIRO</b>
(+) Receitas financeiras
(-) Despesas financeiras
<b>Lucro do Exercício antes do imposto de renda, contribuição social e das participações</b>
Imposto de renda e contribuição social
(-) Corrente
(-) Diferido
<b>Lucro do Exercício antes das participações</b>
(-) Participação de acionistas não controladores
<b>Lucro do exercício antes das participações minoritárias</b>
(-) Participações minoritárias
<b>LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO</b>
<b>Lucro líquido do exercício por ação do capital social em circulação no final do exercício</b>
<b>Quantidade de ações do capital social em circulação no final do exercício</b>

Fonte: Silva (2012, p. 51)

A Figura 2 representa o modelo estabelecido para a apresentação da demonstração de resultado de exercício, como pode ser observado são elencadas as receitas referentes a vendas e/ou serviços prestados na parte superior da demonstração, e segue-se uma ordem de deduções posteriores, detalha-se os custos e despesas operacionais da companhia, tendo por fim o resultado obtido pela empresa no período de tempo estabelecido, que normalmente é referente ao ano fiscal.

Segundo este raciocínio, Iudícibus (2009) descreve a demonstração do resultado do exercício como uma evidenciação de todas as receitas e despesas de uma companhia em um determinado período de tempo, geralmente ela leva em consideração o período de doze meses, sendo apresentada de forma vertical. Ele também a descreve como um grande gerador de informações na tomada de decisão pelos gestores.

Através das demonstrações contábeis fornecidas pela contabilidade diversos usuários podem tirar proveito das informações contidas nelas, para assim utilizá-las

da maneira a que for necessária. São muitos os interessados, além do gerente da empresa, cada qual observa as demonstrações de maneira diferente para alcançar seus objetivos. Conforme Marion (2008, p.27)

[...] Os investidores (sócios ou acionistas), ou seja, aqueles que aplicam dinheiro na empresa, estão interessados basicamente em obter lucro, por isso se utilizam dos relatórios contábeis, analisando se a empresa é rentável; os fornecedores de mercadoria a prazo querem saber se a empresa tem condições de pagar suas dívidas; os bancos, por sua vez, emprestam dinheiro desde que a empresa tenha condições de pagamento; o governo quer saber quanto de impostos foi gerado para os cofres públicos [...]

A análise financeira auxilia, e muito, o gestor na tomada de decisões, como lembra Padoveze e Benedicto (2011) isso permite ter uma visão estratégica, e determinar o que o futuro projeta para a empresa, apresenta pontos fortes e potencialidades, como também pontos fracos e suas possíveis limitações, assume-se então, que o gestor é o que possui um maior interesse perante essas informações, e que a análise acima citada pode ser a mais importante fonte para avaliação de resultados e desempenho. Esse pensamento também é compartilhado por Ludícibus (2009) e Matarazzo (2010) onde lembram que a análise se torna uma ferramenta para a tomada de decisão através da grande disponibilidade de informações extraídas da análise financeira, e ajuda a fornecer subsídios para a estratégia que a empresa desenvolverá.

O fator determinante para uma análise de balanços, conforme Assaf Neto (2010) é a comparação entre os valores que a empresa possui num período, relacionando, normalmente, com os obtidos em um período anterior. Ele complementa esta ideia onde informa que as variações de uma determinada conta nunca podem ser consideradas isoladamente, mas sim toma-se por base sua importância perante o todo.

Conforme se observa, há um consenso entre os autores citados sobre a importância da análise das demonstrações contábeis com relação a tomada de decisão, fica claro assim, que possuir informações adequadas e correspondentes a realidade da empresa auxilia os administradores. Agregando-se uma correta análise, a tomada de decisão conduz a um embasamento mais confiável, criando então as estratégias que sejam necessárias.

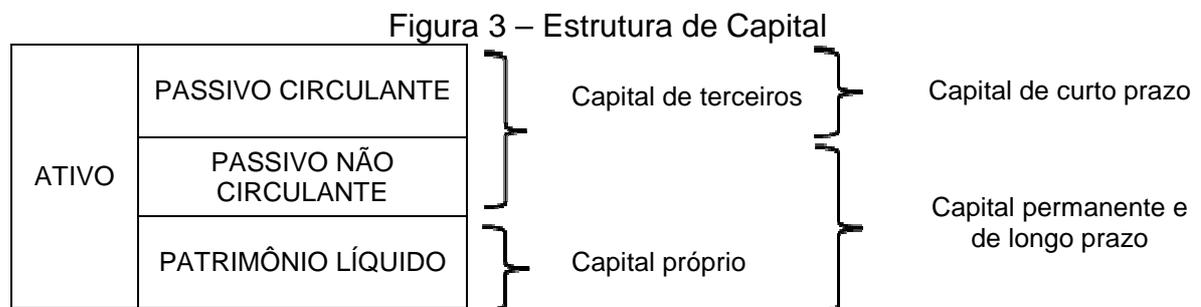
### 3 ESTRUTURA DE CAPITAL

#### 3.1 TEORIAS DA ESTRUTURA DE CAPITAL

O assunto estrutura de capital, segundo Kirch (2008) desenvolve-se através de diversos estudos, mas apresenta particularidades que não permitem a definição de um modelo padrão para a estrutura das empresas, pois ela leva em conta alguns fatores, dentre os quais destaca o setor ou ramo da empresa, o porte e o perfil dos gestores. Como a estrutura representa a gestão dos financiamentos e conseqüentemente seu uso, cada empresa determinará sua estrutura de acordo com estes fatores.

Cada companhia deve possuir uma estrutura que seja considerada a “estrutura ótima”, e Ludícibus (2009) reafirma o pensamento anterior e sugere que as empresas devem fazer suas estruturas não sendo norteadas por regras fixas, que engessem sua forma de financiamento, mas ele ressalta que pode ser tomada por base a estrutura de companhias do mesmo setor e proporcional tamanho.

Para Gitman e Madura (2003) a forma de financiamento a longo prazo que possui um custo mais baixo é através de capital de terceiros, isto é atribuído por possuírem prioridade na cobrança de tais dívidas, sob o ponto de vista da legislação, e também por suas despesas serem deduzidas no resultado da empresa, possibilitando assim uma diminuição nos custos. Eles ressaltam que o capital próprio possui um diferencial, que é o tempo indeterminado de permanência do investimento. Na Figura 3 é observada como é formada a estrutura de capital das empresas através do balanço patrimonial.



Fonte: Hoji (2010, p.187)

A Figura evidencia onde se encontra a estrutura de capital dentro do balanço patrimonial, como se observa ele engloba todo o patrimônio líquido e os empréstimos, determinando que a soma destes dois grupos estabelece o total de capitais que financiam as atividades das organizações.

Como as características operacionais são específicas em cada ramo de atividade empresarial, podem surgir níveis de endividamento muito elevados em determinados segmentos, mas que possam ser considerados aceitáveis para outro, ou seja, que esteja dentro de uma normalidade, mas que representem um endividamento de alto risco (GITMAN, 2010).

Para Rodrigues e Kloeckner (2006), mesmo sendo um assunto que não tenha uma teoria específica para ser utilizada, não quer dizer que sua importância possa ser descartada na tomada de decisão das empresas, ou seja, a busca por um nível ideal de financiamento não deve ser descartada. E é através disto que surgiram inúmeras teorias que pretendem chegar a um denominador para satisfazer os gestores a seguirem um rumo coerente em suas decisões.

Conforme Gimenes (1999) as teorias financeiras que são efetivamente ligadas ao assunto estrutura de capital são inúmeras, o que mostra que o assunto gera um grande interesse e pode ser considerado como complexo, mas este interesse pode ser considerado relativamente atual, pois ele lembra que até o ano de 1970, existiam somente duas teorias que eram efetivamente discutidas, a Teoria Tradicional e a Teoria de Modigliani e Miller (Teoria de MM), cada uma sugeriu um pensamento adverso a outra.

Em conformidade com isto, Brito, Corrar e Batistella (2007) consideram que através da discussão destas duas teorias as pesquisas foram conduzidas a identificar os fatores que explicam a forma de financiamento das empresas, e começaram a levar em conta as variáveis existentes no mercado, como por exemplo os impostos. Através destas informações outra teoria que ganhou força, é a Teoria de *Pecking Order*. pois visa identificar o financiamento das empresas de forma hierárquica, conforme será representado posteriormente.

No mesmo curso desta informação Gitman e Madura (2003) descrevem que as teorias modernas sofreram forte influência dos mercados de capitais norte americanos, pois foram desenvolvidas dentro deste sistema financeiro, que é o mais avançado, e que posteriormente foram levados em conta outros países, que

demonstraram diferenças e semelhanças entre as empresas dos EUA e o restante dos países, mas possuem modelos muito similares para setores produtivos.

É vislumbrado diante das informações relacionadas a este assunto, polos de pensamentos que divergem entre si, e mesmo sendo um assunto desenvolvido há algum tempo, novas correntes de raciocínio surgem, visto que até o presente momento nenhuma delas conseguiu dar suporte total a este assunto, pois todas elas possuem algumas limitações.

### **3.1.1 Teoria Tradicional**

Esta foi a primeira teoria originada sobre este assunto, onde ela estabelece relações entre o valor da empresa com o grau de endividamento correspondente a ela, procurando demonstrar as variações na busca de capital que causam alterações em toda a estrutura, e estabelece duas posições de pensamentos, uma sendo abordada pelo lucro líquido e a outra pelo lucro operacional líquido (GIMENES, 1999).

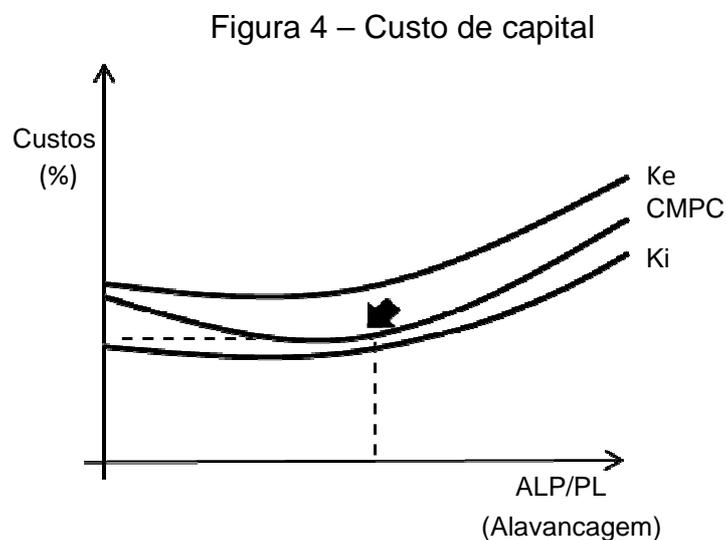
Aprofundando este raciocínio os autores Brito, Corrar e Batistella (2007) indicam que a teoria tradicional defende a influência do valor da empresa, junto ao mercado, pela estrutura de capital, segundo os tradicionalistas o custo de capital de terceiros é inferior ao custo do capital próprio, e se mantém estável até determinado ponto, a partir do qual começa a ser pressionado pelo aumento de risco para a companhia, este pensamento afirma que quando o custo de capital atinge um patamar mínimo, a estrutura estaria ótima, considera-se que a empresa maximizou seu valor de mercado.

Este cenário onde o risco aumenta o custo dos financiamentos é reafirmado por Santos, Pimenta Júnior e Cicconi (2009), citam que uma empresa que possui muitos empréstimos, representa um grau de risco elevado ao credor, este por sua vez, irá requerer recompensas maiores por este risco, ou seja, as taxas de juros cobradas seriam mais elevadas, proporcionando assim um custo de capital elevado que influencia no valor da empresa.

Sendo a primeira teoria a respeito deste assunto, ela foi durante um período de tempo a única vertente de pensamentos sobre este assunto, sendo tomada por base pelas organizações de sua época, e suas ideias são baseadas nesta vertente, onde o aumento nos capitais de terceiros gera, em contrapartida, um aumento

gradual no custo do capital, por consequência do aumento do risco estabelecido por esta realidade, mas também influencia o valor de mercado da companhia, conforme explicam Brealey e Myers (2006) os empréstimos aumentam o risco nas ações, o que gera, por parte do acionista/investidor, uma exigência por um retorno mais elevado em sua aplicação.

A Figura 4 representa como o custo do capital é influenciado pelo risco assumido por uma empresa, ou seja, como a busca por capital de terceiros influencia os acionistas a requisitarem um maior rendimento pelo risco assumido, pois, no início deste cenário, o custo médio do capital decresce em função do pouco risco assumido pela empresa perante o mercado, mas ele chega a um limite, e a partir dele todo o custo de capital é influenciado pela busca por capital de terceiros. Deste modo os tradicionalistas afirmam que neste ponto onde o custo médio ponderado chega ao seu mínimo valor, é que ele poderá ser considerado ótimo, por sua vez maximizará o valor da empresa e possuirá um risco e custo mais baixos (GIMENES, 1999).



Fonte: Hoji (2010, p.188)

Onde:

Ki = capital de terceiros

CMPC = custo médio ponderado do capital

Ke = custo do capital próprio

A Figura 4 representa a relação de custo do capital correspondente ao risco relativo ao grau de endividamento que ela possui, é visto que o custo de capital de

terceiros se dá em uma proporção de custo abaixo do que o de financiamento por capital próprio, mas quando o capital de terceiros começa ser relativamente alto em relação ao total de financiamentos apresentados pela companhia, este custo começa a sofrer um acréscimo, e conseqüentemente os investidores (acionistas) também exigirão uma “recompensa” melhor pelo risco mais elevado que a companhia corre, assim o custo médio entre as duas formas de financiamento aumenta.

O autor Hoji (2010) indica que esta teoria possui restrições, sendo que a maior delas segue o raciocínio da elevação do custo de capital através da análise de riscos, pois dificilmente poderá ser mensurado o grau de endividamento que será o limite para os credores, e que após este limite eles exijam rendimentos superiores em função do risco. É através das restrições que esta teoria possui que uma nova teoria se desenvolveu e ganhou força, a Teoria de Modigliani e Miller.

### **3.1.2 Teoria de Modigliani e Miller**

A teoria de Modigliani e Miller (1958) foi desenvolvida devido às restrições que a teoria tradicional continha, os autores desta afirmam que o valor da empresa não possui qualquer relação com sua forma de financiamento, eles defendem que o custo de capital não terá diferenciação pelo simples fato de como está seu nível de endividamento, e o que determina o valor da companhia são os fluxos de caixa e o risco operacional, portanto não acreditavam em uma estrutura ótima de capital (BRITO, CORRAR E BATISTELLA, 2007).

Para Kirch (2008) a teoria de Modigliani e Miller provocou uma verdadeira revolução sobre o conhecimento referente a estrutura de capital, pois eles evidenciavam que qualquer empresa deveria ser indiferente com relação aos seus financiamentos, cada uma poderia obter um financiamento com terceiros ou próprios sem a preocupação de alterar o valor de mercado da empresa. Esta suposição era baseada em um mercado chamado por eles de perfeito, que possuía alguns princípios, como descrevem Teixeira, Prado e Ribeiro (2011, p.70), que pode ser verificado na Figura 5.

Figura 5 – Princípios da teoria de M&M

1-	O mercado de capitais não possui imperfeições.
2-	Pessoas podem contrair empréstimos e emprestar a taxas sem risco.
3-	Não existem custos de falência ou de insolvência empresarial.
4-	Empresas apenas emitem dois tipos de obrigações: dívidas <i>risk-free</i> (livres de risco e de capital).
5-	Presume-se que todas as empresas estejam na mesma classe de risco.
6-	Impostos representam a única forma de cobrança do governo.
7-	Todo o fluxo de caixa tende à perpetuidade.
8-	O acesso à informação sobre a empresa é o mesmo para agentes internos e externos (não há favorecimento da informação).
9-	Os administradores sempre maximizam a riqueza dos acionistas.
10-	Fluxos de caixa operacionais não são afetados por mudanças na estrutura de capital.

Fonte: Elaboração própria, com base em Teixeira, Prado e Ribeiro (2011, p.70)

O mercado perfeito considerado por Modigliani e Miller é representado na Figura 5 através de seus princípios, estes seriam os cenários que necessitam ser respeitados para se fazer uma análise da estrutura de capital das companhias, então este cenário hipotético foi o que desenvolveu os estudos que baseiam e norteiam a Teoria de Modigliani e Miller.

Conforme Ross, Jaffe e Westerfield (2002, p. 322) o conceito desta teoria é que “[...]o valor da empresa é sempre o mesmo, qualquer que seja sua estrutura de capital,[...] nenhuma estrutura de capital é melhor ou pior que a outra para os acionistas[...]”, eles lembram que esta teoria diz que nada é capaz de alterar o valor da empresa apenas com a alteração da estrutura de capital.

Para os autores desta teoria o custo dos capitais de terceiros são efetivamente mais baixos, mas há em contrapartida aumento na taxa que incide sobre o capital próprio, conforme detalham Teixeira, Prado e Ribeiro (2011, p.69)

A estrutura de capital, segundo a teoria de M&M, explica que, mesmo que o capital de terceiros seja teoricamente mais barato, por outro lado, ao ser incorporado no financiamento da organização, existe uma contrapartida com o aumento da taxa de desconto do capital próprio, rente ao maior risco de alavancagem financeira.

A teoria foi desenvolvida no ano de 1958, e, posteriormente, no ano de 1963, os autores incluíram a incidência dos impostos na análise, que até então era irrelevante para eles, e calcularam os benefícios fiscais que a dívida proporciona. Através deste novo estudo eles afirmam que um índice de endividamento maior pode influenciar no valor da empresa (SANTOS, PIMENTA JÚNIOR, CICCONI, 2009).

A revisão de alguns pontos da teoria solidifica a relevância da estrutura de capital perante o valor da empresa, conforme Teixeira, Prado e Ribeiro (2011) neste novo estudo, os autores concluem que com a maior participação dos capitais de terceiros em uma companhia, os acionistas, invariavelmente, exigirão compensações maiores sobre o investimento que eles possuem, e então o custo de capital diminui com a dedução dos juros no cálculo do imposto de renda, aumenta, assim, o valor da empresa.

Pode-se descrever a teoria de Modigliani e Miller como a que proporcionou um grande número de pesquisas relativas a este tema, como destaca Santos, Pimenta Júnior e Cicconi (2009), pois após a publicação destes estudos o assunto ganhou relevância, e um grande esforço foi direcionado para se alcançar explicações para uma estrutura de capital correta, com isso novas teorias surgiram para tentar solidificar este campo de conhecimento.

Através das informações disponibilizadas, nota-se que esta teoria foi de grande importância para o desenvolvimento deste assunto, visto que foi a primeira linha de pensamento que fugia dos padrões estabelecidos pelo pensamento dos tradicionalistas, e através desta nova possibilidade outros estudos empíricos surgiram a fim de resultarem em algo que apresente um avanço neste campo de estudos.

### **3.1.3 Pecking Order Theory e Static Trade-off Theory**

Conforme indicado anteriormente, novos estudos sobre a estrutura de capital foram desenvolvidos, dentre os quais pode-se destacar a Teoria do *Pecking Order* e a *Static Trade-off Theory*, segundo Leites (2008) a primeira evidencia que a empresa procura, primeiramente, financiamentos oriundos dos resultados da própria atividade, sempre através de uma hierarquia, já a segunda estabelece que a empresa irá fixar o quanto irá ser dependente de capital de terceiros, propondo um limite para seu nível de endividamento.

O mesmo autor detalha a *Static Trade-off Theory* como aquela que diz que a empresa irá estabelecer o nível de endividamento, que deve ser a busca pelo chamado ponto ótimo de estrutura, onde os ganhos que a companhia obtém através de benefícios fiscais serão equilibrados com o aumento proporcional do risco, ou seja, a empresa deve organizar a estrutura para obter vantagens com o

endividamento, mas sempre deve se preocupar com o possível risco de insolvência que isto possa acarretar.

Este pensamento também é desenvolvido por Watson e Wilson (2002) onde eles descrevem como dívida ideal uma faixa moderada de endividamento, onde ocorra o equilíbrio entre os benefícios fiscais com o aumento do custo gerado pelo risco elevado, sendo que eles evidenciam que grande parte das empresas possuem financiamentos e isto deve ser levado em conta para melhorar seus resultados.

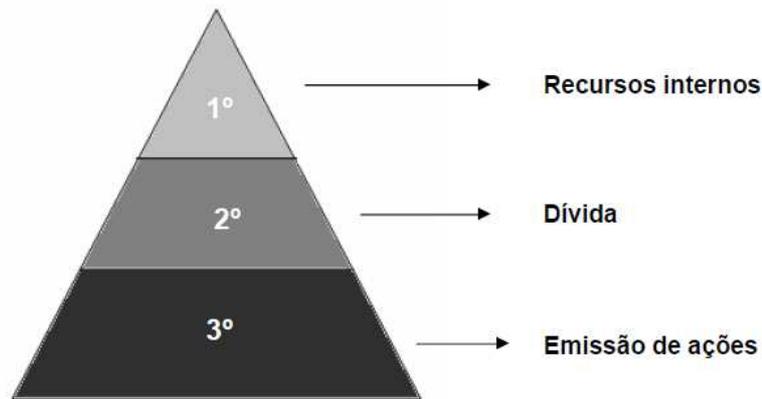
Os autores Santos, Pimenta Júnior e Cicconi (2009) indicam que os gerentes devem estabelecer dívidas até o ponto que uma possível dificuldade financeira possa deixar de ser vantajoso. As pesquisas relativas a esta teoria, segundo Kirch (2008) tem se desenvolvido de forma bastante extensa, e mesmo que encontre suporte nestes estudos, ela ainda é uma ferramenta que não consegue explicar de forma clara as decisões sobre o nível de endividamento das organizações.

Nota-se que a *Static Trade-off Theory* assemelha-se com a teoria tradicional, pois através da investigação sugerida por ela, busca-se um equilíbrio entre o custo dos financiamentos e o risco assumido, que possuem influência sobre o resultado e valor da empresa, sendo diferente do pensamento criado por Modigliani e Miller.

Já a Teoria do *Pecking Order* estabelece que os gerentes das empresas, normalmente, possuem algumas informações que não são de caráter público, como por exemplo, suas oportunidades de investimento, e por este motivo as organizações seguem uma ordem constante na obtenção de financiamentos, essa ordem estabelecida pode ser lembrada como uma hierarquia, sendo que esta hierarquia não prejudique a companhia (SANTOS, PIMENTA JÚNIOR, CICCONI, 2009). Segundo Frank e Goyal (2003) a hierarquia segue uma prioridade sobre a estrutura da dívida, onde os compromissos assumidos a curto prazo devem ser liquidados antes de se buscar dívida a longo prazo.

Para Rodrigues e Kloeckner (2006) a ordem hierárquica de financiamentos que esta teoria encontra pode ser considerada da seguinte forma: primeiramente as empresas optam por recursos oriundos do fluxo de caixa gerados pela atividade, caso este componente não consiga dar o suporte necessário para aquele período, a empresa busca financiamento junto a terceiros, e, em último caso, ocorreria o incremento de capital próprio, conforme pode ser observado na Figura 6.

Figura 6 – Hierarquia da Pecking Order Theory



Fonte: Leites (2008, p.42)

Como já salientado, a Figura 6 demonstra, de forma objetiva, a forma com que as organizações buscam seus recursos de acordo com a Teoria de Pecking Order, onde ela afirma que as companhias, invariavelmente, financiam seu capital através de uma hierarquia, onde busca origens em recursos internos, gerados pela sua atividade, após isso através de financiamentos e em último caso recorrem à emissão de ações (recursos próprios).

Os mesmos autores Rodrigues e Kloekner (2006) ressaltam trabalhos que buscam evidências empíricas estão sendo desenvolvidos, entre os quais os pesquisadores travam uma constante divisão de pensamentos sobre a hierarquização x estrutura ótima de capital, e ressaltam que é um assunto que não possui uma ordem pré-estabelecida até o presente momento.

Sendo considerado todas as teorias, Teixeira, Prado e Ribeiro (2011) destacam que pode ainda estar longe o momento em que ocorrerá um consenso sobre este assunto, ou sobre a estrutura ótima de capital, mas deve evidenciar-se que o gerenciamento de tais fatores dentro de uma companhia pode levar a decisões mais acertadas, obtendo assim, vantagens no mercado que possam favorecer a empresa em questão perante o cenário econômico.

Mesmo que não possua uma unanimidade em seu raciocínio não deve ser descartada sua análise no momento em que forem tomadas decisões estratégicas pela empresa. Visto que o gerenciamento dos recursos pode influenciar nos resultados, e, quando se consegue isso, a empresa pode ficar em uma posição favorável perante seus concorrentes.

### 3.1.4 Evidências Empíricas

Conforme já citado, estudos com o intuito de conseguir decifrar a forma ideal da estrutura de capital a ser utilizada pelas companhias seguem em desenvolvimento, onde se objetiva proporcionar evidências empíricas importantes para o desenvolvimento deste tema.

Os autores brasileiros Medeiros e Daher (2008), descrevem no artigo “Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras” os resultados obtidos por eles quando se testam as teorias mais recentes desenvolvidas, e eles chegam à conclusão de que as empresas brasileiras utilizam uma hierarquia nos financiamentos e não estabelecem metas para a estrutura de capital. Observa-se então forte indício sobre a influência da Pecking Order Theory nas companhias analisadas, outro fato que evidenciado é que as organizações buscam a emissão de ações em último caso nas formas de financiamento.

Outro estudo mais recente desenvolvido pelos autores brasileiros Lima R.R., Lima T.R. e Neves Junior (2012) pretende averiguar qual a ligação entre a estrutura de capital das empresas com o valor da empresa e a rentabilidade proporcionada, no estudo intitulado “Valor da empresa e sua relação com a estrutura de capital, rentabilidade: um estudo empírico das 1000 melhores empresas listadas na revista EXAME” eles chegam à conclusão que o modelo desenvolvido por Modigliani e Miller pode ser aplicado às empresas estudadas, pois o valor das companhias não obteve correlação com a estrutura de capital apresentada por elas.

Como se verifica, os estudos obtêm resultados distintos, e novos estudos continuam surgindo, onde se intenciona compreender como a estrutura de capital adotada pelas empresas pode vir a influenciar o valor da companhia e também vir facilitar a avaliação dos gestores na absorção de novos financiamentos, mas é um consenso na colocação dos autores que nenhum estudo, até hoje, consegue satisfazer plenamente todas as variáveis para a compreensão total dos efeitos da estrutura de capital pelas companhias.

## 3.2 CAPITAL PRÓPRIO, CAPITAL DE TERCEIROS E RISCO

A origem de capitais das organizações pode ser obtida através de recursos próprios ou de terceiros, conforme indicam Brito, Corrar e Batistella (2007) os

capitais próprios são as origens que os acionistas e/ou sócios fornecem para a companhia, já os recursos de terceiros são as dívidas contraídas para conseguir recursos financeiros.

As companhias de capital aberto possuem grande opção de ferramentas para obter recursos com terceiros, conforme detalham Ross, Jaffe e Westerfield (2002) podem ser emitidos títulos de dívida a curto e longo prazo, sendo que as obrigações geradas a longo prazo podem ser negociações públicas ou de colocação fechada, as negociações fechadas são fornecidas diretamente por bancos comerciais e instituições de crédito, mas todas elas necessitam garantias fornecidas pela companhia para obter tais recursos.

A obtenção de capital próprio, no caso das empresas de capital aberto, é feita através da integralização das ações, conforme Silva (2001, p.127) “A integralização do capital ocorre quando o sócio ou acionista efetua o pagamento à empresa pelas ações ou quotas que havia subscrito.”, As ações podem ser preferenciais ou ordinárias, a ação preferencial não dá direito a voto nas assembleias, mas em caso de dissolução da companhia tem preferência nos recebimentos dos lucros, já as ações ordinárias possuem direito a voto para a escolha dos dirigentes da companhia.

A forma de financiamento que as empresas adotam pode, muito bem, evidenciar sua forma de gestão, sendo ela conservadora, moderada ou agressiva, os autores Megliorini e Silva (2008) salientam que as estratégias para os financiamentos são delimitados e alterados pela própria empresa, sendo que é determinado pelo grau de aversão ao risco de seus administradores.

Segundo estes mesmos autores empresas que buscam um montante maior de capital de terceiros ao invés do próprio são consideradas empresas com gestão agressiva, e conseqüentemente possuem um risco mais elevado para os investidores. Já a empresa que financia seus ativos com maior quantidade de capital próprio é considerada conservadora, e possui um menor risco, eles também afirmam que um equilíbrio na busca por recursos pode ser considerada uma gestão moderada e de médio risco. Para Damodaran (1997) o risco de uma companhia deve ser considerado de forma negativa e deve proporcionar uma rentabilidade proporcional aos investidores, quanto maior o risco maior a recompensa a ser oferecida aos acionistas.

As empresas com maior nível de endividamento por capitais de terceiros sendo usado para financiar seus ativos podem provocar um elevado risco financeiro para a companhia, como lembra Gitman e Joehnk (2005, p.122) “Quanto maior a proporção de dívida usada para financiar uma empresa, maior será seu risco financeiro.”, os mesmos autores também determinam que a incapacidade de pagamento perante os credores gera um caso de insolvência da companhia, o que reflete em perdas para os portadores de títulos de dívida, acionistas e proprietários. Este argumento também é utilizado pelos autores Ross, Jaffe e Westerfield (2002), onde afirmam que a dificuldade financeira extrema é chamada de falência, e pode ser atribuído ao uso excessivo de capitais de terceiros.

O nível moderado de endividamento é o equilíbrio entre o capital próprio e o capital de terceiros, conforme Hoji (2010), a empresa consegue se alavancar financeiramente até determinado ponto, pois seu custo começa a ficar alto quando os empréstimos representam grande parte das origens de capital, pois o risco é maior, e conseqüentemente, altera o custo do capital próprio também, pois os acionistas exigirão um retorno maior impactado pelo risco.

### 3.3 INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO

O cálculo destes indicadores está ligado à forma como está composto o capital das empresas, como lembra Silva (2012) é a relação que ocorre entre os financiamentos e investimentos, obtém-se assim, a linha de decisão que determinada empresa adota, eles indicam o risco da empresa perante os financiamentos. Normalmente uma empresa que possui maior financiamento de terceiros a capital próprio possui um risco maior, e é considerada menos conservadora, de modo que caso o índice de capital próprio seja maior seu risco é evidentemente menor, sendo classificada como uma empresa mais conservadora.

Estes quocientes evidenciam, como destaca Matarazzo (2010) a estrutura de capital que as empresas praticam, destaca-se onde obtém seus recursos e qual a sua destinação. Eles são determinados através de cálculos que mensuram a quantidade de capital de terceiros ou próprios, que estão sendo utilizados para investimentos.

Como é evidenciado por Gitman (2010) o endividamento que uma companhia assume é indicado pelo montante de capital de terceiros que estão sendo utilizados

com o propósito de gerar mais lucros, normalmente são os credores que se preocupam com ele, mas deve ser lembrado que o analista financeiro também fica preocupado com as dívidas a longo prazo, pois são elas que comprometem as empresas com pagamentos ao longo dos anos.

Observa-se que a origem de capital das empresas provém dos recursos próprios ou de terceiros, e sua aplicação é destinada a obter melhores resultados pela organização, visto que os níveis de endividamento são analisados por usuários distintos, dentre os quais destacam-se os acionistas, o governo e as instituições financeiras, que normalmente, são os maiores fornecedores de capital de terceiros.

Para Silva (2012) capital de terceiros é a soma do passivo circulante e exigível a longo prazo, sendo que este é o foco do estudo da estrutura de capital, onde sua análise evidencia de que modo foram captados os recursos, assim pode-se evidenciar onde estão sendo aplicados e qual o reflexo que causa no resultado da empresa.

Pode-se definir a participação de capital de terceiros perante os capitais próprios com um simples cálculo, conforme Matarazzo (2010) quando divide-se o total de capital de terceiros pelo total do patrimônio líquido, e o resultado é multiplicado por 100, se obtém um indicador, que representa a quantidade de capital de terceiros que a empresa toma para cada cem reais que investe de seu próprio capital. Neste mesmo raciocínio, considera-se que quanto menor for este índice melhor para a empresa. Ele também lembra que este índice faz somente a análise do ponto de vista financeiro, leva-se em conta somente o risco de insolvência da empresa, e desconsidera-se assim a obtenção de maior lucro por ser vantajoso o financiamento de terceiros.

Outra forma, segundo Silva (2012) de avaliar o perfil de dívida existente na empresa e que demonstra a concentração no curto ou no longo prazo é chamada de composição de endividamento. Para tanto é feita a divisão do passivo circulante com o Total de Exigibilidades, após isso multiplica-se por 100, assim se obtém o resultado que representará as dívidas a curto prazo, o restante será no longo prazo.

Para Iudícibus (2009) este quociente deve ser muito evidenciado em empresas que se encontram em crescimento, pois devido a expansão elas devem optar por financiamentos a longo prazo, para que eles não atrapalhem seu desenvolvimento, para assim, quando estiver estabilizado e com mais recursos, conseguir optar pelos financiamentos mais atraentes.

O cálculo para conhecer a imobilização do patrimônio líquido é desenvolvido para conseguir obter a porcentagem de recursos próprios que está sendo investida no ativo permanente, ou seja, qual é o valor que não poderá ser utilizado para o capital de giro, este quociente é adquirido quando divide-se o total de ativo permanente (imobilizado, intangível, diferido e investimentos) pelo patrimônio líquido, multiplicando por 100 o resultado, para Matarazzo (2010) o ideal é a companhia ter sobra de patrimônio líquido, para também poder investir no ativo circulante.

Por fim, o índice de Quociente de participação de capitais de terceiros sobre recursos totais ou endividamento total, relaciona os capitais de terceiros com os totais de recursos (capital de terceiro + capital próprio). Ela demonstra segundo Ludícibus (2009) quanto de capitais de terceiros são evidenciados perante o total de origens de recursos, representa assim o quanto que os ativos estão sendo financiados por recursos de terceiros. Para obter este índice divide-se o exigível total pela soma do exigível total e o patrimônio líquido. Como os demais quocientes quanto menor for o índice melhor para a empresa.

Os quocientes de endividamento procuram fornecer informações sobre a estrutura de financiamentos adotados pelas companhias, é através deles que podem ser percebido riscos, em possuir grandes dívidas a curto prazo por exemplo, possibilita também detalhar a relação existente entre os recursos próprios ou de terceiros que estão sendo utilizados. Abaixo na figura 7 é apresentado o resumo das fórmulas acima descritas.

Figura 7 – Fórmulas de Índices de Endividamento

a) Participação de Capital de Terceiros:	
$\frac{\text{Capital de Terceiros Total}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$	
b) Composição do Endividamento:	
$\frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Total de Exigibilidades}} \times 100$	
c) Imobilização do Patrimônio Líquido:	
$\frac{\text{Ativo Não Circulante – Realizável a longo prazo}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$	
d) Endividamento Total	
$\frac{\text{Exigível Total}}{\text{Exigível total + P.L.}} \times 100$	

Fonte: Elaboração própria

Como detalhado na figura 7, algumas fórmulas são utilizadas para obter os níveis de endividamento que as empresas possuem, cada uma irá expor a situação da empresa perante algum pressuposto. Seja ele para detalhar a forma de endividamento ou a quantidade de imobilização, cada resultado obtido indicará a situação desta empresa perante seus financiamentos.

## 4 ESTUDO

### 4.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

O referido estudo visa o entendimento da estrutura de capital adotada pelas empresas dos setores de telecomunicação e tecnologia da informação, sendo que estes segmentos possuem um total de 19 empresas que serão a base desta pesquisa. A análise primeiramente acontecerá de forma individual, onde serão apresentados os dados referentes a cada companhia, num segundo momento os dados serão agrupados por setor, e, por fim, haverá um confronto e análise das informações entre os setores.

As empresas analisadas serão divididas conforme sua área de atuação, esta divisão possui o mesmo padrão utilizado nas informações fornecidas pela BM&FBOVESPA. No setor de tecnologia da informação há dois subgrupos que são: Programas e Serviços; Computadores e Equipamentos, já no setor de telecomunicação os subgrupos são: Telefonia Fixa e Telefonia Móvel.

A divisão de setores, desenvolvida pela BM&FBOVESPA, considera os tipos e usos dos produtos que as empresas desenvolvem. Para ser considerada de um determinado setor, uma empresa deve possuir receita, que advenha deste ramo, igual ou superior a dois terços do total das receitas, também é levado em conta as participações acionárias que uma companhia possua em outras.

O setor de Tecnologia da Informação, com seus subsetores de Programas e Serviços e Computadores e Equipamentos, desde o ano de 2010 obtém um crescimento robusto no Brasil, visto que cresce a informatização no Brasil, e soma-se a isso as políticas de incentivos governamentais, que auxiliam neste processo de desenvolvimento, propicia assim um bom setor de retorno de investimentos.

O setor de Telecomunicações recebe grande incentivo governamental, sendo que este auxílio aumentou recentemente, mas com o aumento dos incentivos, a fiscalização sobre estes setores obteve alta proporcional, vislumbra-se uma forte desconfiança por parte do mercado, mas é considerado um setor fundamental para o atual momento brasileiro, pois sofrerá maiores investimentos em decorrência dos eventos mundiais que o país realizará, como as Olimpíadas e a Copa do Mundo.

## 4.2 COLETA DE DADOS

Os níveis de endividamento analisados serão quatro, todos buscam representar a forma da dívida perante determinada situação, os quocientes escolhidos para representar a estrutura de capital das companhias serão: participação de capitais de terceiros, composição do endividamento, imobilização do patrimônio líquido e o endividamento total.

Através dos resultados obtidos, por estes quatro quocientes, será desenvolvida a compreensão acerca da estrutura de capital que estas empresas possuem perante as demais de seu setor, vislumbra-se algum fator comum na origem de recursos, e, por fim, evidenciar possíveis semelhanças ou diferenças ocasionadas pelo estudo de dois setores distintos.

Cada empresa será avaliada individualmente, onde, através de tabelas, serão apresentados os índices obtidos, então pode-se ter a noção de qual estrutura de capital a empresa adota, e, conseqüentemente, se está em sintonia com as demais de seu setor de atuação. Após isso, novas tabelas irão mostrar as médias setoriais e as considerações sobre elas. Todos os dados relativos as companhias foram obtidos através das demonstrações financeiras contidas no site da BM&FBOVESPA, e estabelecidos através de fórmulas aplicadas em uma planilha eletrônica para obter os indicadores.

## 4.3 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS INDIVIDUAIS

Os resultados que serão apresentados foram obtidos através das fórmulas apresentadas anteriormente para o cálculo dos indicadores, e estão apresentados na forma de tabelas para melhor entendimento dos dados. O primeiro setor a ser analisado é o de telecomunicação, com as duas empresas de telefonia móvel e posteriormente com a telefonia fixa. A segunda parte deste estudo trará as empresas de Tecnologia da Informação, que trarão num primeiro momento as companhias de programas e serviços, e por fim as de computadores e equipamentos.

### 4.3.1 Telecomunicação

A empresa TIM Participações S.A. é uma companhia pertencente ao setor de telefonia móvel, sendo ela a única deste setor a integrar o Novo Mercado da BM&FBOVESPA, que é o nível máximo de governança corporativa que uma companhia pode atingir, ou seja, ela possui os níveis mais elevados de exigência e transparência das companhias abertas. Através da consulta aos dados apresentados pelos balanços patrimoniais, segue o resultado dos índices propostos na Tabela 1.

Tabela 1– Indicadores de Estrutura de Capital da companhia TIM Participações S.A.

TIM PARTICIPAÇÕES S.A.			
ÍNDICES	2010	2011	2012
Participação de Capital de Terceiros	88,05	81,68	88,75
Composição do Endividamento	62,75	64,52	60,08
Imobilização do P.L.	100,96	96,45	98,00
Endividamento Total	46,82	44,96	47,02

Fonte: Elaboração própria.

Através dos quocientes apresentados na tabela acima, pode-se notar que a companhia TIM Participações não apresentou grandes alterações nos anos analisados. O primeiro índice define que em 2010 a cada 100 reais investidos em capital próprio, 88,05 reais eram investidos com aporte de capital de terceiros, no ano seguinte apresentou uma queda, mas em 2012 o valor ultrapassou o primeiro ano, este que ficou em 88,75 reais.

Pode-se afirmar que a empresa obtém financiamento junto a terceiros, preferencialmente, a curto prazo, como é observado na composição do endividamento, isso assegura-se pois nos três anos analisados um índice superior a 60% dos financiamentos são a curto prazo, o que aponta que menos de 40% da origem de capitais de terceiros advém de financiamentos a longo prazo, ou seja a cada 100 reais obtidos junto a terceiros, aproximadamente 60 são a curto prazo, e 40 a longo prazo.

A imobilização do patrimônio líquido, que mede quanto do capital próprio está investido no ativo permanente também sofreu pouca alteração nestes três anos, para ser exato ele sofre uma diminuição em torno de 3% entre 2010 e 2012. No que tange ao endividamento total desta companhia seu nível oscila minimamente, e

apresenta uma taxa de aproximadamente 47% neste índice. O que pode ser evidenciado é que o ano de 2011 apresentou uma redução na maioria dos quocientes, em contrapartida no ano de 2012 os números voltaram ao patamar de 2010.

A segunda companhia analisada é pertencente ao grupo Inepar S/A e denomina-se Inepar Telecomunicações, o grupo também atua nos ramos de construção, geração, transmissão e distribuição de energia, petróleo e gás, assim como fabrica maquinário pesado. É pertencente ao nível Tradicional de governança corporativa, estabelecido pela BM&FBOVESPA para diferenciar as informações prestadas pelas empresas, ou seja, seus dados são apresentados de forma como é exigido pelos órgãos reguladores. Na tabela 2 estão os índices obtidos pela companhia.

Tabela 2 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Inepar Telecomunicações

INEPAR TELECOMUNICAÇÕES			
ÍNDICES	2010	2011	2012
Participação de Capital de Terceiros	-102,08	-102,26	-102,20
Composição do Endividamento	27,10	26,95	27,07
Imobilização do P.L.	0	0	0
Endividamento Total	4910,07	4521,60	4646,20

Fonte: Elaboração própria.

Os índices apresentados pela companhia Inepar Telecomunicações são bem menos comuns de serem encontrados, pois apresenta um baixo nível de endividamento a curto prazo e uma imobilização do patrimônio líquido de zero, pois não possui ativos permanentes, em consideração seus índices de endividamento total são alarmantes, pois são números extremamente altos em comparação com outras organizações deste segmento.

Este elevado endividamento é consequência de inúmeros resultados negativos que a empresa apresenta, isto é, ela ano após ano, apresenta prejuízo em seus resultados anuais, o que define um quadro chamado de “a descoberto”, o que significa que seu patrimônio líquido está negativo, e então os capitais de terceiros além de financiarem os ativos estão sendo utilizados para cobrir este P.L. a descoberto, isto representa um alto risco em sua continuidade. Isto também pode ser

observado na participação de Capitais de Terceiros que é superior à origem de recursos próprios.

Terceira companhia analisada a Cia Telecomunicações do Brasil Central é uma empresa que opera no ramo de telefonia fixa, móvel e internet em estados do centro oeste, sudeste e sul do Brasil. É pertencente ao grupo Algar e a partir da data de 23 de setembro de 2013 passa a se chamar Algar Telecom. A companhia está enquadrada no nível Tradicional de governança corporativa, delimitado pela BM&FBOVESPA, ou seja, apresenta as informações de acordo com os órgãos reguladores, este é considerado o nível mais inferior criado pela BM&FBOVESPA. Na tabela 3 estão os dados obtidos através da análise de seu balanço patrimonial.

Tabela 3 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Cia Tel. Brasil Central  
CIA TELECOMUNICAÇÕES DO BRASIL CENTRAL

ÍNDICES	2010	2011	2012
Participação de Capital de Terceiros	252,22	229,63	230,06
Composição do Endividamento	48,41	41,05	36,33
Imobilização do P.L.	234,09	228,82	228,66
Endividamento Total	71,61	69,66	69,70

Fonte: Elaboração própria.

As informações apresentadas na tabela 3 remontam a uma companhia que busca seus recursos junto a terceiros, como é vislumbrado na Participação de Capitais de Terceiros, a cada 100 reais de origens ligadas ao capital próprio, mais de 200 são originados junto a terceiros, visto que no ano de 2010 este valor chegava a 252 reais para cada 100 reais, sofreu uma queda aproximada de 9% neste índice no ano seguinte e após isso se manteve em aproximadamente 230 reais.

O que pode ser verificado também é que está sendo alterada a composição destes capitais de terceiros, uma vez que seu endividamento a curto prazo sofreu uma diminuição de 25% no período analisado, isto remonta que a empresa financia quase dois terços do total de capitais de terceiros no longo prazo. A Imobilização do P.L. se mantém praticamente estável, variou apenas 2,3% neste período.

O endividamento total da companhia é considerado elevado, está próximo a 70% nos três anos estudados, isto se deve a forma de financiamentos escolhido pela companhia, que se baseia na busca por recursos nos capitais de terceiros, mas um fato que pode ser considerado um redutor no risco é que seus financiamentos

estão concentrados no longo prazo, como já citado, proporciona assim um risco de insolvência bem reduzido a curto prazo.

Outra companhia que faz parte do setor de telefonia fixa é a Embratel Participações S.A., a empresa que foi criada no ano de 1998 teve seu controle adquirido pela *Teléfonos de México S.A.* (Telmex) no ano de 2004. Ela opera em todos os estados do território brasileiro, sendo considerada a maior operadora de longa distância do país. Ela está aderida ao nível tradicional de governança corporativa, pela classificação da BM&FBOVESPA, e seus dados constam na Tabela 4.

Tabela 4 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Embratel Participações S.A.

EMBRATEL PARTICIPAÇÕES S.A.			
ÍNDICES	2010	2011	2012
Participação de Capital de Terceiros	88,40	105,55	81,54
Composição do Endividamento	31,44	30,37	32,74
Imobilização do P.L.	152,86	166,73	145,99
Endividamento Total	46,92	51,35	44,92

Fonte: Elaboração própria.

Ao observar os dados apresentados pela companhia Embratel Participações S.A. o que chama a atenção é que o ano de 2011 apresenta crescimento nos indicadores apresentados, exceto no endividamento a curto prazo, e o ano de 2012 nos mostra que ocorre o inverso, sendo que os quocientes ficam abaixo dos anos anteriores.

A respeito da Participação de Capital de Terceiros, no ano de 2010 a maior parte dos recursos advinham de capital próprio, no ano seguinte isto inverteu e 105,55 reais de capital de terceiros eram investidos para cada 100 reais de capital próprio. Em 2012 novamente este quadro sofreu uma alteração, e passa a ser financiado, em sua maioria por recursos próprios, para cada 100 reais financiados por recursos próprios mais 81,54 eram angariados junto a terceiros.

A composição do endividamento sofreu pouca alteração, sempre está pouco acima dos 30% nos financiamentos a curto prazo. A imobilização do P.L. sofreu um incremento em 2011, mas no ano seguinte este incremento foi anulado e ainda reduziu em 4,5% o índice em comparação com 2010. O endividamento total apresentado pela companhia, com exceção do ano de 2011, ficou abaixo dos 50%, o

que comparado as outras companhias deste setor é considerado baixo, a diminuição nos anos apresentados gira em torno de 4,3%, passa de 46,92% em 2010 a 44,92% em 2012.

A quinta companhia deste setor é a Jereissati Participações S.A. pertencente ao grupo Jereissati que atua nas áreas de telecomunicações e *shopping centers*, ela possui abrangência nacional em telecomunicação. Seu nível de governança corporativa é o tradicional, o que representa um menor nível de exigência perante o mercado investidor. Suas informações sobre estrutura de capital estão presentes na Tabela 5.

Tabela 5 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Jereissati Participações S.A.

JEREISSATI PARTICIPAÇÕES S.A.			
ÍNDICES	2010	2011	2012
Participação de Capital de Terceiros	275,62	223,14	265,72
Composição do Endividamento	31,64	27,83	26,79
Imobilização do P.L.	206,42	164,41	195,30
Endividamento Total	73,38	69,05	72,66

Fonte: Elaboração própria.

Através dos dados apresentados acima, pode-se notar que a Jereissati Participações S.A. utiliza muito mais capital de terceiros para financiar suas atividades do que capital próprio, verifica-se isto na Participação de Capitais de Terceiros, onde a empresa apresenta um quociente sempre acima dos 220, nos três anos, ou seja, para cada 100 reais investidos de capital próprio, no mínimo 220 serão adquiridos de capital de terceiro. O ano de 2010 apresenta o maior índice, tem uma queda acentuada, em torno de 19%, no ano de 2011 e outro acréscimo no ano de 2012, consuma uma variação negativa neste período de 3,6%.

A companhia segue o padrão deste setor apresenta pouco financiamento a curto prazo, nos dois últimos anos abaixo dos 30%, entre o início e o fim desta análise (2010 e 2012) as dívidas com vencimento inferior a doze meses apresentaram uma queda de, aproximadamente, 15%. A imobilização do P.L. sofreu uma forte queda, algo em torno de 20%, em 2011, mas no ano seguinte apresentou um crescimento. No acúmulo dos anos a Imobilização do P.L. sofreu uma retração de 5,4%.

No que tange o endividamento total observa-se que a companhia apresenta resultados que oscilam pouco, está perto dos 70%, no ano de 2010 apresentou o maior índice, acima de 73% de endividamento, já no ano seguinte este quociente foi reduzido para 69% e por fim no ano de 2012 o índice voltou a subir, alcança 72,66%, entre o período analisado a diferença é irrisória, próxima a 1%.

Outra companhia que será analisada é a Jereissati Telecom S.A. também conhecida como LA Fonte Telecom, possui sua fundação no ano de 1910, e também possui participações em outras sociedades como acionista ou sócia. Tem sua classificação no nível de governança corporativa como tradicional, assim como a maioria das S.A.s deste mesmo setor, sendo este o menor nível de exigência. Suas informações estão contidas na Tabela 6.

Tabela 6 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Jereissati Telecom S.A.

JEREISSATI TELECOM S.A.			
ÍNDICES	2010	2011	2012
Participação de Capital de Terceiros	374,48	279,25	356,71
Composição do Endividamento	32,31	29,91	28,41
Imobilização do P.L.	228,69	184,29	235,89
Endividamento Total	78,92	73,63	78,10

Fonte: Elaboração própria.

Os índices apresentados pela empresa Jereissati Telecom S.A. demonstram uma companhia que escolhe o capital de terceiros para financiar seus investimentos, isto pode ser observado na Participação de capitais de Terceiros, onde este quociente ultrapassa os 356 reais a cada 100 de capital próprio. Outro fator que determina isto é o endividamento total da companhia, sempre acima dos 73%, este índice representa um alto grau de endividamento, chega ao ano de 2012 com 78%.

Deve-se observar que a composição do endividamento segue o padrão da maioria das companhias deste setor, sendo financiadas sempre a longo prazo, visto que o total de capitais de terceiros a curto prazo, no ano de 2012, não ultrapassa 29%. A imobilização do patrimônio líquido apresentou uma baixa de, aproximadamente, 20% no ano de 2011 em comparação a 2010, mas em 2012 superou esta baixa e elevou ainda mais o índice obtido em 2010, a variação total deste quociente chegou a 3%.

A sétima empresa é a LF Tel S.A. que possui participação societária em outras empresas, tais como a Telemar Participações S.A. e a CTX Participações S.A., também presta serviços de assessoria e consultoria econômica, financeira e tributária. Seu atual nível de governança corporativa, junto a BM&FBOVESPA, é o tradicional, e seus dados seguem na Tabela 7.

Tabela 7 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia LF Tel S.A.

LF TEL S.A.			
ÍNDICES	2010	2011	2012
Participação de Capital de Terceiros	346,13	296,02	387,21
Composição do Endividamento	32,90	30,00	28,61
Imobilização do P.L.	240,63	196,26	255,93
Endividamento Total	77,59	74,75	79,47

Fonte: Elaboração própria.

Através dos dados apresentados na Tabela 7, nota-se que a companhia LF TEL S.A. é outra deste setor que utiliza o capital de terceiros em grande proporção em comparação ao capital próprio. Observa-se que a Participação de Capital de Terceiros sempre foi elevada, mas no ano de 2012 este quociente está bem próximo aos 400, o que representa grande dependência deste tipo de capital.

A composição deste capital é feita em sua maioria com financiamentos com vencimento a longo prazo, visto que a curto prazo a companhia apresenta, nos três anos, aproximadamente 30% do total de seus financiamentos no curto prazo e 70 % no longo prazo. A imobilização do P.L. é considerada alta, com exceção do ano de 2011 os índices estão acima dos 200, isto representa grande imobilização de capital próprio, e tem seu maior nível justamente no último ano, quando apresenta 255,93, um crescimento de 30% em relação ao ano anterior.

Em relação ao endividamento total a empresa apresentou o total de 77,59% no primeiro ano analisado, no ano seguinte este índice apresentou uma queda que resulta em um endividamento de 74,75, mas no último ano, como nos outros índices apresentados pela companhia, ele voltou a subir chegando a 79,47%, isto representa que o total de financiamentos chega a quase 80% da estrutura de capital da empresa.

Oitava empresa a ser analisada a empresa Oi S.A. possui concessão para a telefonia fixa em todo o território brasileiro, após ter feito a aquisição da Brasil Telecom no ano de 2009 a empresa firmou parceria internacional com a companhia

Portugal Telecom no ano de 2010, definida como uma aliança estratégica. É a única empresa deste setor que é classificada no nível 1 de governança corporativa, este que é considerado um nível intermediário de exigência para as companhias. Na Tabela 8 pode-se verificar os dados obtidos pela companhia.

Tabela 8 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Oi S.A.

Oi S.A.			
ÍNDICES	2010	2011	2012
Participação de Capital de Terceiros	137,16	199,02	510,41
Composição do Endividamento	43,03	40,90	29,60
Imobilização do P.L.	58,59	65,06	242,39
Endividamento Total	57,83	66,56	83,62

Fonte: Elaboração própria.

Conforme observa-se a companhia Oi S.A. apresenta anos bem distintos entre si, no que remete a estrutura de capital adotada por ela. Nos anos de 2010 e 2011 os índices apresentam um gradual acréscimo na participação de terceiros, na imobilização do P.L. e do endividamento total, mas é o ano de 2012 que ocorre a maior variação, uma vez que os índices sofrem forte alta, exceto o endividamento a curto prazo.

O endividamento total da companhia vai de 57,8% em 2010 para 83,62% no ano de 2012, o que denota um alto grau de endividamento, mas cerca de 70% dos financiamentos são a longo prazo, demonstra que a empresa obteve financiamentos para seus imobilizados, pois sua imobilização foi de 65% para 242%, isto influencia também na participação do capital de terceiros que chegou a superar 500, o que demonstra que a cada 100,00 reais de capital próprio investido na empresa, mais 500,00 reais são obtidos junto a terceiros. Esta grande variação deve-se a financiamentos que a companhia obteve junto ao BNDES para melhorias em suas linhas de transmissão.

O Grupo Telefônica é um dos maiores conglomerados de comunicação do mundo fez a aquisição da empresa Vivo, tornou-se a maior operadora integrada do Brasil, formando a Telefônica Brasil S.A., a nona empresa analisada neste estudo. A empresa continua a utilizar o nome Vivo pela forte presença de mercado, mas começa a adotar a marca transitória denominada Telefônica Vivo. Sua gestão é adequada ao nível tradicional de governança corporativa determinado pela BM&FBOVESPA. Na Tabela 9 são apresentados os índices obtidos pela companhia.

Tabela 9 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Telefônica Brasil S.A.

TELEFÔNICA BRASIL S.A.			
ÍNDICES	2010	2011	2012
Participação de Capital de Terceiros	71,13	51,15	57,24
Composição do Endividamento	67,66	57,49	52,94
Imobilização do P.L.	103,14	109,05	106,64
Endividamento Total	41,57	33,84	36,40

Fonte: Elaboração própria.

Vislumbra-se na tabela acima uma companhia que apresenta diferenciações em relação as empresas já analisadas deste setor. No primeiro quociente verifica-se que a participação de capital de terceiros é inferior a de capital próprio, onde teve seu menor índice no ano de 2011 (51,15) e no acumulo dos anos obteve uma retração, onde em 2010 obtinha 71,13 e em 2012 57,24. Isto demonstra que é investido 57,24 reais de capital de terceiros a cada 100,00 reais de capital próprio.

Outra informação que chama a atenção é a composição do endividamento, que demonstra a maior parte dos capitais de terceiros são com vencimento a curto prazo, ou seja, com vencimento em no máximo 12 meses, mas apresenta, ao longo do período analisado, uma redução em torno deste índice, sendo que em 2012 a relação é que para cada 100 reais de capitais de terceiros 52,94 reais é no curto prazo e 47,06 reais no longo prazo, ou seja, quase uma igualdade entre as formas de financiamento.

A imobilização do patrimônio líquido não sofre muitas alterações, sempre com seu índice perto de 100, mas apresenta uma variação positiva de 3 % entre 2010 e 2012. No que remonta o endividamento total, outro fato a se destacar é que a empresa obteve os menores índices entre todas empresas do setor de telecomunicação, o que pode ser considerado uma empresa com baixo risco, não demonstra possíveis problemas financeiros, pois seu índice varia entre 30 e 40 por cento neste indicador.

Por fim, a última empresa deste setor foi constituída no ano de 1997, a Telemar Participações S.A. tem como atividade predominante, desde 1999, a participação em capital social da empresa Oi S.A., a companhia pode prestar serviços gerenciais e administrativos às empresas que estão sob seu comando. Ela é integrante do nível tradicional de governança corporativa, assim como a maioria das companhias do setor de telecomunicação. A Tabela 10 expõem os dados sobre estrutura de capital obtidos pela companhia.

Tabela 10 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Telemar Participações S.A.

TELEMAR PARTICIPAÇÕES S.A.			
ÍNDICES	2010	2011	2012
Participação de Capital de Terceiros	313,23	270,11	352,31
Composição do Endividamento	34,19	29,79	28,71
Imobilização do P.L.	221,10	181,34	234,06
Endividamento Total	75,80	72,98	77,89

Fonte: Elaboração própria.

Os dados apresentados na tabela 10 mostram uma conformidade com a maioria das empresas analisadas até então, pois possuem um alto nível de participação de capital de terceiros e imobilização do Patimônio Líquido, um baixo nível em financiamentos a curto prazo e um elevado índice de endividamento total.

A participação de capital de terceiros supera os 352,00 reais para cada 100,00 reais investidos de capital próprio, no ano de 2012, este que é o maior número apresentado por este quociente nos anos observados. A imobilização do P.L. possui alto índice no ano de 2010, obtém uma diminuição no ano seguinte e volta a aumentar em 2012, atinge o quociente total de 234,06, um crescimento de 5,8% em relação ao ano de 2010.

O endividamento a curto prazo apresenta uma diminuição desde o ano de 2010, de onde partiu de 34,2% para 28,7% no ano de 2012, o que representa uma diminuição de 16% nas dívidas a curto prazo. O endividamento geral, nos três anos, esteve acima dos 70%, tendo seu menor índice em 2011 com aproximadamente 73%, e o maior em 2012 com quase 78%, nível muito parecido com as demais empresas deste setor.

Estas dez empresas que foram analisadas individualmente até este momento são as companhias que compõem o setor de Telecomunicação, listadas na BM&FBOVESPA, o que é perceptível nestas análises são as diversas formas de composição da estrutura de capital adotada pelas organizações, mas isto será comentado mais adiante, na avaliação média do setor.

#### 4.3.2 Tecnologia da Informação

A companhia Gama Participações S.A. adotou esta denominação a partir do ano de 2008, o início de suas atividades a razão social era Opportunity Gama

Participações S.A., mas através de diversas reestruturações e incorporações chegou ao nome atual. Ela tem por objetivo participar de outras sociedades, empreendimentos, ou sendo acionista e/ou sócio. Seu nível de governança é o Balcão Organizado Tradicional junto a BM&FBOVESPA. A tabela 11 traz os dados obtidos pela companhia.

Tabela 11 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Gama Participações S.A.

GAMA PARTICIPAÇÕES S.A.			
ÍNDICES	2010	2011	2012
Participação de Capital de Terceiros	16,15	11,58	407,80
Composição do Endividamento	46,60	64,45	100,00
Imobilização do P.L.	1,13	1,04	5,00
Endividamento Total	13,91	10,38	80,31

Fonte: Elaboração própria.

Primeira companhia analisada no setor de tecnologia da informação apresenta anos muito distintos entre si, com o ano de 2012 que destoa perante os outros, visto que seus índices de endividamento possuem grande crescimento e consequentemente empurram a empresa a um setor de risco. Pode-se notar, então que algum fato relevante ocorreu para esta mudança tão brusca na estrutura de capital adotada pela companhia. Todo este quadro deve-se ao fato de que no ano de 2012 todos os pagamentos para acionistas foram provisionados, altera assim, toda a estrutura de capital que a companhia possuía.

Como observa-se a participação de capitais de terceiros passou de 11 reais em 2011 para 407,80 em 2012, a cada 100,00 reais de capital próprio investido, junto a isso outro fato muito relevante é o endividamento total que passou de pouco mais de 10% para mais de 80%, e o risco também pode ser destacado, pois a totalidade de suas dívidas estão no curto prazo, o que representa pouco tempo para conseguir efetuar os pagamentos possíveis. A imobilização do P.L. obteve um crescimento, e está em torno de 5%, o que é relativamente baixo para as companhias.

A segunda companhia a ser analisada é pioneira em investimentos de capital de risco, a Ideiasnet S.A. atua no mercado brasileiro desde o ano de 1999, ela é uma companhia que investe em outras que necessitam de aporte financeiro, e após isto lucram com a possível valorização acionária da mesma. Ela está no nível

máximo de exigibilidade da BM&FBOVESPA, denominado de Novo Mercado. A Tabela 12 mostra os dados obtidos pela companhia entre 2010 e 2012.

Tabela 12 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Ideiasnet S.A.

IDEIASNET S.A.			
ÍNDICES	2010	2011	2012
Participação de Capital de Terceiros	242,95	581,64	800,64
Composição do Endividamento	97,47	85,80	85,19
Imobilização do P.L.	105,64	121,89	129,00
Endividamento Total	70,84	85,33	88,90

Fonte: Elaboração própria.

A companhia Ideiasnet S.A. apresenta grande parte das origens de capitais advindas de terceiros, isto fica muito evidente no índice de Participação de Capital de Terceiros demonstrado na tabela 12, onde a cada 100 reais de capital próprio investido, aproximadamente 242 reais de capital de terceiros eram obtidos junto a terceiros, mas este índice cresce nos anos seguintes e chega a 800 no ano de 2012.

A empresa apresenta um endividamento elevadíssimo a curto prazo, mesmo obtendo uma redução significativa e gradual nos 3 anos analisados, ao fim de 2012 ela continua acima dos 85%, o que pode ser considerado um alto risco, em vista que seu endividamento total também é alto. A variação negativa deste índice no período analisado, entre 2010 e 2012, chegou a 13,4%.

A imobilização do P.L. apresentou crescimento de 22% ao longo dos anos analisados, e chegou a 129% no ano de 2012. E o endividamento total também sofreu grande elevação neste período, pois partiu de 70,8% para 88,9%, um acréscimo de, aproximadamente, 25 por cento, o que pode ser analisado como um alto grau de risco que envolve a continuidade desta companhia, pois ela possui elevados índices de endividamento em todos os grupos analisados, tanto no curto prazo quanto no total que a companhia possui.

A próxima companhia é a Linx S.A., outra companhia que atinge o nível de Novo Mercado no que tange a sua governança corporativa, atua no fornecimento de software de gestão, sendo líder brasileira no fornecimento para o varejo, possui também franquias. Suas ações começaram a ser negociadas na bolsa de valores a partir de fevereiro de 2013. Os índices obtidos pela companhia estão na Tabela 13.

Tabela 13 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Linx S.A.

LINX S.A.			
ÍNDICES	2010	2011	2012
Participação de Capital de Terceiros	209,14	44,24	60,83
Composição do Endividamento	39,32	56,63	33,19
Imobilização do P.L.	159,27	93,89	116,12
Endividamento Total	67,65	30,67	37,82

Fonte: Elaboração própria.

Os índices apresentados pela companhia Linx S.A., assim como as empresas já analisadas, também possui anos bem distintos entre si. O primeiro ano observado apresenta os maiores índices de endividamento deste período, e os anos seguintes mostram que a empresa deixa de financiar-se através de capitais de terceiros e passa a utilizar mais capital próprio para sua atividade.

Isto é vislumbrado muito claramente no índice que aponta a participação de Capital de Terceiros, onde no ano de 2010 a cada 100 reais de investimento próprio, outros 209 eram adquiridos com terceiros, e este índice apresenta uma brusca queda para o ano seguinte, algo em torno de 79%, representa uma nova forma de financiar-se. No último ano desenvolvido, o quociente volta a subir, mas ainda representa mais investimentos próprios, e finaliza este ano com 60 reais de terceiros contra 100 de capital próprio.

Seu endividamento a curto prazo não é elevado, somente o ano de 2011 que diverge dos outros, quando este quociente atingiu quase 57%, em compensação em 2012 o índice recuou e ficou em 33%. A imobilização do patrimônio líquido obteve uma variação negativa de, aproximadamente, 27% ao longo deste período, com seu ano com índice mais baixo em 2011 e em 2012 chega a 116%.

Outro fator que demonstra que a empresa optou, nos últimos anos, pelos recursos próprios é o endividamento total da companhia, que apresentou forte queda no comparativo com o ano de 2010, sendo o ano de 2011 o de menor índice, próximo aos 30%. Na variação do período pode-se observar uma queda de 44% neste índice, sendo considerada muito significativa.

A quarta empresa é a principal provedora de software e serviços na vertical financeira no Brasil, denominada Senior Solution S.A., foi a primeira a desenvolver aplicativos para bancos, sendo que seus produtos são utilizados pelos 10 maiores bancos privados do Brasil, e foi considerada pela revista EXAME como uma das empresas brasileiras que mais cresceram entre 2008 e 2010. Seu nível de

governança corporativa é o BOVESPA MAIS, que se encontra entre o tradicional e o Nível 1 nos termos de exigências. Pode-se observar os índices obtidos pela companhia na Tabela 14.

Tabela 14 – Indicadores de Estrutura de Capital companhia Senior Solution S.A.  
SENIOR SOLUTION S.A.

ÍNDICES	2010	2011	2012
Participação de Capital de Terceiros	151,85	139,74	138,87
Composição do Endividamento	46,97	52,66	40,75
Imobilização do P.L.	125,23	112,27	77,37
Endividamento Total	60,29	58,29	58,14

Fonte: Elaboração própria.

A Tabela 14 mostra uma empresa que demonstra uma regularidade na forma de gerir seus capitais, apresenta pouca oscilação nos anos analisados, em relação aos cálculos desenvolvidos para este estudo. O que pode ser vislumbrado é que a empresa se financia, em sua maioria, com recursos de terceiros, mas seu endividamento apresenta uma tendência de diminuição.

O quociente que apresenta maior variação é a imobilização do patrimônio líquido, onde, desde o ano de 2010, ele sofre sucessivas diminuições, chega a uma variação de 38% durante todo o período, apresenta no ano de 2012 uma imobilização de 77%. A composição do endividamento aponta para um financiamento baseado no longo prazo, exceto no ano de 2011, quando o financiamento a curto prazo foi ligeiramente superior.

O endividamento total mostra uma pequena redução ao longo deste período, de aproximadamente 3,5%, parece pouco, mas este resultado mostra que pode ser contínuo, pois a variação foi sempre neste sentido. Isto também é percebido na forma de obter estes recursos, pois segue esta mesma tendência de diminuição no uso de capitais de terceiros, mesmo assim ainda utiliza mais este tipo de financiamento ao de capital próprio.

Constituída no ano de 1972, a Telecomunicações Brasileiras S.A., quinta empresa analisada deste setor, é vinculada ao Ministério das Comunicações, e tem por finalidade dar suporte aos serviços de telecomunicações da administração pública federal, apoiar políticas públicas em banda larga e proporcionar infraestrutura e redes de suporte a entidades sem fins lucrativos. Possui o nível tradicional de governança corporativa, e seus resultados estão na Tabela 15.

Tabela 15 – Indicadores de Estrutura de Capital companhia Telecomunicações Brasileiras S.A. Telebrás

TELEC BRASILEIRAS S.A. TELEBRÁS			
ÍNDICES	2010	2011	2012
Participação de Capital de Terceiros	-2100,53	-1252,05	275,88
Composição do Endividamento	19,82	68,25	24,94
Imobilização do P.L.	-17,68	-101,03	82,75
Endividamento Total	105,00	108,68	73,40

Fonte: Elaboração própria.

A empresa Telecomunicações Brasileiras S.A., mais conhecida como Telebrás, possui indicadores de estrutura de capital muito pouco comuns, visto que seu nível de endividamento é muito alto nos primeiros anos, e no ano de 2012 estes níveis diminuem em função da entrada de novos capitais próprios.

Em todos anos em que a pesquisa incide, a maioria dos capitais se originam junto a terceiros, isto pode ser verificado no primeiro indicador, que por ser negativo aponta que o capital de terceiros além de financiar o total de ativos financia também o patrimônio líquido, porém este índice segue uma tendência de baixa e no ano de 2012 tanto o capital próprio quanto o de terceiros é utilizado para financiar os ativos.

A imobilização do patrimônio líquido aponta para o mesmo fato, pois o P.L. estando a descoberto, a totalidade de seus ativos permanentes estão sendo financiados por capitais de terceiros, mas com a entrada de recursos próprios no ano de 2012 este indicador diminui e chega a um total de 82,75%. As dívidas da companhia, com exceção do ano de 2011, são de longo prazo, visto de no ano de 2012 este índice aponta para 75% longo prazo e 25% curto prazo.

O endividamento total da companhia possui um nível superior aos 100% nos dois primeiros anos também em função do quadro já citado acima, e com a entrada de recursos em seu patrimônio líquido este indicador reduz consideravelmente, chega ao fim de 2012 com um total de 73,4% de endividamento, o que representa uma variação negativa no período de, aproximadamente, 30%.

A sexta companhia, deste setor, é líder no mercado brasileiro em software, serviços e tecnologia, a TOTVS S.A. é considerada a sexta maior fabricante de softwares do mundo. É negociada na bolsa de valores de São Paulo e foi a primeira empresa do setor de Tecnologia da Informação a ser classificada no Novo Mercado, isto no ano de 2006.

Tabela 16 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia TOTVS S.A.

TOTVS S.A.			
ÍNDICES	2010	2011	2012
Participação de Capital de Terceiros	104,54	78,41	55,57
Composição do Endividamento	38,65	53,66	65,82
Imobilização do P.L.	99,82	79,95	59,75
Endividamento Total	51,11	43,95	35,72

Fonte: Elaboração própria.

A companhia TOTVS S.A. mostra uma constante direção que seus quocientes se dirigem, todos eles, sem exceção, possuem uma conformidade com os anos anteriores. No primeiro indicador pode-se observar que a empresa alterou sua forma de financiar-se, pois no ano de 2010 a maioria dos recursos tinham como origem os capitais de terceiros, porém este índice caiu nos anos seguintes, atinge em 2012 o menor patamar, em torno dos 55, isto representa que a maior parte de recursos utilizados são de origem própria.

Um fato que chama a atenção é que na mesma evolução apresentada pela empresa no índice anterior ocorreu na composição do endividamento, onde observa-se que a partir de 2011 os financiamentos passaram a ter seu foco no curto prazo, chega ao ano de 2012 com 65,8% de dívidas a curto prazo e 34,2% no longo prazo. A imobilização do P.L. obteve uma queda de 40% neste período, chega a 59,75% no ano de 2012, representa um baixo índice de imobilização.

Por fim, deve ser enfatizado também o recuo no quadro de endividamento total da companhia, o que pode ser sugerido como um risco mais baixo e mais conservadorismo por parte da companhia, isto pode ser afirmado através da análise deste quociente nos anos de 2010, onde o índice chegava a 51,11% e passou a 35,72% no ano de 2012, representa uma diminuição de 30% no seu nível de endividamento.

A próxima empresa é a Bematech S.A., que produz soluções no segmento de tecnologia para o comércio, sendo que é líder neste ramo, constituída em 1990 a empresa possui significativa parcela de mercado no licenciamento de software, em aplicativos para gestão de comércio e impressoras de estabelecimentos automatizados. É outra empresa do setor de Tecnologia da Informação que está no Novo Mercado em governança corporativa. Suas informações estão disponíveis na Tabela 17.

Tabela 17 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Bematech S.A.

BEMATECH S.A.			
ÍNDICES	2010	2011	2012
Participação de Capital de Terceiros	25,37	35,67	27,39
Composição do Endividamento	56,44	69,28	68,72
Imobilização do P.L.	67,56	57,51	67,89
Endividamento Total	20,24	26,29	21,50

Fonte: Elaboração própria.

Verifica-se nas informações apresentadas na Tabela 17 anos muito semelhantes (2010 e 2012), e o ano de 2011 demonstra um pequeno aumento nos níveis de endividamento da companhia. Deve-se atentar para o fato de que a companhia se financia, em grande maioria, por recursos próprios, é o que mostra o índice de Participação de Capitais de Terceiros. É um quociente relativamente baixo, pois neste período esta participação não passou de 35 reais a cada 100 reais de capital próprio, sendo que no ano de 2012 este patamar ainda é mais baixo, em torno de 27 reais.

O financiamento a curto prazo é o foco da companhia, nunca esteve abaixo dos 56% do total de recursos junto a terceiros, este índice aumenta após 2010 e chega a 2012 com apenas 31,3% de financiamentos de longo prazo. A imobilização do P.L. possui uma diminuição no ano de 2011, mas a variação total do período é praticamente nula, está estabilizada no ano de 2012 em 67,9%.

O endividamento total é baixo quando comparado às companhias já estudadas, oscila nestes anos, entre os 20% e 26% de endividamento total, isto representa uma empresa que pode ser considerada mais conservadora, conseqüentemente possui um baixo risco de insolvência, seu índice no ano de 2012 é de apenas 21,5% do total.

A oitava companhia estudada está estabelecida no nível tradicional na governança corporativa determinado pela BM&FBOVESPA, a companhia Itaotec S.A. opera em três áreas: solução em computadores com desktops, notebooks, netbooks e servidores; automação para bancos e varejo; e suporte técnico, infraestrutura e instalações. A empresa possui subsidiárias em países como a Argentina, México, Estados Unidos, e outros, suas informações sobre estrutura de capital estão na Tabela 18.

Tabela 18 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Itaotec S.A.

ITAUTEC S.A.			
ÍNDICES	2010	2011	2012
Participação de Capital de Terceiros	110,33	118,79	97,79
Composição do Endividamento	53,67	62,15	57,97
Imobilização do P.L.	22,75	17,77	16,44
Endividamento Total	52,46	54,29	49,44

Fonte: Elaboração própria.

Através das informações contidas na tabela 18, podem ser destacados a forma de financiamento, que apresenta alteração no ano de 2012, pois até aquele momento a maior parte dos recursos utilizados pela companhia eram oriundos de capitais de terceiros, e neste ano ocorre uma inversão, mesmo que com índices bem próximos a empresa passa a buscar em recursos próprios a maior parte de seus recursos, o primeiro quociente demonstra isso, e ao longo do período analisado a participação de capitais de terceiros apresentou uma queda de, aproximadamente, 11%, que pode ser considerada uma queda considerável.

Os financiamentos junto a terceiros, em todos os anos analisados, sempre prezou por recursos a curto prazo, visto que este índice nunca ficou abaixo de 53%, e finaliza este período em 57,97%. Já a imobilização do patrimônio líquido sofre gradativa queda ano após ano, chega a 16,4% em 2012, a diminuição acumulada deste quociente chega a 27,7% de 2010 a 2012.

Conforme já mencionado, a empresa passou no último ano a se financiar, em sua maioria, por capitais próprios, isto fica evidente no endividamento total da companhia, que apresenta seus números sempre próximos a 50%, mas no ano de 2012 este índice fica um pouco abaixo, em 49,44%, identifica-se assim um nível intermediário de endividamento e com pouco risco a continuidade desta companhia.

A última empresa analisada é pertencente ao Grupo Positivo, denominada de Positivo Informática S.A. foi criada no ano de 1989 para produzir e vender computadores a clientes do segmento educacional do grupo. A companhia cresceu e tornou-se, em 2004, a maior fabricante de computadores do Brasil, posto que mantém até hoje. A partir de dezembro de 2006 começou a negociar suas ações no Novo Mercado da BM&FBOVEPA, seus dados estão presentes na Tabela 19.

Tabela 19 – Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Positivo Informática S.A.

POSITIVO INFORMÁTICA S.A.			
ÍNDICES	2010	2011	2012
Participação de Capital de Terceiros	136,28	151,45	183,65
Composição do Endividamento	83,99	83,51	89,97
Imobilização do P.L.	19,61	26,27	29,35
Endividamento Total	57,68	60,23	64,74

Fonte: Elaboração própria.

A empresa Positivo Informática S.A., através das informações prestadas na Tabela 19, apresenta um crescente endividamento junto a terceiros em todos os índices apresentados pela companhia. Isto fica evidente quando analisa-se o endividamento total da companhia, que no ano de 2010 apresentava em quociente em torno de 57%, mas este índice sofre alta nos anos seguintes e chega a 64,7%, o que representa uma aumento de 12 por cento neste período.

Outro fato que comprova a dependência da companhia aos capitais de terceiros é o primeiro indicador, que representa a relação de capitais próprios com capitais de terceiros, também sofre alta gradativa, chega a 183,65 no ano de 2012. Estes novos financiamentos concentram-se no curto prazo, pois as dívidas a longo prazo representam somente 10% no ano de 2012, ou seja 90% do total de financiamentos está no curto prazo. Por fim, sua imobilização de P.L. é relativamente baixa, apresenta uma taxa em torno de 20% em 2010, obtém um crescimento nos anos seguintes, e chega a 29% no ano de 2012.

Através da análise individual dos resultados obtidos já se observa um quadro bem variado com relação à estrutura de capital das empresas do setor de Tecnologia da Informação, assim como no de telecomunicação. Esta disparidade será relacionada com as médias absolutas dos setores no próximo tópico do estudo, assim pode-se ter um parecer de acordo com a representatividade das companhias para os setores.

#### 4.4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

As empresas apresentaram variações bem destacadas em ambos os setores, porém a grande maioria delas possui altos índices de endividamento, com

raras exceções, no setor de telecomunicação cabe ressaltar a companhia Inepar Telecomunicações, visto que seu nível de endividamento é alarmante, muito acima do aceitável para qualquer companhia, pois a totalidade dos bens é financiada por capitais de terceiros, ele absorve, inclusive, todos os prejuízos já registrados por ela, como observa-se na tabela 20.

Tabela 20 – Endividamento total por empresa do setor de telecomunicação

TELECOMUNICAÇÃO				
	Endividamento Total			VARIAÇÃO
	2010	2011	2012	
INEPAR	4910,07	4521,60	4646,20	-5,37%
TIM	46,82	44,96	47,02	0,42%
ALGAR	71,61	69,66	69,70	-2,66%
EMBRATEL	46,92	51,35	44,92	-4,28%
JEREISSATI	73,38	69,05	72,66	-0,98%
LA FONTE TEL	78,92	73,63	78,10	-1,04%
LF TEL	77,59	74,75	79,47	2,44%
OI	57,83	66,56	83,62	44,58%
TELEFÔNICA	41,57	33,84	36,40	-12,43%
TELEMAR	75,80	72,98	77,89	2,76%

Fonte: elaboração própria

Também nota-se na tabela 20 que entre as dez companhias analisadas apenas três possuem o capital próprio como prioritário, elas são a TIM, a Embratel e a Telefônica, mesmo assim as duas primeiras possuem um nível de endividamento perto dos 50%, o que demonstra que este setor possui uma tendência a busca por capitais de terceiros como forma de obter financiamentos, isto deve ser levado em conta também pelos auxílios governamentais voltados para a melhora na estrutura das telecomunicações.

O setor de tecnologia da informação apresenta a mesma tendência, das nove empresas analisadas apenas três obtêm seus recursos pelo capital próprio, sendo esta uma tendência verificada por todas as outras companhias, a companhia com menor uso de capital de terceiros é a Bematech, isto fica evidente na tabela 21. O que pode ser salientado é que mesmo que possuam o mesmo posicionamento do outro setor o nível de endividamento delas é relativamente menor que as empresas do setor de telecomunicação.

Tabela 21 – Endividamento total por empresa do setor de tecnologia da informação  
TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO

	Endividamento Total			VARIACÃO
	2010	2011	2012	
GAMA	13,91	10,38	80,31	477,45%
IDEIASNET	70,84	85,33	88,90	25,49%
LINX	67,65	30,67	37,82	-44,09%
SENIOR	60,29	58,29	58,14	-3,58%
TELEC	105,00	108,68	73,40	-30,10%
TOTVS	51,11	43,95	35,72	-30,11%
BEMATECH	20,24	26,29	21,50	6,25%
ITAUTEC	52,46	54,29	49,44	-5,75%
POSITIVO	57,68	60,23	64,74	12,25%

Fonte: elaboração própria

Para uma melhor compreensão e a união dos dados apresentados até então, será desenvolvida a média absoluta dos setores, este tipo de média foi escolhida para conseguir delimitar a representatividade das companhias junto ao seu setor de atuação, visto que se fossem utilizados os indicadores obtidos anteriormente, seriam encontradas disparidades, pois cada companhia contribuiria com a mesma proporção de resultados.

Após verificar todas as informações prestadas pelas companhias de Telecomunicação, seus resultados foram tabelados e suas médias estão representadas na Tabela 22, onde todos os quatro indicadores deste estudo estão desenvolvidos e representados ano a ano, o que proporciona um real retrato deste setor.

Tabela 22 – Média do Setor de Telecomunicação

SETOR DE TELECOMUNICAÇÃO			
ÍNDICES	2010	2011	2012
Participação de Capital de Terceiros	189,20	143,03	181,69
Composição do Endividamento	38,26	37,25	33,92
Imobilização do P.L.	153,22	132,40	156,26
Endividamento Total	65,42	58,85	64,50

Fonte: Elaboração própria.

A Tabela acima que relaciona todas as companhias que compõem o setor de Telecomunicações possui uma regularidade em seus indicadores de estrutura de capital, não sendo possível observar disparidades muito relevantes durante o

período analisado. A explicação para este fato é que as maiores empresas apresentam esta regularidade, mesmo com algumas exceções, conforme já apontados no estudo individual, há uma tendência nas maiores companhias.

O primeiro quociente, que nos mostra a proporção de capitais de terceiros, que estão sendo utilizados pela empresa, em relação aos capitais próprios, remonta a ideia de que as companhias deste setor preferem obter recursos oriundos de terceiros a utilizarem seu próprio capital, como já citado anteriormente, isto não deve apontar para algo que seja negativo para as companhias, pois elas podem aproveitar oportunidades que possam alavancar seus resultados sem a utilização de seus próprios recursos.

Esta forma de buscar recursos é utilizada por sete das dez companhias que compõem este setor, em contrapartida a empresa que apresenta menor nível neste indicador é a Telefônica Brasil S.A., onde seu quociente, no ano de 2012, está em torno dos 57. Nestes anos que o estudo engloba o menor nível foi o ano de 2011, onde o índice chegou a 143, possuem um acréscimo no ano de 2012 indo a 181 o que representa que a cada 100 reais investidos com capital próprio outros 181 eram com capitais de terceiros, a variação negativa do período compreendido entre 2010 e 2012 foi de 3,96%.

O segundo indicador representa como está composta a busca por recursos junto a terceiros, e através de uma pequena análise nota-se que o financiamento a longo prazo é o preferencial das companhias deste setor. Esta forma de financiamento é compartilhada por oito das dez companhias, sendo as empresas Telefônica Brasil S.A. e Tim Participações S.A. as únicas a obterem a maior parte de financiamentos a curto prazo.

Isto é verificado graças ao quociente que, na média, nunca passou de 40%, ou seja, menos de 40% das dívidas são a curto prazo. Além disso o endividamento a curto prazo sofre uma diminuição ao longo deste período, onde em 2010 era de 38,26%, em 2011 de 37,25% e 33,92% no ano de 2012, apresenta assim uma variação negativa, aproximada, de 11% neste intervalo analisado.

A imobilização do patrimônio líquido, que é o terceiro indicador proposto, está, em todos os anos, acima de 100%, o que significa uma alta imobilização de recursos próprios. Este índice, conforme já citado no estudo, estar abaixo de 100% representa uma sobra de patrimônio a ser investida no ativo circulante, o que não é o caso deste setor. O quociente apresenta o menor resultado no ano de 2011

quando é 132,4%, entretanto nos anos de 2010 e 2012 a imobilização ultrapassa os 150%, obtém no período uma pequena variação positiva de 2%.

O último indicador representado na tabela 20 é o de endividamento total, este índice representa quanto de dívidas a empresa possui percentualmente perante o total de seus bens e direitos. Os quocientes apresentados, pelo setor em questão, são bem elevados, pois em nenhum ano seu endividamento foi inferior a 50%, pelo contrário, em dois anos analisados ele é superior a 60%. A variação no período foi negativa, em torno de 1,4%. Este quadro pode ser explicado graças ao grande incentivo governamental que este setor possui para investimentos na melhoria da prestação de serviços, sendo um capital com reduzido custo e longo prazo para pagamento. A companhia que destoa, novamente, por ter um índice de endividamento bem abaixo da média do setor é a Telefônica Brasil S.A., sendo seu endividamento total de 36,4% no ano de 2012.

A tabela 23 demonstra a média absoluta de todas as companhias do setor de Tecnologia da Informação, as médias obtidas por este setor possuem diferenças em relação ao setor de telecomunicação já apresentado.

Tabela 23 – Média do Setor de Tecnologia da Informação

SETOR DE TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO			
ÍNDICES	2010	2011	2012
Participação de Capital de Terceiros	148,03	143,58	137,14
Composição do Endividamento	48,96	56,74	45,20
Imobilização do P.L.	112,10	101,84	73,40
Endividamento Total	59,68	58,95	57,83

Fonte: Elaboração própria.

A média dos indicadores apresentados pelo setor de Tecnologia da Informação remonta a uma diminuição constante em seu nível de endividamento e, conseqüentemente, na participação de capitais de terceiros nas companhias. A variação no período é negativa em todos os quocientes apresentados, sendo mais expressiva quando tange à imobilização do patrimônio líquido.

O primeiro indicador, que representa a participação de capitais de terceiros perante os próprios tem, no ano de 2010, um índice de 148, no ano seguinte ele diminui a 143, e por fim em 2012 chega a 137, isto determina que as companhias deste setor financiam-se, em sua maioria, por recursos de terceiros, mesmo com a variação negativa de 7,36% no período seu índice representa que a cada real de

capital próprio 1,38 é buscado junto a terceiros. A companhia que apresenta o maior contraste perante este fato é a Bematech S.A., onde a participação de capitais de terceiros não ultrapassa o quociente de 30 no ano de 2012.

A composição do endividamento, que estabelece se os financiamentos são a curto ou longo prazo, demonstram certo equilíbrio, pois em todos os anos o índice variou perto dos 50%, representa assim companhias que possuem praticamente a mesma quantidade de dívidas no curto e no longo prazo. A maior concentração no curto prazo foi o ano de 2011 com 56,7%, e o ano de 2012 representa o menor índice, em torno dos 45%. Quando analisadas individualmente este índice apresenta uma grande disparidade, isso ocorre devido a relevância das companhias para a totalização da média.

O terceiro indicador é o que apresenta a maior variação deste setor, sendo que está em constante diminuição de seu índice, tendo em vista que um quociente abaixo de 100, representa neste caso uma sobra de capitais próprios a serem investidos no capital de giro da companhia. O índice partiu de 112,1 em 2010 e finalizou o ano de 2012 em 73,4, representa uma diminuição na imobilização do patrimônio líquido de 34,5%, um número bem significativo no período estudado.

Assim como os indicadores anteriores o de endividamento total segue uma pequena, porém consistente, diminuição nos seus resultados. Pode ser considerado relativamente alto este nível, sempre entre 55% e 60%, porém desde 2010 apresenta uma diminuição, que totaliza ao longo dos três anos uma queda de 3,1%, chega ao ano de 2012 com este índice em 57,83%, este indicador confirma que as empresas se financiam com capitais de terceiros, mas se seguir esta lógica pode vir a aumentar a participação de capitais próprios perante os de terceiros. Este indicador, analisado isoladamente, não deve ser visto como um fator de risco, pois as companhias podem conseguir se alavancar com os capitais de terceiros ao invés da utilização de seus recursos próprios.

Com a análise de ambos os setores pode-se notar a dependência que eles possuem em relação aos capitais de terceiros, isto fica evidente na Participação de Capital de Terceiros, pois nos dois setores este indicador fica acima de 100, mesmo assim o ramo de Telecomunicação possui uma dependência maior a estes capitais com indicadores que o relacionam a uma maior busca por esta forma de financiamentos.

Em contrapartida há uma diferença com relação à Imobilização do patrimônio líquido, uma vez que os níveis de imobilização são muito superiores nas empresas do setor de Telecomunicação, isto fica bem evidente no ano de 2012 quando o setor de Tecnologia da Informação não possui nem metade do quociente do outro setor.

Outro ponto em que há uma certa semelhança é na composição do endividamento, pois ambos procuram se financiar a longo prazo, mas o setor de T.I. possui financiamentos a curto prazo em níveis superiores, sempre perto dos 50%, enquanto o setor de Telecomunicação este indicador sempre apresentou resultado entre 30% e 40%.

Em ambos os setores o endividamento total ultrapassa os 50%, ou melhor, estão perto dos 60%, o que representa um nível elevado de endividamento, mas nem sempre um índice elevado neste indicador representa algum risco para a companhia, pois como foi observado, o nível de endividamento varia de acordo com os setores ou dos incentivos que as empresas obtém. Estes financiamentos variam, principalmente devido a ao tipo de atividade ser diferente, ou seja, características diferentes influenciam na forma de financiamentos.

Este maior aporte de capitais de terceiros, como já comentado, não pode ser considerado necessariamente um fator negativo, pois quando utilizam recursos oriundos desses terceiros, a companhia pode alavancar seu retorno sem a necessidade de investimento com capital próprio, o principal aspecto, para a avaliação neste caso, é o custo do capital de terceiros em relação ao retorno gerado para a companhia.

## 5 CONCLUSÃO

Este estudo propôs a análise sobre a estrutura de capital das empresas que compõem os setores de Telecomunicação e Tecnologia da Informação, listadas na BM&FBOVESPA, sendo este tema relativamente controverso, e que pode ser determinante para uma companhia colocar-se em melhor posição sobre seus concorrentes. Para tanto foram apresentados as teorias mais difundidas sobre este assunto, que são: a Teoria Tradicional, a Teoria de Modigliani e Miller, a *Static Trade-off Theory* e a *Teoria de Pecking Order*, cada qual com seus respectivos argumentos e proposições.

O argumento de que este assunto é muito controverso fica evidente nas análises individuais realizadas com as companhias destes dois setores, pois a forma com que estruturam seu capital não segue uma lógica definida. Os resultados obtidos proporcionaram uma gama bem variada de formas de financiamentos, visto isso pode-se afirmar que as companhias buscam, normalmente, as melhores oportunidades e, dificilmente, seguirão algum padrão proposto. Foi observado neste estudo que elas seguem a tendência de mercado junto ao seu setor, e como já comentado por diversos pesquisadores, isto é o que normalmente ocorre nas empresas. Algumas exceções são constatadas no padrão que determinado setor possui, mas isto pode ser explicado pelo tamanho da companhia, pelo foco de investimentos, pela necessidade, entre outros motivos.

Na observação das médias setoriais nota-se que ambos setores possuem alto grau de endividamento, ou seja, o capital de terceiros é tido como prioritário na busca por recursos, porém isto não significa que a companhia esteja com dificuldades financeiras ou que possua risco de insolvência, pois existem diversos outros fatores que podem contribuir para esta busca, como os juros, a inflação, a variação cambial, oportunidades momentâneas, subsídios governamentais para investimentos, entre outros.

O presente estudo verificou que nenhuma das teorias referentes a estrutura de capital possui uma unanimidade perante as companhias estudadas, isto proporciona que novos estudos sobre este assunto surjam, sempre em busca de uma solução mais interessante ao que foi desenvolvido até então. Como lembram os autores que compartilham desta ideia, este assunto possui ainda muito tempo de discussão para chegar-se a uma resolução mais concreta e específica, da assim

margem para as empresas possuírem individualidades únicas em sua estrutura de capital, por isso são verificadas estas disparidades entre as empresas.

Esta forma, individualizada, de formar a estrutura de capital das companhias pode vir a desenvolver trabalhos futuros neste campo, vislumbra-se uma vasta área para pesquisas futuras, onde pode ser explicado fatores que influenciaram a busca por capital, a alavancagem financeira gerada pelos capitais de terceiros, se as estruturas adotadas geram resultado positivo, como também a variação dos resultados apresentados pelas companhias em função da estrutura adotada. Para tanto este assunto ainda sucinta a necessidade e a oportunidade de que novas teorias e estudos venham explicar, e tentem elucidar a melhor forma de estruturar o capital das companhias.

## REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 9.ed. São Paulo: Atlas, 2010. xx, 319 p. ISBN 9788522457076.

BEUREN, Ilse Maria. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3.ed. atual. São Paulo: Atlas, 2006. 195 p. ISBN 9788522443918.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; BRATTLE GROUP. **Investimento de capital e avaliação: finanças corporativas**. Porto Alegre: Bookman, 2006. 552 p. ISBN 853630619X.

BRASIL. Lei 11.638/2007. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 28 dez. 2007. Edição Extra.

BRITO, Giovani Antonio Silva; CORRAR, Luiz Joao; BATISTELLA, Flavio Donizete. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**. São Paulo, v.18 n.43 jan./abr. 2007.

CERVO, Amado Luiz; BERVIAN, Pedro Alcino; SILVA, Roberto da. **Metodologia científica**. 6.ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, c2007. x, 162 p. ISBN 8576050471.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997. 630 p. ISBN 857303145X.

DIEHL, Astor Antônio; TATIM, Denise Carvalho. **Pesquisa em ciências sociais aplicadas: métodos e técnicas**. São Paulo: Pearson, 2004. 168 p. ISBN 858791894.

FRANK, M.Z.; GOYAL, V.K. Testing the pecking order theory of capital structure. **Journal of Financial Economics**, Vol. 67, p. 217-248, 2003.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 1999. 206 p. ISBN 8522422702.

GIMENES, Régio M. T., **A teoria tradicional e o modelo de franco Modigliani e Merton Miller: uma abordagem crítica**. Doutorado em Gestão Empresarial pela Universidade de Leon – Espanha, Akrópolis - Revista de Ciências Humanas da UNIPAR Vol. 7, Nº 25 (1999).

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 12.ed. São Paulo: Pearson, 2010. xxiii, 775 p. ISBN 9788576053323.

GITMAN, Lawrence J.; JOEHNK, Michael D. **Princípios de investimentos**. 8.ed. São Paulo: Addison-Wesley, 2005. 435 p. ISBN 8588639211.

GITMAN, Lawrence J.; MADURA, Jeff. **Administração financeira: uma abordagem gerencial**. São Paulo: Addison-Wesley, 2003. 676 p. ISBN 8588639084.

HOJI, Masakazu. **Administração financeira e orçamentária: matemática financeira aplicada, estratégias financeiras, orçamento empresarial**. 9.ed. São Paulo: Atlas, 2010. xviii, 587 p. ISBN 9788522460946.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de balanços**. 10.ed. São Paulo: Atlas, 2009. 2 v. ISBN 9788522454211.

KIRCH, Guilherme. Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto. **Revista ConTexto**, Porto Alegre, v.8, n. 13 1º semestre 2008.

LARA, José Edson; MESQUITA, José Marcos Carvalho. Estrutura de capital e rentabilidade: análise do desempenho de empresas brasileiras no período pós plano real. **Revista Contabilidade Vista e Revista**, Belo horizonte, v.19, n.2, p.15-33, abr./jun. 2008.

LEITES, Eduardo T. **Juros sobre o capital próprio: a influência na formação da estrutura de capital nas empresas brasileiras listadas na BOVESPA**. Dissertação de Mestrado. São Leopoldo, UNISINOS, 2008.

LIMA, Rômulo Rosa de; LIMA, Thays Rosa de; NEVES JÚNIOR, Idalberto José das. Valor da empresa e sua relação com a estrutura de capital, rentabilidade: um estudo empírico das 1000 empresas melhores listadas na revista exame. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, Salvador, v.2, n.2, p.2-18, maio/ago, 2012.

MARION, José Carlos. **Contabilidade básica**. 6.ed. São Paulo: Atlas, 1998.

MARION, José Carlos. **Contabilidade básica**. 9.ed. São Paulo: Atlas, 2008.

MASCARENHAS, Sidnei A. **Metodologia Científica**. São Paulo: Pearson, 2012, 124 p.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços: abordagem gerencial**. 7.ed. São Paulo: Atlas, 2010. xii, 372 p. + 1 CD-ROM ISBN 9788522456925.

MEDEIROS, Otavio Ribeiro de; DAHER, Cecílio Elias. Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v.12, n.1, jan./mar. 2008

MEGLIORINI, Evandir; SILVA, Marco Aurélio Vallim Reis da. **Administração financeira: uma abordagem brasileira**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2008. 251 p. ISBN 9788576052067.

PADOVEZE, Clóvis Luís; BENEDICTO, Gideon Carvalho de. **Análise das demonstrações financeiras**. 3.ed. rev. e ampl. São Paulo: Cengage Learning, 2011. xii, 298 p. ISBN 9788522110704.

RIBEIRO, Osni Moura. **Contabilidade básica fácil**. 23.ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva 1999.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3.ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 1999. 334 p. ISBN 8522421110.

RODRIGUES, Paulino Ramos; KLOECKNER, Gilberto de Oliveira. Estrutura de capital e seus fatores determinantes no Brasil. **Revista ConTexto**, Porto Alegre, v. 6, n.10, 2º semestre 2006.

ROSS, Stephen A.; JAFFE, Jeffrey F.; WESTERFIELD, Randolph W. **Administração financeira: corporate finance**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2002. 776 p. ISBN 9788522429424.

SANTOS, Carolina Macagnani dos; PIMENTA JÚNIOR, Tabajara Pimenta; CICONI, Eduardo Garbes. Determinantes da escolha da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto: um survey. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v.44, n.1, p.70-81, jan./fev./mar. 2009.

SILVA, César Augusto Tibúrcio; TRISTÃO, Gilberto. **Contabilidade básica**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

SILVA, Alexandre Alcantara da. **Estrutura, análise e interpretação das demonstrações contábeis**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2012. 250 p. ISBN 9788522467884.

SILVA, José Pereira da. **Análise financeira das empresas**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2001. 485 p. ISBN 8522428255.

TEIXEIRA, Bruno Ricardo; PRADO, Mateus Ferraz; RIBEIRO, Karem Cristina de Sousa. Um estudo da teoria de Modigliani-miller através do caso de empresas brasileiras: analisando a irrelevância da estrutura de capitais. **Revista Facef Pesquisa**, Franca, v.14, n.1, p.67-79, jan./fev./mar./abr. 2011.

WATSON, R.; WILSON, N. Small and Medium Size Enterprise Financing: A Note on Some of the Empirical Implications of a Pecking Order. **Journal of Business Finance & Accounting**, Vol. 29, Numbers 3-4, p. 557-578, Apr./May 2002.

**ANEXO A – LISTA DE EMPRESAS ESTUDADAS****TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO****COMPUTADORES E EQUIPAMENTOS**

Bematech S.A.

Itautec S.A. – Grupo Itautec

Positivo Informática S.A.

**PROGRAMAS E SERVIÇOS**

Gama Participações S.A.

Ideianet S.A.

Linx S.A.

Senior Solution S.A.

Telec Brasileiras S.A. – Telebras

Totvs S.A.

**TELECOMUNICAÇÕES****TELEFONIA FIXA**

Cia Telecomunicações do Brasil Central

Embratel Participações S.A.

Jereissati Participações S.A.

Jereissati Telecom S.A.

LF Tel S.A.

Oi S.A.

Telefonica Brasil S.A.

Telemar Participações S.A.

**TELEFONIA MÓVEL**

Inepar Telecomunicações S.A.

Tim Participações S.A.

Fonte: Elaboração própria

## ANEXO B – NÍVEL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA BM&FBOVESPA

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS	TRADICIONAL
<b>Características das Ações Emitidas</b>	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
<b>Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)</b>	No mínimo 25% de free float			25% de free float até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	Não há regra
<b>Distribuições públicas de ações</b>	Esforços de dispersão acionária			Não há regra	
<b>Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)</b>	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra		
<b>Composição do Conselho de Administração</b>	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)		
<b>Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)</b>	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra	
<b>Obrigação do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)</b>	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra		
<b>Demonstrações Financeiras</b>	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação		
<b>Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos</b>	Obrigatório			Facultativo	
<b>Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)</b>	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra	
<b>Concessão de Tag Along</b>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN  100% para ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)

<b>Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico</b>	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Conforme legislação
<b>Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado</b>	Obrigatório	Facultativo	Obrigatório	Facultativo

Fonte: BM&FBOVESPA

