

Estrutura de capital das empresas não financeiras no Brasil: evidências para 2009-2017 *

Joseli Fernanda Nappi **

Marisa dos Reis Azevedo Botelho ***, ****

Felipe Nogueira da Cruz *****

Nathalie Tellez Marins *****

Resumo

Este trabalho analisou a estrutura de capital de 121 empresas não financeiras de capital aberto que atuam no Brasil, entre 2009-2017. A metodologia baseou-se em Moreira e Puga (2000) e as informações foram coletadas na Economática. Os resultados mostraram que neste intervalo os recursos de terceiros, majoritariamente endividamento, foram a principal fonte de financiamento. Além disso, verificou-se maior participação nas firmas de maior ativo total. Entre 2009-2013, houve ampliação do endividamento das firmas com alongamento do seu vencimento, enquanto entre 2014-2017 ocorreu o inverso. Nesse último período, a participação dos recursos de terceiros caiu em relação ao período anterior. Concluiu-se que a maior participação dos recursos de terceiros e a melhora no perfil do endividamento se deveram, em grande medida, ao ciclo expansivo do crédito corporativo brasileiro, e que a sua retração está sendo absorvida em parte pelos recursos próprios, que poderão assumir maior importância nos próximos anos.

Palavras-chave: Estrutura de capital, Empresas não financeiras, Financiamento de longo prazo.

Abstract

Capital structure of non-financial corporations in Brazil: an analysis from 2009 to 2017

This paper analyzed the capital structure of 121 publicly traded non-financial companies operating in Brazil between 2009-2017. The methodology was based on Moreira and Puga (2000) and the information was collected in Economática. The results showed that in this interval third party resources, mostly indebtedness, were the main source of financing. Moreover, there was a greater participation in firms with higher total assets. Between 2009-2013 there was an increase in the indebtedness of firms as their maturity lengthened, while between 2014-2017 the opposite occurred. In the latter period, the share of third-party resources decreased in relation to the previous period. It was concluded that the greater share of third-party resources and the improvement in the debt profile were largely due to the expansive cycle of Brazilian corporate credit, and that the retraction of such credit is partly absorbed by its own resources, which may assume greater importance in the coming years.

Keywords: Capital structure, Non-financial corporations, Long-term financing.

JEL G30, G32, O16.

* Artigo recebido em 7 de novembro de 2019 e aprovado em 1 de outubro de 2021. Agradecemos aos pareceristas anônimos pelas sugestões feitas a uma versão prévia do artigo. Erros e omissões por ventura remanescentes são de inteira responsabilidade dos autores.

** Doutoranda em Economia no Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE-Unicamp), Campinas, SP, Brasil. E-mail: fernandanappi1@gmail.com. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8546-0000>.

*** Professora Titular do Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia (IERI-UFU), Uberlândia, MG, Brasil. E-mail: botelhomr@ufu.br. ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4905-6673>.

**** Pesquisadora do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq), Brasília, DF, Brasil.

***** Professor da Universidade Federal de Juiz de Fora, Campus GV (UFJF-GV), Governador Valadares, MG, Brasil. E-mail: felipenogueira.cruz@gmail.com. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2964-1472>.

***** Doutoranda em Economia no Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE-Unicamp), Campinas, SP, Brasil. E-mail: nathalie.marins@gmail.com. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-1374-2666>.

Introdução

Numa economia monetária da produção, tal como a economia contemporânea, as decisões de investimento – principal determinante da dinâmica econômica – apoiam-se no sistema financeiro. No esquema teórico desenvolvido por Keynes (2010), a decisão de investir é condicionada pela capacidade de obter recursos suficientes a curto prazo – *finance* – ao longo da produção do bem de investimento, e pela perspectiva de refinanciá-lo à longo prazo – *funding* – em condições satisfatórias (Keynes, 2010, p. 92).

Nessa abordagem, os recursos de longo prazo podem ser obtidos por meio de operações no mercado de capitais, bem como por meio do sistema bancário, que realiza a intermediação da poupança financeira, mediante a concessão de empréstimos de longo prazo ou da aquisição de títulos negociáveis de dívida direta emitidos pelas empresas, bem como de participações acionárias.

As experiências internacionais revelam que os mecanismos predominantes de financiamento de longo prazo podem variar muito entre os países. Nos Estados Unidos e no Reino Unido, por exemplo, essa função é exercida particularmente pelo mercado de capitais, com o lançamento de ações e títulos de dívida pelas empresas. Em outras nações, como Alemanha e Japão, os bancos apresentam um papel muito mais relevante (Sant’Anna et al., 2009).

No caso da economia brasileira, o estudo conduzido por Almeida et al. (2013) assinala que, a partir de 2008, houve uma mudança importante na estrutura de capital das empresas não financeiras (ENF’s) que atuam no Brasil. O autofinanciamento, que desde meados dos anos 1980 era apontado como a principal fonte de recurso das firmas (Ferreira; Brasil, 1997; Rodrigues Júnior; Melo, 1999; Moreira; Puga, 2000), perdeu sua participação no financiamento do investimento no período. Neste ínterim, os recursos de terceiros – especialmente endividamento – ampliaram sua participação, superando a parcela correspondente aos recursos próprios. Ademais, a expectativa das empresas entrevistadas no estudo era de que a nova situação prevalecesse nos anos seguintes (2010-2012).

No entanto, as condições econômicas e financeiras nacionais se alteraram desde então. Desde 2011, o cenário macroeconômico brasileiro foi marcado por uma desaceleração do crescimento do PIB (Produto Interno Bruto) e da formação bruta de capital fixo, além da reversão do ciclo de crédito experimentado desde meados dos anos 2000.

Num contexto de queda da demanda agregada, estudos apontaram para a deterioração financeira das ENF’s que atuam no país, situação agravada nos anos de 2013 e 2015, e que impactou fortemente a rentabilidade e levou a alterações da sua estratégia patrimonial. No lado do ativo, a adoção de uma postura defensiva implicou na redução dos investimentos em imobilizado e na manutenção de recursos em formas líquidas, como aplicações financeiras e disponibilidades em caixa. No lado do passivo, houve forte elevação do grau de endividamento.

Se, de um lado, a queda da rentabilidade no período prejudicou a geração de recursos próprios e, conseqüentemente, a capacidade de autofinanciamento das firmas, de outro lado, a intensificação da atuação do BNDES entre 2009 e 2014 contribuiu para a sustentação da oferta de crédito. Assim, as questões de pesquisa que orientaram a elaboração desse artigo são: como as ENF’s que atuam no Brasil financiaram suas atividades pós-2008? Como a queda dos lucros, a retração da oferta de crédito

e a ampliação do mercado acionário se refletiram na estrutura de capital das firmas? Assume-se a hipótese de que a maior participação dos recursos de terceiros no financiamento das firmas, com protagonismo do endividamento, se deveu ao ciclo expansivo do mercado de crédito brasileiro, estreitamente relacionado à atuação do BNDES. Assim, acredita-se que a reversão do ciclo de crédito implicará em perda de espaço do endividamento no financiamento das firmas.

Partindo desses estudos recentes que apontam uma mudança no cenário econômico e financeiro desde 2008, o objetivo deste trabalho é identificar a estrutura de capital adotada pelas ENF's de capital aberto que atuam no Brasil, entre 2009 e 2017. Especificamente, o trabalho buscará responder se os recursos de terceiros, especialmente o endividamento, permaneceram como a principal fonte de recursos para o financiamento de longo prazo das firmas analisadas no período.

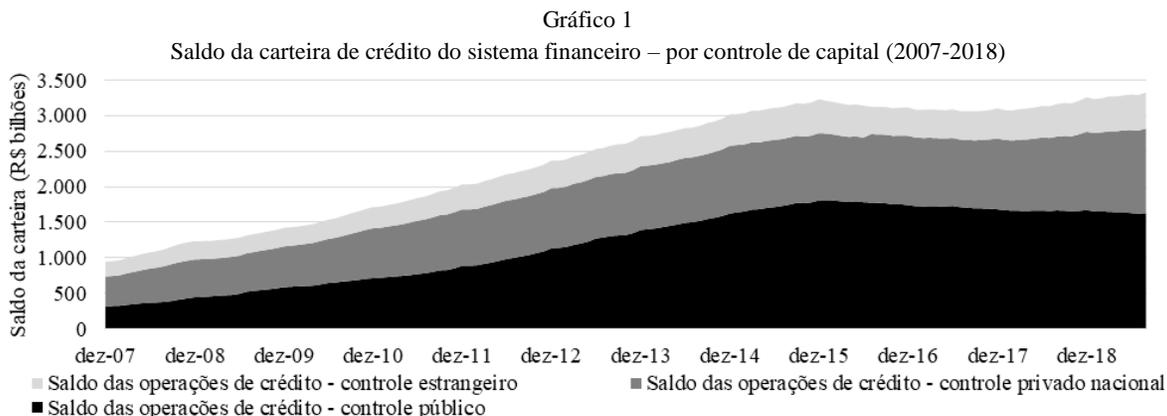
Este estudo justifica-se pela escassez de estudos empíricos, a partir de dados do balanço de pagamento das firmas, para o período mais recente da economia brasileira. Além disso, sua amostra abarca diferentes setores econômicos e é composta por empresas de grande porte, o que indicaria acesso a uma gama mais ampla de fontes de financiamento, em relação às empresas de pequeno porte. Por fim, este estudo diferencia-se por investigar um período mais longo que seus antecessores, abrangendo conjunturas econômicas distintas, bem como diferentes fases do ciclo de crédito no Brasil, o que possibilita evidenciar de forma mais clara possíveis impactos de mudanças econômicas sobre o financiamento das firmas.

Além desta introdução, o artigo está estruturado em mais quatro seções. A primeira é dedicada à discussão do financiamento de longo prazo e o crédito corporativo no Brasil. A primeira seção traz uma revisão da literatura sobre a estrutura de capital adotada pelas firmas na economia brasileira e aborda o cenário pós-2008 das ENF's. A segunda seção descreve a metodologia aplicada no levantamento dos dados e na decomposição da estrutura de capital e, em seguida, apresenta e discute os resultados obtidos. Por fim, seguem-se as considerações finais.

1 Financiamento de longo prazo e o crédito corporativo no Brasil

No Brasil, o financiamento de longo prazo é obtido principalmente por meio do mercado de crédito, majoritariamente por meio de recursos direcionados sob a liderança de grandes bancos federais, em especial, Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil e BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social). A Caixa é responsável pela concessão da maior parcela do financiamento habitacional, já o Banco do Brasil é o principal financiador rural, e o BNDES é o principal responsável pelo financiamento ao investimento empresarial (Lundberg, 2011).

Nos últimos anos, entre 2004 e 2015, o mercado de crédito nacional passou por uma expansão significativa. Desde 2008, esse crescimento pode ser atribuído à atuação anticíclica das instituições públicas (Gráfico 1).



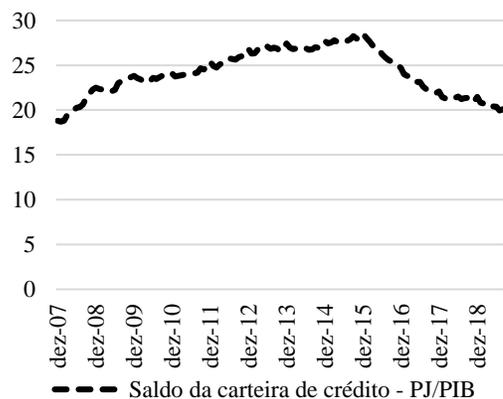
No que tange às pessoas jurídicas, o saldo dessa carteira de crédito em relação ao PIB se ampliou, passando de 18,8% em 2007 para 28,5% em 2015. Desde 2016, sua participação vem se retraindo continuamente (Gráfico 2.1).

As micro, pequenas e médias empresas estão puxando esse movimento de queda. O saldo da sua carteira de crédito caiu de forma mais acentuada até o final de 2017 e, desde então, se estabilizou. Já o saldo da carteira de crédito das grandes empresas caiu de forma mais suave e, após recuperar-se entre meados de 2017 e final de 2018, voltou a cair em 2019 (Gráfico 2.4).

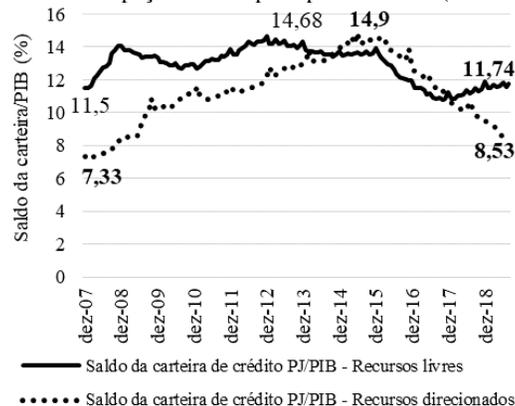
De acordo com os dados do BCB (Banco central do Brasil), o saldo da carteira de crédito à pessoa jurídica com recursos direcionados cresceu num ritmo superior ao saldo da carteira com recursos livres. Enquanto a participação dos recursos direcionados no PIB dobrou, passando de 7,33% em 2007 para 14,9% em 2015, a participação dos recursos livres ampliou-se de 11,5% em 2007 para 14,7% em 2012, encerrando 2015 com 13,9%. Após 2015 o movimento verificado é semelhante, mas em sentido oposto, isto é, o saldo da carteira de crédito com recursos direcionados caiu num ritmo superior ao saldo da carteira com recursos livres, tendo suas participações no PIB se aproximado daquela vigente em 2007/2008 (Gráfico 2.2).

Gráfico 2
Carteira de crédito à pessoa jurídica do sistema financeiro

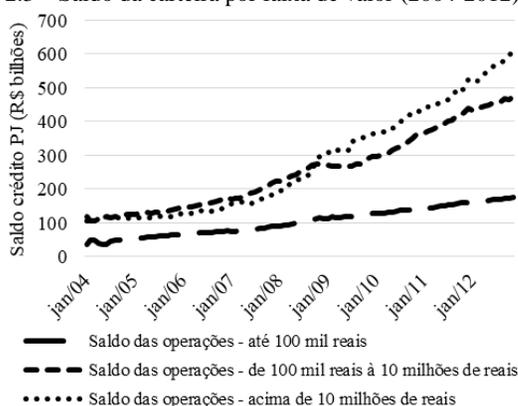
2.1 – Saldo da carteira em relação ao PIB (2007-2018)



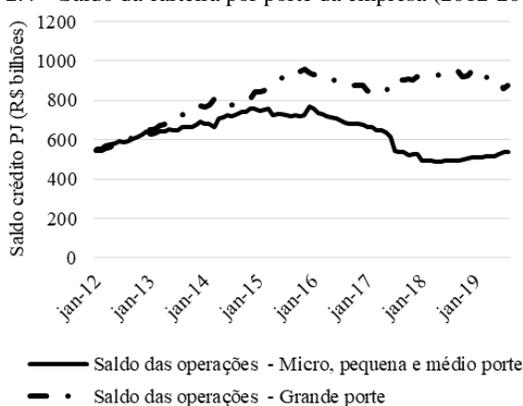
2.2 – Participação no PIB por tipo de recurso (2007-2018)



2.3 – Saldo da carteira por faixa de valor (2004-2012)



2.4 – Saldo da carteira por porte da empresa (2012-2019)



Fonte: BCB (2019). Elaboração dos autores.

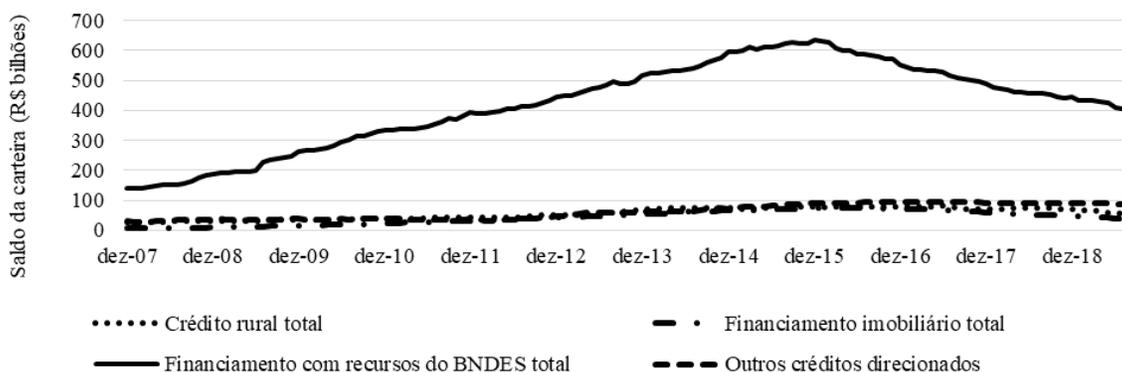
A principal modalidade de crédito livre no período é o capital de giro, seguido pelo financiamento à exportação. Já em relação aos recursos direcionados, a principal modalidade é o financiamento com recursos do BNDES, que respondeu por aproximadamente 70% da carteira de crédito direcionado à pessoa jurídica (Gráficos 3.1 e 3.2).

De fato, entre 2007 e 2010 o volume de desembolsos do BNDES cresceu, saindo de 2,39% do PIB para 4,33% (Gráfico 4). Essa ampliação ocorreu para todos os tamanhos de empresas e destinou-se, majoritariamente àquelas de grande porte. Entre 2007 e 2016, em média 72% dos desembolsos do Banco foi absorvido por grandes empresas, embora entre 2017 e 2018 essa parcela tenha caído para aproximadamente 57%.

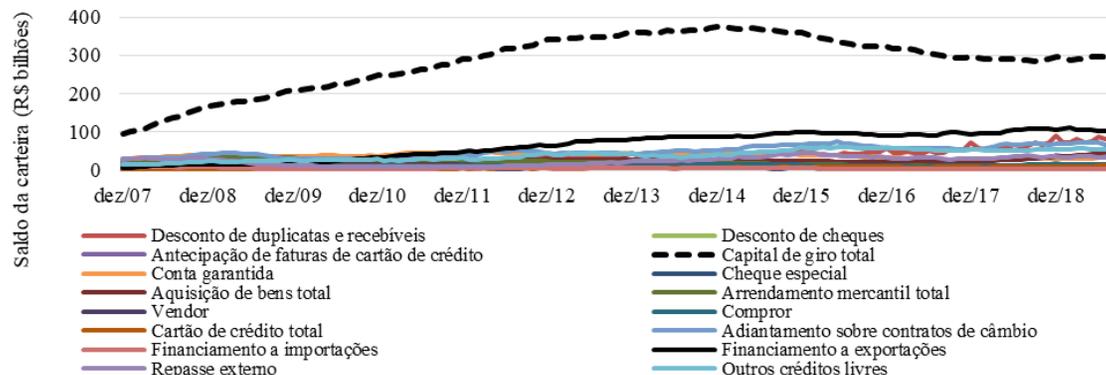
Esse aumento também pôde ser observado no saldo da sua carteira de crédito. Desde 2007 ela se expandiu em decorrência tanto de operações indiretas, relativas a repasses interfinanceiros, como de operações diretas, realizadas pelo próprio Banco (BCB, 2019).

Gráfico 3
Carteira de crédito à pessoa jurídica do sistema financeiro – por modalidade (2007-2019)

3.1 – Recursos direcionados

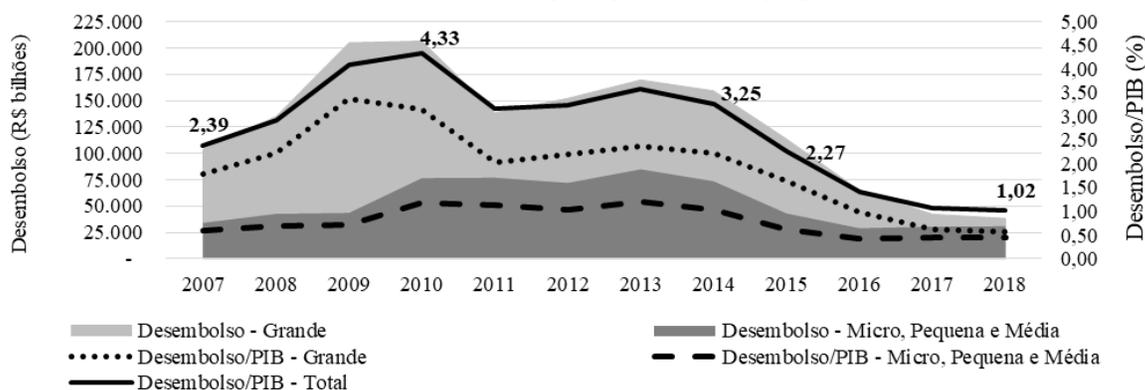


3.2 – Recursos livres



Fonte: BCB (2019). Elaboração dos autores.

Gráfico 4
BNDES: Volume de desembolso e participação no PIB – por porte (2007-2018)



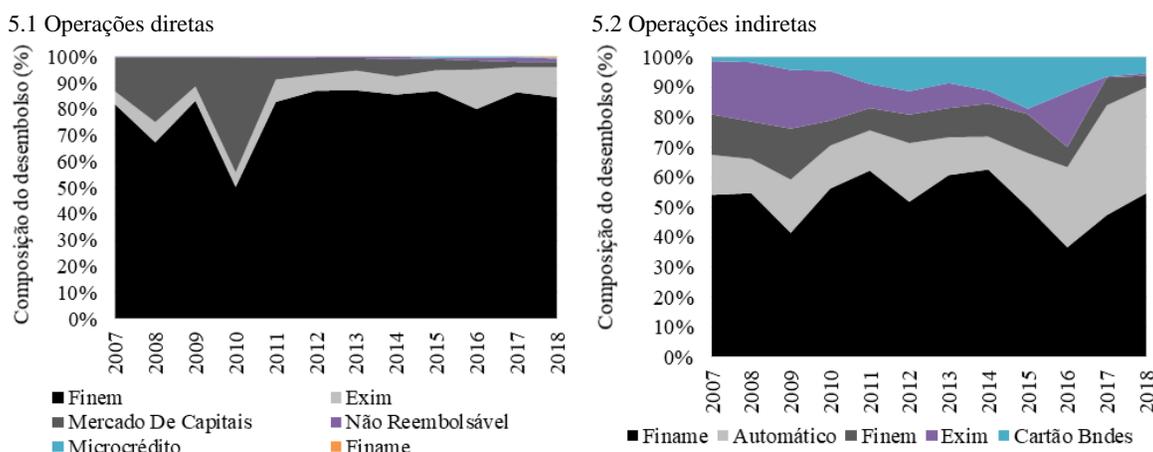
Fonte: BNDES (2018b). Elaboração dos autores.

Em relação aos produtos oferecidos pelo BNDES, destacaram-se as linhas de financiamento do BNDES Finem, para valores a partir de R\$ 10 milhões, voltadas para projetos de investimento.

Esse produto respondeu por, em média, 80% dos desembolsos diretos do Banco entre 2007 e 2018 (Gráfico 5.1). Os recursos para projetos de investimento cujos valores financiáveis não ultrapassem R\$ 150 milhões podem ser obtidos por meio da linha de financiamento Automático, com valores inferiores à R\$ 10 milhões, oferecido pelo Banco através de operações de repasse às instituições financeiras credenciadas. Esses dados vão ao encontro do movimento ocorrido no sistema financeiro, que apontam que entre 2007 e 2012 a ampliação da carteira de crédito a pessoas jurídicas foi puxada pelas operações de crédito com valores acima de R\$ 10 milhões, seguido pelas operações com valores entre R\$ 100 mil e R\$ 10 milhões de reais (Gráfico 2.3).

Destacaram-se também as linhas de financiamento do BNDES Finame, para produção e aquisição de máquinas e equipamentos, oferecido pelo Banco por meio de operações de repasse às instituições financeiras credenciadas. Esse produto respondeu por, em média, 53% dos desembolsos indiretos do Banco entre 2007 e 2018 (Gráfico 5.2). O volume de desembolso para essa linha subiu entre 2007 e 2014, e caiu em 2015 (BCB, 2019).

Gráfico 5
BNDES: Composição do desembolso por tipo de operação e modalidade (2007-2018)



Fonte: BNDES (2019). Elaboração dos autores.

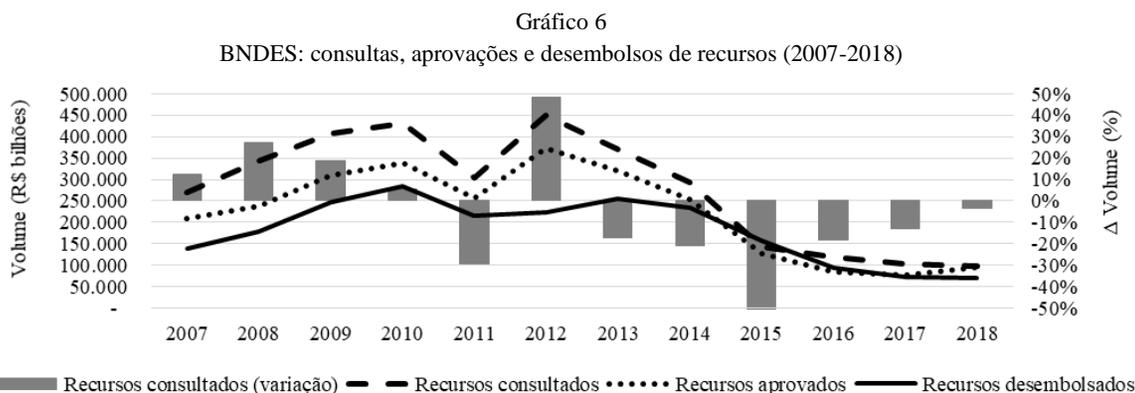
Os desembolsos com as linhas de financiamento BNDES Exim, para produção e exportação de bens e serviços para exportação, oferecido pelo Banco por meio de operações diretas e de repasse às instituições financeiras credenciadas, também cresceram entre 2007-2016, caindo no biênio seguinte (BCB, 2019). Essa ampliação explica o crescimento do saldo da carteira de financiamento às exportações à pessoa jurídica do sistema financeiro nacional (Gráfico 3.2).

Por fim, o volume de desembolsos do cartão BNDES, que fornece crédito pré-aprovado para micro, pequenas e médias empresas, além de produtores rurais, foi ampliado entre 2007 e 2015 (BCB, 2019). Nesse intervalo, a participação dessa linha no total das operações de repasse passou de 1,3% para 17,2%. Entre 2016 e 2018 sua participação caiu, atingindo 5,4% (Gráfico 5.2)

Apesar do saldo da carteira de crédito à pessoa jurídica começar a cair em 2015, os primeiros sinais de arrefecimento da demanda por crédito já haviam surgido. Desde 2013 o volume de recursos

consultados ao BNDES, que representa um termômetro do interesse por investimentos, vem caindo sistematicamente, com reflexo sobre o volume de recursos aprovados e desembolsados pelo Banco (Gráfico 6).

Os dados de 2015 mostram que seus desembolsos alcançaram R\$ 156,66 bilhões. Em relação ao PIB, o desembolso neste ano foi de 2,27%, taxa inferior à vigente antes da crise *subprime*, em 2007. Desde 2016, a redução de desembolsos foi ainda mais drástica, chegando a 1,02% do PIB em 2018, a menor taxa desde 1995¹ (Gráfico 6).



Em que pese à queda da demanda por crédito, em virtude do péssimo desempenho econômico brasileiro desta década, cabe mencionar que, desde a troca do governo federal em 2015 e sua reorientação econômica, o BNDES iniciou uma devolução expressiva de recursos ao Tesouro Nacional, comprometendo sua capacidade de prover *funding*. Entre 2015 e o final de 2018, o Banco devolveu R\$ 310 bilhões ao Tesouro Nacional (BNDES, 2018a). Até 2022, a Fazenda espera receber outros R\$ 270,9 bilhões (Graner; Pupo, 2019).

Ao final de 2018 a própria continuidade do BNDES parecia estar em xeque. Uma ala mais radical da equipe econômica do presidente da república eleito Jair Bolsonaro (2019-2022) advogava pela sua extinção após completada a etapa mais pesada do pacote de privatizações do novo governo, sob o argumento de que o banco se tornará desnecessário em virtude da maior sofisticação do mercado de capitais e da abertura econômica da economia brasileira. Para outra ala, ainda caberia ao Banco um papel relevante para o desenvolvimento de um mercado secundário de debêntures e no crédito para pequenas e médias empresas e apoio a *startups*. No entanto, de acordo com este grupo, ele deveria passar por um amplo processo de encolhimento² (Rittner, 2018). Apesar do futuro do BNDES ainda ser incerto, parece haver certo consenso entre analistas de mercado de que ele passará por novas rodadas de enxugamento nos próximos anos.

(1) Segundo os dados do BNDES (2018b), a relação desembolsos/PIB foi de 1,01% em 1995.

(2) A primeira ala foi capitaneada por Rubem Novaes, cotado para presidência do BNDES. Seu argumento foi apresentado em ocasião da comemoração do centenário de nascimento do economista Roberto Campos, realizado em 2018. A segunda ala foi capitaneada por Roberto Castello Branco, outro nome então cotado (e posteriormente efetivado) para a presidência do Banco (Rittner, 2018).

De fato, o BNDES passou por mudanças operacionais e por uma redefinição de estratégia na qual, segundo seu presidente à época, Joaquim Levy, haveria menor presença no financiamento corporativo tradicional (Safatle, 2019).

A próxima seção reúne e discute algumas pesquisas recentes acerca da estrutura de capital das empresas no Brasil e da sua situação financeira após 2008, quando se deflagrou a crise econômica internacional.

2 Empresas não-financeiras no Brasil: estrutura de capital recente e o cenário pós-2008

A estrutura de capital define o padrão de financiamento de uma organização, isto é, a combinação entre o capital próprio (capital social e lucros retidos) e o total de recursos de terceiros (dívidas bancárias e emissões de títulos) que a empresa utiliza em determinado período de tempo para financiar suas posições ativas.

Estudos empíricos mostram que, desde o final dos anos 1980 até as vésperas da última crise financeira internacional, as ENF's que atuam no Brasil financiaram seu crescimento majoritariamente por meio de recursos próprios. O endividamento ocupou uma posição secundária, seguido pelo financiamento por ações³, conforme sintetizado na Tabela 1.

Tabela 1
Estrutura de capital das ENF's no Brasil: resultados de pesquisas selecionadas *

Período	Composição da amostra	Metodologia	Financiamento			
			Interno	Externo (a + b)	Dívidas (a)	Ações (b)
Participação no total (%)						
<i>Rodrigues Jr. e Melo (1999)</i>						
1987-1996	24 grandes empresas brasileiras	Análise de dados do BP	63,9	36,1	29,6	6,5
<i>Moreira e Puga (2000)</i>						
1995-1997	4.312 empresas de capital aberto - nacional e estrangeiro - com portes distintos	Análise de dados do BP	55	45	25	20
<i>Almeida et al. (2013)</i>						
2004-2007	104 empresas industriais de grande porte	Análise de dados do BP	50,9	49,1	41,5	7,6
2008			25	75	58,7	16,3
2010-2012 (previsão)	24 empresas	Entrevista realizada em 2009	37,7	62,3	61,1	1,2

(*) A estrutura de capital das firmas é estudada pela literatura sob diferentes perspectivas. A título de exemplo, o trabalho de Oliveira e Oliveira (2009) utiliza modelos de estrutura ótima de capital e de hierarquia de fontes de financiamento para analisar as políticas de financiamento adotadas pelas companhias abertas brasileiras. Já Sobrinho et al. (2012) desenvolvem modelos de ajuste parcial e de *duration* para testar a relevância de fatores específicos de países na determinação da estrutura de capital de empresas listadas nas bolsas de valores brasileira, chilena e mexicana. Rogers et al. (2013) analisam o impacto das tendências de reclassificações no *rating* de crédito nas decisões de estrutura de capital de empresas não-financeiras listadas da América Latina. Como fogem ao escopo deste trabalho, esses estudos não são discutidos em maior profundidade. Fonte: Elaboração dos autores.

(3) Cabe destacar que a amostra e a metodologia dos trabalhos variam, o que certamente afetou os resultados encontrados. No entanto, eles são úteis como um indicício da estrutura de capital adotada pelas firmas no Brasil.

A decomposição da estrutura de capital das ENF's no imediato pós-Plano Real, realizada por Moreira e Puga (2000), mostrou que a participação dos recursos próprios no total do financiamento foi em média 55%, contra 45% dos recursos de terceiros. Entre 2004 e 2007, os resultados de Almeida et al. (2013) também apontaram para a predominância dos recursos próprios no financiamento das ENF's. O financiamento próprio correspondeu, em média, a 50,9% do total, enquanto a participação dos recursos de terceiros foi em média de 49,1%.

No entanto, os trabalhos sinalizam para uma diferença entre a composição dos recursos de terceiros nos dois períodos. Entre 1995 e 1997, os recursos de terceiros foram compostos por 25% equivalentes a endividamento e 20% ao lançamento de ações. Entre 2004 e 2007, a parcela referente a endividamento se ampliou, atingindo 41,5%, enquanto a referente ao lançamento de ações reduziu-se para 7,6%.

Em 2008, ano que a crise financeira *subprime* ganhou contornos sistêmicos, Almeida et al. (2013) verificaram uma mudança importante na estrutura de capital da indústria brasileira: a participação dos recursos próprios no financiamento sofreu forte queda e foi ultrapassada pela participação dos recursos de terceiros. A participação do autofinanciamento no total das empresas investigadas foi de 25% em 2008, ao passo que a participação das fontes de terceiros foi de 75%, com 58,7% referente a endividamento e 16,3% a lançamento de ações.

No triênio 2010-2012, de acordo com a expectativa das firmas acerca da estrutura de capital que seria adotada para seus projetos de investimento programados, a participação dos recursos próprios permaneceria abaixo da dos recursos de terceiros, com 37,7% e 62,3%, respectivamente, com destaque para a forte queda esperada para a participação do financiamento por meio do lançamento de ações (Almeida et al., 2013).

Esses resultados indicaram que houve uma mudança na estrutura de capital das ENF's que atuam no Brasil, que passou a contar com maior participação do endividamento em detrimento do autofinanciamento (CEMEC, 2016; Corrêa et al., 2017). Para Almeida et al. (2013, p. 40), seria um sinal que, embora ainda houvesse na economia brasileira sérias lacunas ao financiamento bancário privado de longo prazo e ao desenvolvimento do mercado de capitais, o constrangimento financeiro estaria se mostrando menor do que já foi.

De fato, os efeitos da crise internacional acometeram em maior ou menor grau um grande número de firmas, levando à sua fragilização financeira e, conseqüentemente, à queda dos seus investimentos em ativos imobilizados e à interrupção do ciclo expansivo da economia brasileira que vigorou entre 2004 e 2010⁴ (Almeida et al., 2016; Corrêa et al., 2017).

A trajetória de queda da rentabilidade sobre o patrimônio iniciada em 2010 é uma característica desse processo de fragilização e foi resultado, em grande medida, da elevação das despesas financeiras das ENF's no período pós-crise de 2008. Outra característica do processo de fragilização foi a elevação do grau de endividamento, conseqüência da queda da demanda agregada, da elevação das taxas de juros sobre empréstimos e de fatores ligados à queda da rentabilidade. De

(4) Entre 2004 e 2010 a taxa média de crescimento econômico brasileiro foi de 4,5%, quase o dobro da taxa média dos anos seguintes, entre 2011 e 2014, que foi de 2,4%. Segundo Corrêa et al. (2017), o investimento foi o principal responsável pelo desempenho da economia nacional no primeiro período.

acordo com Almeida et al. (2016), a relação entre o capital de terceiros e o capital próprio subiu de 1,3 para 1,9 entre 2010 e 2015, já o endividamento líquido como proporção do patrimônio líquido subiu de 58,6% para 87,2%. Além disso, houve ampliação da participação de empréstimos de curto prazo no passivo total.

Nesse cenário, as firmas adotaram uma estratégia patrimonial defensiva, caminharam na direção de uma menor alocação de capital em inversões de longo prazo, especialmente ativos imobilizados, e não abriram mão de manter um volume apreciável de aplicações financeiras e disponibilidades de caixa (Almeida et al., 2016; Corrêa et al., 2017).

Segundo Almeida et al. (2016), dois períodos podem ser definidos: *i*) entre 2010 e 2013, quando houve queda da participação dos ativos imobilizados no ativo total e a participação das aplicações financeiras e de caixa ficou em patamar elevado; *ii*) entre 2014 e 2015, quando houve ampliação da participação das aplicações financeiras e de caixa no ativo total, e a participação dos ativos imobilizados no ativo total se manteve estável. Além disso, destacam-se como os anos mais problemáticos o de 2013, com o agravamento da deterioração financeira das ENF's, e o de 2015, quando o processo de fragilização ganhou mais força.

Estudo recente do CEMEC (2018) também aponta para um processo de substituição de fontes de financiamento das firmas no Brasil que, segundo o BCB (2018), estaria sendo favorecido pela redução dos custos de captação de recursos no exterior e no mercado de capitais, em tendência de queda desde 2016. Segundo CEMEC (2018), desde 2012 o crédito bancário com recursos livres e o crédito direcionado do BNDES reduziram sua participação nas fontes de financiamento, ao passo que houve um aumento da participação de recursos em moeda estrangeira e de instrumentos de dívida corporativa.

No que tange às captações domésticas, entre 2011 e 2017, a ampliação do seu volume teve como componente principal as emissões de debêntures de empresas não financeiras (Gráfico 10), sendo que entre 2011 e setembro de 2018 a emissão de debêntures representou 75% do volume de emissões totais. No entanto, quase dois terços concentraram-se em apenas seis setores. Além disso, entre 2012 e 2018, mais de 70% dos recursos captados com a emissão de debêntures foram destinados ao refinanciamento do passivo, capital de giro e recompra/resgate de debêntures de emissão anterior, restando menos de 30% para o financiamento de investimentos (CEMEC, 2018; Magalhães; Borça Junior, 2019).

Em relação aos recursos em moeda estrangeira, entre 2012 e 2018, sua principal parcela foram os empréstimos intercompanhia, entre 60% e 70%. Em 2017 quase a metade desses recursos estava concentrada em apenas três setores - derivados de petróleo e biocombustíveis, veículos e produtos químicos. A participação dos empréstimos do exterior representou cerca de um quarto dos recursos em moeda estrangeira no período, e foram obtidos principalmente de organismos multilaterais, agências, operações de comércio intermediadas por bancos e empréstimos diretos. Já a participação dos títulos de terceiros é pequena, ficando entre 1,1% e 6% entre 2013 e 2018 (Magalhães; Borça Junior, 2019). Por fim, Magalhães e Borça Junior (2019, p. 35) argumentam que parte do crescimento verificado nas captações de recursos em moeda estrangeira entre 2013 e 2018 foi influenciada pelo efeito da desvalorização do real na conversão dos recursos em moeda nacional.

A próxima seção contém o núcleo principal do artigo, onde se procede à decomposição e análise da estrutura de capital para uma amostra de ENF's de capital aberto que atuam no Brasil.

3 Estrutura de capital das ENF's de capital aberto no Brasil no período de 2009 a 2017

Esta seção se dedica à identificação da estrutura de capital vigente entre 2009 e 2017, dividida em duas partes. Na primeira é apresentada a metodologia adotada no levantamento dos dados e na decomposição da estrutura de capital; e na segunda são discutidos os resultados apurados.

Conforme já destacado, essa periodização se justifica em virtude da ausência de trabalhos que explorem o tema para o período selecionado. Ademais, esse intervalo cobre distintas conjunturas econômicas e diferentes fases do ciclo de crédito no Brasil, permitindo observar seus efeitos sobre o financiamento das empresas.

3.1 Metodologia de levantamento dos dados e de decomposição da estrutura de capital

Os dados utilizados foram coletados na base Econômica e se referem às informações financeiras de companhias de capital aberto com registro na BM&FBOVESPA. No total, a amostra contou com 121 empresas registradas em 6 setores não financeiros, com 28 subsetores^{5/6}. A partir do trabalho de Almeida, Novais e Rocha (2016), os subsetores foram classificados em 4 macrossetores: *i*) Agropecuária: 3 firmas; *ii*) Comércio: 16; *iii*) Indústria: 54; e *iv*) Serviços: 48 (Tabela 2).

A fim de controlar os efeitos meramente monetários, os dados foram deflacionados usando o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Ampliado)⁷, o ano base foi 2009.

A metodologia utilizada tem como referência o trabalho de Moreira e Puga (2000) que, por sua vez, se baseia na proposta original de Singh e Hamid (1992)⁸. De acordo com ela, o crescimento de uma firma corresponde à variação do seu capital de LP (longo prazo)⁹. O capital de LP em um exercício é a diferença entre o ativo total e o passivo circulante (passivo de curto prazo) – ambos apurados ao final do exercício e divulgados no Balanço Patrimonial – (Equação 1). Dessa forma, a variação do capital de LP apurada em um exercício é a diferença entre o capital de LP do exercício e o capital de LP do exercício anterior.

(5) De acordo com a classificação BM&FBOVESPA. Segundo seu sítio na internet, a classificação setorial considera, principalmente, os tipos e os usos dos produtos ou serviços desenvolvidos pelas empresas, classificando-as no setor que corresponde aos produtos ou serviços que mais contribuem para a formação das suas receitas. Os critérios de classificação estão disponíveis em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/acoes/criterio-de-classificacao/. Acesso em: 5 out. 2018.

(6) Inicialmente foram coletadas informações de 229 ENF's. Em seguida, foram desconsideradas as empresas que não apresentaram dados ou que apresentaram série de dados incompleta e as empresas com variação negativa do capital de longo prazo no período. Na sequência, foram excluídos da amostra os setores de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, Telecomunicações, e Tecnologia da Informação, que contavam com um número demasiadamente pequeno de observações.

(7) Fonte: IPEA-DATA.

(8) O trabalho de Almeida et al. (2013), discutido na seção 3.1, também se baseia na metodologia de Singh e Hamid (1992). No entanto, calcula a participação do financiamento externo por meio de ações a partir do somatório da oferta primária de novas ações e do aporte de recursos dos sócios, e não como um resíduo, tal como em Moreira e Puga (2000).

(9) O prazo está relacionado com o horizonte contábil: curto prazo refere-se às operações efetivadas em até 12 meses do exercício social (ano civil), enquanto o longo prazo compreende as operações realizadas num período superior a 12 meses.

$$\text{Capital de LP}_t = \text{Ativo Total}_t - \text{Passivo Circulante}_t \quad (1)$$

Além disso, a metodologia considera que as firmas obtêm os recursos para o seu crescimento por meio de três fontes:

i) Financiamento interno: corresponde à parcela de recursos próprios, ou seja, dos lucros retidos, que foi calculada como a diferença entre o lucro líquido do exercício – divulgado na Demonstração do Resultado do Exercício – e os proventos pagos no exercício – divulgado no Fluxo de Caixa – (Equações 2 e 2.1, respectivamente). Os proventos, por sua vez, são a soma dos dividendos distribuídos e do juro sobre capital próprio pago, ambos no exercício e divulgados no Fluxo de Caixa (Equação 2.2);

ii) Financiamento externo (dívida): corresponde à parcela de recursos de terceiros obtida por meio da contração de dívida de longo prazo, que foi calculada como a variação do passivo não circulante (passivo de longo prazo) (Equação 3); e

iii) Financiamento externo (ações): corresponde à parcela de recursos de terceiros obtida por meio da emissão de ações, calculada como a diferença entre as duas fontes de financiamento anteriores (Equação 4).

A participação de cada uma dessas fontes é calculada sobre a variação do capital de LP.

$$\text{Financiamento Interno}_t = \frac{\text{Lucro Retido}_t}{\Delta \text{Capital de LP}_t} \quad (2)$$

$$\text{Lucro Retido}_t = \text{Lucro Líquido}_t - \text{Proventos}_t \quad (2.1)$$

$$\text{Proventos}_t = \text{Dividendos}_t + \text{Juros sobre o capital próprio}_t \quad (2.2)$$

$$\text{Financiamento Externo (Dívidas)}_t = \frac{\Delta \text{Passivo de LP}_t}{\Delta \text{Capital de LP}_t} \quad (3)$$

$$\text{Financiamento Externo (Ações)}_t = 1 - \text{Equação 2} - \text{Equação 3} \quad (4)$$

Algumas considerações metodológicas são necessárias. A variação da composição da dívida – CP e LP – influencia no resultado. Uma ampliação da dívida de LP em detrimento da redução da dívida de CP, em outras palavras, mera substituição de dívida curta por dívida longa, é captada como uma ampliação do capital de LP e, portanto, como crescimento da firma. Nesse caso, a participação do financiamento interno será subestimada. No caso oposto, a participação será superestimada. Com relação à participação do endividamento, a substituição da dívida não exercerá impacto sobre o seu resultado, uma vez que também será captada pela variação do capital de longo prazo. Por outro lado, a variação do passivo de longo prazo capta qualquer mudança na dívida de longo prazo. Isto significa dizer que dívidas de longo prazo emitidas no mercado de ações que sejam classificadas no passivo como, por exemplo, as debêntures, influenciarão a participação da dívida no financiamento. Em ambos os casos, o resultado da participação do financiamento por meio de ações também será afetado.

Tabela 2
Composição da amostra por setor e macrossetor

Setor	Nº	Setor	Nº			
Macrossetor	Subsetor	Firmas	Macrossetor	Subsetor	Firmas	
<i>1. Bens Industriais</i>			27	<i>2. Consumo Cíclico</i>		30
Comércio	Comércio	1	Comércio	Comércio	8	
	Material de transporte	6		Construção civil	9	
Indústria	Máquinas e equipamentos	4	Indústria	Tecidos, vestuário e calçados	7	
	Construção e engenharia	3		Automóveis e motocicletas	2	
Serviços	Transporte	10	Serviços	Diversos	3	
	Serviços	3		Mídia	1	
<i>3. Consumo Não Cíclico</i>			14	<i>4. Materiais Básicos</i>		11
Agropecuária	Agropecuária	3		Madeira e papel	6	
	Comércio e distribuição	1		Químicos	2	
	Alimentos processados	8	Indústria	Siderurgia e metalurgia	2	
Comércio	Bebidas	1		Mineração	1	
	Produtos de uso pessoal e de limpeza	1				
<i>5. Saúde</i>			9	<i>6. Utilidade Pública</i>		30
Comércio	Comércio e distribuição	4	Comércio	Gás	2	
	Equipamentos	1		Energia elétrica	25	
Indústria	Medicamentos e outros produtos	1	Serviços	Água e saneamento	3	
Serviços	Serviços médico-hospitalares, análises e diagnósticos	3				
<i>Total de firmas</i>			121			

Fonte: BM&FBOVESPA. Elaboração dos autores.

A estrutura de capital anual se refere à média aparada da estrutura de capital anual apurada para cada firma individualmente. A estrutura de capital para um intervalo se refere à média dos resultados anuais apurados. A seleção dos resultados para o cálculo da média aparada em cada ano foi realizada por meio do número de desvios padrão, que considerou como resultados *outliers* aqueles que estavam além de dois desvios padrão para mais ou para menos da média de uma fonte de financiamento. A firma com resultado *outlier* em uma fonte de financiamento em determinado ano foi excluída da amostra naquele ano¹⁰, visando dar consistência ao resultado.

3.2 Discussão dos resultados

Inicialmente, cabe ressaltar que a comparação dos resultados encontrados com os de trabalhos anteriores sobre o Brasil é um exercício que exige cuidado. Primeiro, porque os períodos analisados não são os mesmos e, portanto, estão sujeitos a conjunturas econômicas distintas. Segundo, porque o

(10) Como resultado, o tamanho da amostra sofreu pequena variação a cada ano.

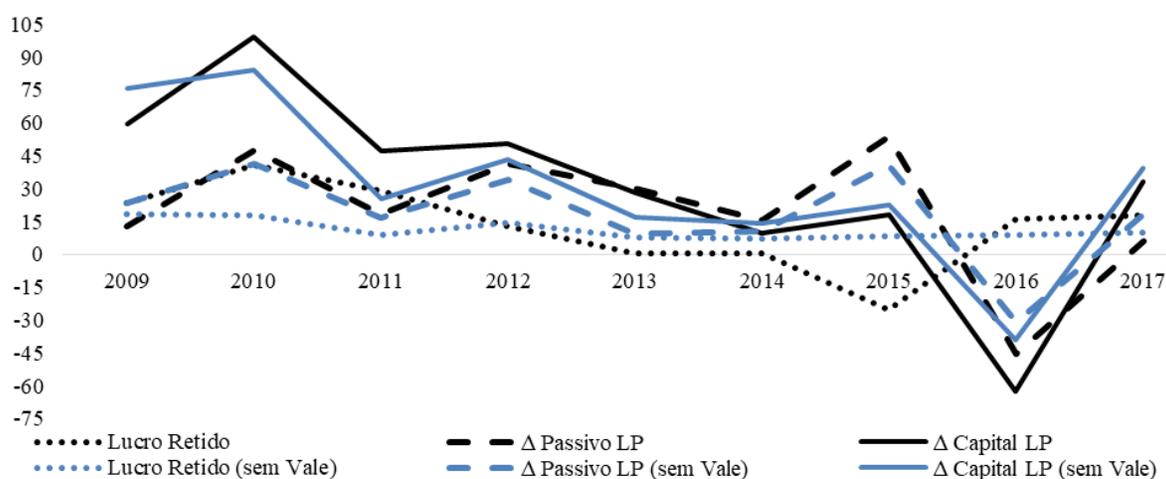
tamanho e a natureza das amostras diferem. Além disso, sua generalização para o restante da economia deve considerar as características da amostra e as limitações metodológicas. Tendo isso em vista, buscaremos realizar algumas inferências acerca das principais tendências identificadas.

O comportamento das três variáveis que compõem o cálculo da participação das fontes de recursos para financiar o crescimento das firmas foi de queda a partir de 2010¹¹ (Gráfico 7). Por se tratar de valores absolutos, optou-se por apresentar as variáveis com e sem a empresa “Vale”, uma vez que o seu tamanho é muito superior às demais (seu ativo total em 2017 foi três vezes superior ao maior ativo total da amostra), o que poderia comprometer a análise.

O movimento descendente da Δ Capital LP (variação do capital de longo prazo) exibe uma desaceleração do crescimento das ENF's entre 2010 e 2015, um encolhimento em 2016 e leve recuperação em 2017. A Δ Passivo LP (variação do passivo de longo prazo) foi positiva durante o intervalo, exceto em 2016.

Gráfico 7

Lucro retido, variação do passivo de longo prazo e variação do capital de longo prazo – (em milhões de reais, 2009-2017)



Fonte: Economática. Elaboração dos autores.

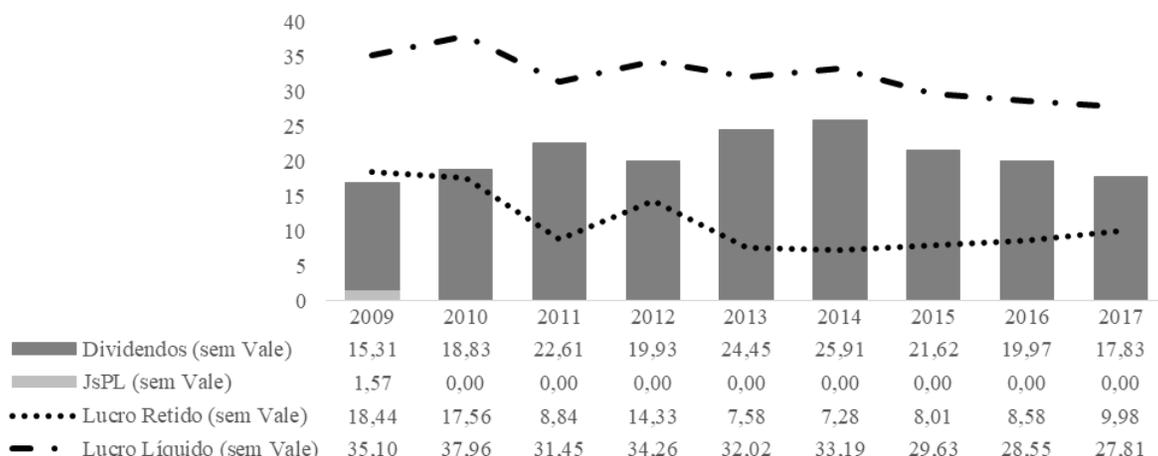
O lucro retido apresentou uma mudança considerável com a retirada da “Vale”, por isso sua análise é feita para os dados sem esta empresa. O lucro retido sofreu queda de aproximadamente 60% entre 2009 e 2014, saindo de R\$ 18,44 milhões para R\$ 7,28 milhões. O período mais crítico ocorreu a partir de 2013. Entre 2015 e 2017 houve uma ligeira recuperação, mas em patamar muito inferior ao de 2009. Esse resultado pode ser atribuído principalmente ao aumento da distribuição de dividendos, ante a pequena queda do lucro líquido e a estabilidade do pagamento de JsPL (juro sobre o patrimônio líquido) (Gráfico 8).

Com relação à distribuição de dividendos, esses resultados apontam para uma certa resistência na sua redução, mesmo diante da reversão econômica e financeira experimentada no período.

(11) Os valores das variáveis apresentados nos Gráficos 1 a 3 se referem a valores agregados (somatório) de toda a amostra, enquanto o cálculo das participações das fontes de recursos não foi ponderado, conforme apresentado na seção 3.1.

Gráfico 8

Lucro retido, lucro líquido, dividendos e juros sobre o patrimônio líquido – (em milhões de reais, 2009-2017)

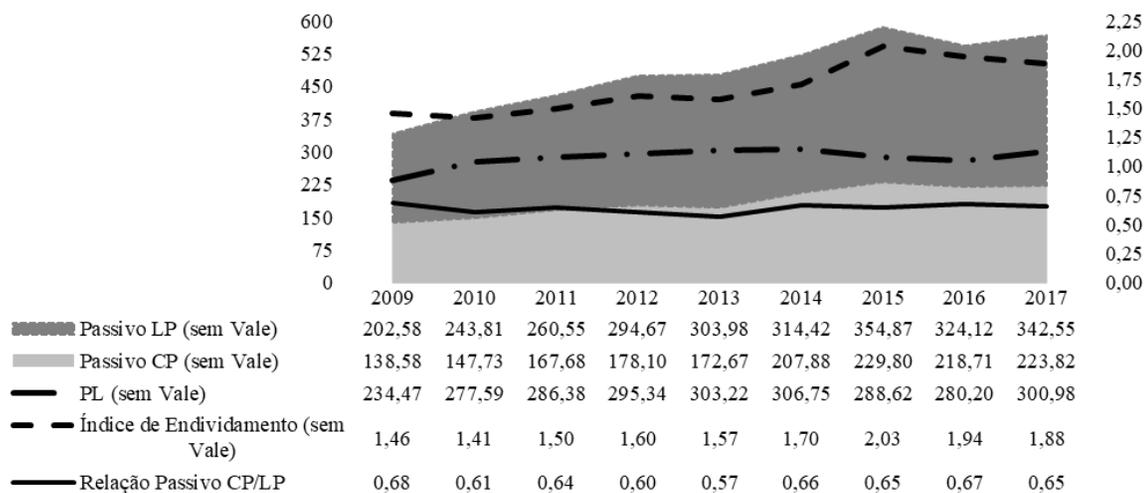


Fonte: Economática. Elaboração dos autores.

Entre 2009 e 2015, o endividamento total (sem Vale), que é a soma da dívida de curto e de longo prazo, das ENF's analisadas quase dobrou, indo de 341,16 para 584,67 milhões de reais (71% de aumento) (Gráfico 9, eixo esquerdo), e se estabilizou no biênio 2016-2017. Por outro lado, a relação entre a dívida de curto prazo e a dívida de LP (Relação Passivo CP/LP) sugere que houve alongamento no seu prazo de vencimento entre 2009 e 2013 e encurtamento no seu prazo entre 2014 e 2017 (Gráfico 9, eixo direito).

Gráfico 9

Indicadores do Passivo – (em milhões de reais, 2009-2017)



Fonte: Economática. Elaboração dos autores.

O movimento de ampliação e redução do endividamento total dessas firmas coincide com os períodos de aumento e retração da oferta de crédito corporativo no país, com forte atuação do BNDES. A mudança na composição da dívida – curto e longo prazo – por sua vez, reforça a importância do

Banco para a oferta de crédito de longo prazo no mercado nacional, já que a substituição das fontes de financiamento das firmas para o mercado de capitais e recursos internacionais concorreu para o encurtamento do prazo de vencimento da sua dívida.

O patrimônio líquido, que representa a parcela de capital próprio das firmas, se elevou entre 2009 e 2014. No biênio seguinte, 2015-2016, ele reduziu-se e recuperou-se em 2017 (Gráfico 9, eixo esquerdo). Haja vista o comportamento do lucro retido apresentado acima, as causas das mudanças no PL nesse período para as firmas analisadas exigem maior investigação.

Dessa maneira, o índice de endividamento, que relaciona o capital de terceiros (endividamento total) ao capital próprio, foi crescente entre 2009 e 2015, saindo de 1,46 para 2,03. No biênio seguinte (2016-2017), o índice de endividamento caiu, como resultado da redução do endividamento total das ENF's e, principalmente, do aumento do patrimônio líquido, atingindo 1,88.

Esses resultados vão ao encontro do estudo de Almeida et al. (2016) que aponta para o aumento do endividamento, queda da rentabilidade e deterioração financeira das ENF's.

Passamos à discussão das estimativas do padrão de financiamento verificado entre 2009 e 2017. A Tabela 3 apresenta a estrutura de capital anual e a média para períodos selecionados.

Os resultados mostraram a predominância dos fundos de terceiros (financiamento externo) para o financiamento da ampliação do capital de LP ao longo de todo o período. Para o conjunto destas empresas, esta fonte de recursos contribuiu com 75%, em média, ante 25% dos recursos próprios. A principal parcela dos fundos de terceiros foi oriunda de endividamento, que correspondeu, em média, a 60% do financiamento da variação do capital de LP. O mercado de ações contribui com 15%, em média. Neste intervalo, essas participações sofreram variações que carecem de comentários adicionais.

Tabela 3
Estrutura de capital: resultado anual e para períodos selecionados (2009-2017, em %)

Período	Financiamento				
	Total (a+b)	Interno (a)	Externo (b)	Dívidas	Ações
Participação no total (%)					
2009	100	15	85	58	27
2010	100	24	76	56	20
2011	100	17	83	67	16
2012	100	42	58	62	(04)
2013	100	10	90	69	21
2014	100	34	66	48	18
2015	100	36	64	44	20
2016	100	25	75	60	15
2017	100	22	78	77	01
2009-2017	100	25	75	60	15
2009-2013	100	21	79	63	16
2014-2017	100	30	70	57	13
2010-2012	100	18	82	62	20

Fonte: Economática. Elaboração dos autores.

Quanto às dívidas, o movimento de ampliação da sua participação percebido até 2013 ocorreu simultaneamente à perda da capacidade de autofinanciamento das firmas, como resultado da queda dos lucros retidos e da ampliação da oferta de crédito no mercado doméstico, que permitiu prolongar o crescimento dessas firmas, ambos contribuindo para ampliação do seu endividamento. No mesmo período, as variações no capital de longo prazo parecem exercer um efeito maior na participação do financiamento por meio de recursos próprios do que o próprio lucro retido. Em 2011 e 2013, por exemplo, quando o lucro retido é semelhante, as participações são bem distintas, 17% e 10%, respectivamente. Já em 2012, quando o lucro retido é menor que em 2009, a participação do autofinanciamento atingiu 42%. Também vale destacar que, devido às limitações metodológicas discutidas anteriormente, o alongamento da dívida entre 2009 e 2013 sugere que a participação do autofinanciamento foi superior à apresentada para o período. Em relação às ações, sua participação caiu no período, o que se explica por tratar-se de um resíduo. Pela mesma razão, o valor entre parênteses em 2012 indica que os recursos próprios e/ou endividamento foram superiores à ampliação do capital de LP, o que pode ter ocorrido em virtude da substituição de dívida de curto prazo por dívida de longo prazo neste ano.

Entre 2014 e 2017, apesar da permanência do baixo nível de lucros retidos, a desaceleração do crescimento das firmas contribuiu para a ampliação da participação do autofinanciamento, o que explica o seu aumento. Quanto à queda da participação das dívidas no financiamento em 2014 e 2015, mesmo havendo ampliação do endividamento total das firmas, parece ser resultado do aumento da parcela de curto prazo das dívidas. E, no caso das ENF's analisadas, para as quais foi verificado crescimento do capital de longo prazo – ainda que pequeno – neste biênio, a queda da participação dos recursos de terceiros ocorreu num contexto de redução do volume de desembolsos pelo BNDES e de retração das emissões domésticas no biênio. Já para 2016-2017, foi verificado aumento da participação das dívidas no financiamento mesmo havendo redução do endividamento total das firmas. Em 2016, o aumento da participação das dívidas pode ser atribuído, parcialmente, à ampliação da sua parcela de longo prazo, em substituição à de curto prazo. No entanto, há razões para acreditar que sua ampliação pode ser atribuída principalmente a fatores metodológicos. Dado o cenário do mercado de crédito e de capital no Brasil, a ampliação da participação das dívidas em 2016 pode ser atribuída à maior queda do financiamento de longo prazo em relação ao capital do longo prazo, enquanto em 2017 sua ampliação poderia ser atribuída a um aumento da emissão de debêntures com vencimento de longo prazo registrada no passivo dessas firmas, o que também ajudaria a explicar a queda da participação do mercado de capitais no financiamento neste ano.

De acordo com os resultados, portanto, para o primeiro intervalo (2009-2013) a participação média do autofinanciamento foi de 22%, inferior à participação média dos recursos de terceiros de 78%. Desses, contribuíram 63% as dívidas e 16% as ações, em média. Para o segundo intervalo (2014-2017) a participação média do autofinanciamento foi de 29%, permanecendo inferior à participação média dos recursos de terceiros de 71%, sendo 57% as dívidas e 13% as ações, em média.

Numa tentativa de estabelecer similaridades com as estruturas de capital identificadas para o período mais recente na economia brasileira, no imediato triênio após a crise financeira (2009-2011), verificou-se que o autofinanciamento participou da variação do capital de LP com uma parcela de 19%, em média, ante 61% de endividamento e 20% das ações. Em linhas gerais, apesar das amostras serem distintas, esta estrutura de capital segue o padrão daquela vigente em 2008, para grandes empresas industriais, identificada no trabalho de Almeida et al. (2013). Outro exercício possível é considerar o triênio 2010-2012. Nesse caso, a participação média do endividamento foi de 62%, enquanto a participação do autofinanciamento foi de 28% e a das ações foi de 20%. Novamente, a

estrutura de capital identificada se assemelha àquela esperada pelas grandes empresas industriais entrevistadas por Almeida et al. (2013) para o mesmo período.

A Tabela 4 apresenta a estrutura de capital média para o período de 2009 a 2017, por setor, macrossetor e por faixa de ativo. Os setores e macrossetores foram apresentados em ordem crescente de participação de recursos internos.

Partindo destas perspectivas, também pode-se afirmar que os recursos de terceiros foram mais importantes que os recursos próprios para as firmas neste intervalo, à exceção do setor de consumo cíclico e da faixa de menor ativo total. Especificamente, os setores de maior destaque no endividamento foram os de bens industriais (91%), que é composto majoritariamente por empresas de serviços de transporte (10) e indústria de material de transporte (6); utilidade pública (65%), composto basicamente por empresas de serviços de energia elétrica (25); e materiais básicos (67%), sendo as mais importantes as indústrias de madeira, papel e celulose (6). Este último setor também apresentou, em média, a participação mais alta nas ações (39%)¹². Dada a participação média das dívidas na estrutura de capital das empresas que compõem tais setores, uma questão relevante, embora fora do escopo este trabalho, refere-se aos impactos da reversão do ciclo de crédito corporativo no investimento de setores mais dependentes de financiamento de longo prazo, como é o caso dos supramencionados.

Tabela 4
Estrutura de capital por setor, macrossetor e faixa de ativo (2009-2017)

Setor	Nº Firms	Financiamento				
		Total (a+b)	Interno (a)	Externo (b)	Dívidas	Ações
Participação no total (%)						
<i>Setores</i>						
Materiais básicos	11	100	(06)	106	67	39
Bens industriais	27	100	03	97	91	06
Utilidade pública	30	100	24	76	65	11
Consumo não cíclico	14	100	27	73	55	18
Saúde	9	100	36	64	46	18
Consumo cíclico	30	100	66	34	37	(03)
<i>Macrossetores</i>						
Agropecuária	03	100	20	80	52	28
Serviços	48	100	20	80	62	18
Indústria	54	100	38	62	52	10
Comércio	16	100	41	59	52	06
<i>Faixa de ativo total (em 2017, em milhões de reais)</i>						
12.503 - 921.762	30	100	85	15	30	(15)
944.054 - 3.249.029	30	100	22	78	59	19
3.498.449 - 8.583.978	30	100	16	84	81	03
8.784.250 - 201.371.210	31	100	08	92	71	21

Fonte: Economática. Elaboração dos autores.

(12) No caso do setor de materiais básicos, a participação negativa dos recursos próprios sugere que as empresas do setor apuraram um prejuízo.

Considerando os macrossetores, a participação do endividamento foi de 52%, com exceção de Serviços, onde atingiu 62% na média do período 2009-2017. O autofinanciamento foi mais importante, em média, entre as empresas do comércio (41%), composto principalmente por empresas nos segmentos de comércio e distribuição de medicamentos (4) e comércio de tecidos, vestuário e calçados (4); e da indústria (38%), em que preponderam empresas nos segmentos de construção civil e engenharia (12), alimentos processados (8), e tecidos, vestuário e calçados (7). No tocante às ações, a maior cifra foi observada na agropecuária (28%).

A análise desse conjunto de dados mostra uma situação bastante heterogênea de acesso a recursos de terceiros entre os setores e macrossetores e, igualmente importante, uma relação positiva entre o tamanho dos ativos e a participação dos recursos de terceiros no financiamento, haja vista que maiores participações foram sendo verificadas quanto maior a faixa de ativos totais dessas firmas. Esse último resultado sugere uma maior dificuldade das empresas menores em acessar recursos externos, sinal de que mesmo empresas que se situam nesse seletivo grupo de empresas de capital aberto encontram algum tipo de obstáculo para acessar fontes externas de financiamento.

Considerações finais

Este trabalho analisou a estrutura de capital de 121 empresas não-financeiras que atuam no Brasil, para o período de 2009 a 2017. Os resultados mostraram maior participação dos recursos de terceiros em relação aos recursos próprios em todos os anos analisados, sendo composto majoritariamente por dívidas. Além disso, a participação dos recursos de terceiros foi maior para firmas com maior ativo total.

A análise por intervalos revelou que houve uma queda da participação dos recursos de terceiros nos anos mais recentes (2014-2017) em relação à participação verificada entre 2009-2013, que se deveu à queda da participação do endividamento e da emissão de ações. Uma decomposição das contas do passivo permitiria uma análise mais detalhada acerca dos determinantes dessa variação, no entanto, é possível afirmar que a retração do crédito bancário a pessoas jurídicas está sendo absorvida em parte pelos recursos próprios, apesar de estudos recentes apontarem para ampliação da participação das debêntures e dos recursos captados no exterior no passivo das ENF's brasileiras.

Com relação ao endividamento, os resultados mostraram que ele quase dobrou entre 2009 e 2015 e caiu entre 2016 e 2017, simultaneamente à expansão e retração do mercado de crédito corporativo nacional. Além disso, até 2013 houve uma ampliação das dívidas de longo prazo no endividamento total, e desde 2014 a parcela de dívidas de curto prazo aumentou. O alongamento e encurtamento do vencimento das dívidas dessas empresas coincide com a ampliação e retração dos desembolsos do BNDES com a linha de financiamento BNDES Automático, oferecido pelo Banco por meio de operações de repasse às instituições financeiras credenciadas.

Acredita-se que as evidências encontradas corroboram a hipótese assumida, permitindo afirmar que a melhora no perfil de vencimento das dívidas e a maior participação dos recursos de terceiros no financiamento das empresas analisadas neste período se deveram principalmente ao ciclo expansivo do mercado de crédito brasileiro, conduzido pelos bancos públicos e, em especial, pelo BNDES. Diante do contexto de reversão do ciclo de crédito no período recente, é razoável supor que

os recursos próprios poderão assumir maior importância no financiamento do crescimento destas firmas nos próximos anos.

Uma questão que merece maior investigação, mas que foge ao escopo deste trabalho, é a ampliação dos dividendos num período de queda nos lucros das empresas analisadas.

Por fim, acredita-se que este estudo contribui para melhorar a compreensão deste período da economia brasileira e que possa motivar novas pesquisas que explorem este tema a partir de outras perspectivas como, por exemplo, utilizando outras bases de dados e/ou amostras, ou investigando qual papel o BNDES poderá assumir num próximo ciclo de crescimento da economia brasileira.

Referências bibliográficas

ALMEIDA, J. S. G.; CINTRA, M. A. M.; JACOB, C. A.; NOVAIS, L. F.; FILLETI, J. P. Padrões de financiamento das empresas: a experiência brasileira. In: CINTRA, M. A. M.; SILVA FILHO, E. B. (Org.). *Financiamento das corporações: perspectivas do desenvolvimento brasileiro*. Brasília: IPEA, p. 15-68, 2013.

ALMEIDA, J. S. G.; NOVAIS, L. F.; ROCHA, M. A. *A fragilização financeira das empresas não financeiras no Brasil pós-crise*. Campinas: IE/Unicamp, 2016. (Texto para discussão).

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Sistema Gerenciados de Séries Temporais*. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em: 7 maio 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Relatório de inflação*. Brasília, v. 20, n. 3, set. 2018.

BNDES. *Balço da atuação do BNDES*. Brasília, nov. 2018a.

BNDES. *Notas para a imprensa*. Brasília, dez. 2018b.

CEMEC. *Endividamento das empresas brasileiras: metade das empresas não gera caixa para cobrir despesas financeiras em 2015/2016*. Instituto IBMEC Mercados de Capitais, ago. 2016. (Nota Cemec, n. 6).

CEMEC. *Mercado de capitais aumenta sua participação no financiamento das empresas*. Instituto IBMEC Mercados de Capitais, set. 2018. (Nota Cemec, n. 7).

CORRÊA, M. F., LEMOS, P. M., FEIJO, C. Financeirização, empresas não financeiras e o ciclo econômico recente da economia brasileira. *Economia e Sociedade*. Campinas, v. 26, n. Especial, p. 1127-1148, dez. 2017.

FERREIRA, L. de S.; BRASIL, H. G. Estrutura de capital: um teste preliminar da “Pecking Order Hypothesis”. In: ENCONTRO DA ANPAD, 21. Rio de Janeiro, 1997. *Anais...*

GRANER, F.; PUPO, F. Fazenda quer R\$ 271 bi do BNDES até 2022. *Valor Econômico*, 2019. Acesso em: 8 maio 2019.

KEYNES, J. M. A teoria ex ante da taxa de juros. In: CLÁSSICOS de literatura econômica: textos selecionados de macroeconomia. 3. ed. Brasília: Ipea, 2010, p. 85-96.

LUNDBERG, E. L. *Bancos oficiais e crédito direcionado – o que diferencia o mercado de crédito brasileiro?* Brasília: BCB, 2011. (Texto para Discussão, n. 258).

MAGALHÃES, L.; BORÇA JUNIOR, G. *Financiamento amplo às empresas: crédito bancário, mercado de capitais e setor externo.* Rio de Janeiro: BNDES, 2019. (Texto para Discussão, n. 137).

MOREIRA, M. M.; PUGA, F. P. *Como a indústria financia o seu crescimento: uma análise do Brasil pós-Plano Real.* Rio de Janeiro: BNDES, 2000. (Texto para Discussão, n. 84).

OLIVEIRA, F. N.; OLIVEIRA, P. G. M. An empirical analysis of the financing policies adopted by Brazilian public companies. *Revista Brasileira de Finanças*, Rio de Janeiro, v. 7, n. 4, 2009.

RITTNER, D. Colaboradores falam até em extinção gradual do BNDES. *Valor Econômico*, 2018. Acesso em: 7 maio 2019.

RODRIGUES JÚNIOR, W.; MELO, G. M. *Padrão de financiamento das empresas privadas no Brasil.* Brasília: Ipea, 1999. (Texto para Discussão, n. 653).

ROGERS, D., SILVA, W. M., NEDER, H. D., SILVA, P. R. Credit rating and capital structure: evidence from Latin America. *Revista Brasileira de Finanças*, Rio de Janeiro, v. 11, n. 3, 2013.

SAFATLE, C. Foco do BNDES será em infraestrutura. *Valor Econômico*, 2019. Acesso em: 7 maio 2019.

SANT'ANNA, A. A.; BORÇA JUNIOR, G. R.; ARAUJO, P. Q. Mercado de crédito no Brasil: evolução recente e o papel do BNDES (2004-2008). In: FERREIRA, F. M. R.; MEIRELLES, B. B. (Org.). *Ensaio sobre economia financeira.* Rio de Janeiro: BNDES, 2009, p. 151-172.

SINGH, A.; HAMID, J. *Corporate financial structures in developing countries.* Washington, DC: International Finance Corporation, 1992. (Technical Paper, n. 1).

SOBRINHO, L. R. B.; SHENG, H. H., LORA, M. I. Country factors and dynamic capital structure in Latin American firms. *Revista Brasileira de Finanças*, Rio de Janeiro, v. 10, n. 2, 2012.

TYMOIGNE, E.; WRAY, L. R. *The rise and fall of money manager capitalism.* 1. ed. London and New York: Routledge, 2014.