

ANÁLISE DESCRITIVA E COMPARATIVA DAS POLÍTICAS DE FINANCIAMENTO DE DUAS EMPRESAS DE GRANDE PORTE DO SETOR DE COMÉRCIO VAREJISTA NO BRASIL

Luiz Carlos dos Santos¹

Rua Silveira Martins, 2555 - Cabula
CEP: 41150-000 Salvador/BA Brasil
Telefone: (71) 3875948
E-mail: icsantos@campus1.uneb.br

Ernani Viana Saraiva²

Rua Alvarenga Peixoto, 1270 - Santo Agostinho
CEP: 30180-121 Belo Horizonte/MG Brasil
Tel: (31) 32937020
E-mail: ernani@unihorizontes.br

Luiz Antônio de Carvalho Godinho³

Rua Curitiba, 832 - Centro -
CEP: 30170-120 Belo Horizonte/MG Brasil
Telefone: (31) 91124353
E-mail: lgodinho@acad.unibh.br

Jacqueline Mendes da Costa⁴

Avenida do Contorno, 9494 - Prado
CEP: 30110-130 Belo Horizonte/MG Brasil
Telefone: (31) 33379436
E-mail: mov.fhemig@mg.gov.br

¹ Universidade do Estado da Bahia - UNEB
Centro de Educação Técnica da Bahia
Departamento de Ciências Humanas - DCH
CEP: 41150-000 Salvador/BA Brasil

² Faculdade Novos Horizontes – FNH
CEP: 30180-121 Belo Horizonte/MG Brasil

³ Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG
Faculdade de Ciências Econômicas
Departamento de Ciências Administrativas
CEP: 30170-120 Belo Horizonte/MG Brasil

⁴ Fundação Hospitalar do Estado de Minas Gerais - FHEMIG
Hospital Maternidade Odete Valadares
Núcleo de Ensino e Pesquisa
CEP: 30110-130 Belo Horizonte/MG Brasil

Resumo:

A decisão sobre a estrutura de capitais a ser adotada pelas organizações para a consecução de suas estratégias reveste-se de máxima importância, pode sobrepujar outras decisões estratégicas e determinar vantagem competitiva entre empresas de um mesmo setor. Por isso mesmo é matéria controversa entre os teóricos, os quais admitem não haver ainda uma metodologia pronta, capaz de levar à confecção de modelos apropriados para os vários setores do comércio, indústria e serviços, ressaltadas as variações quanto aos portes das empresas e seus contextos de mercado (concorrência, legislação tributária, políticas monetárias dos governos, variedade e acesso aos mercados e agentes financeiros, por exemplo). Neste artigo, levanta-se as principais correntes teóricas acerca do assunto e, a partir de criteriosa escolha de duas empresas de um mesmo setor, busca-se descrever e comparar as fontes de financiamentos adotadas por cada uma, abrangendo cinco exercícios contábeis. Buscou-se identificar semelhanças e diferenças entre as estruturas de capitais das empresas, seus reflexos nas performances das mesmas e eventuais sinais de aderência às correntes teóricas existentes.

Palavras-chave: Fontes de financiamento, estruturas de capitais, estratégia.

INTRODUÇÃO

Para garantir a sustentabilidade e crescimento das organizações, os gestores têm de conjugar uma série de estratégias de maneira dinâmica e num contexto de incertezas e instabilidades. Tais estratégias envolvem decisões que abrangem diversas áreas da administração, dentre as quais destacam-se as decisões de ordem financeira, notadamente no que concerne às políticas de financiamento adotadas, as quais, por sua vez, chamam a atenção dos diversos agentes, internos e externos, que compõem o macroambiente em que se insere a organização, uma vez que, em grande medida, aponta o grau de saúde financeira da empresa, bem como seu potencial de alavancagem e crescimento, dentre outras sinalizações de crucial importância para a empresa e para o mercado em geral.

Para Filardo (1980:11), “O estudo das formas de relacionamento da empresa com os mercados financeiro e acionário caracteriza-se pela análise do papel que os recursos provenientes destes mercados têm no financiamento das despesas com investimentos, tanto em capital fixo como de giro, e, portanto, da possibilidade de ampliação das taxas de crescimento das empresas”. Para Ferreira (1999), há muito tempo os pesquisadores têm procurado desvendar os enigmas que envolvem a determinação das estruturas de capitais das empresas, sem, contudo, encontrarem consenso.

Segundo Ferreira (1999), em geral a teoria financeira reconhece três principais fontes de recursos: autofinanciamento (retenção de lucros), emissão de ações e endividamento. As duas primeiras constituindo-se em capitais próprios, enquanto as dívidas e emissão de títulos conversíveis, como debêntures, compõem o chamado capital de terceiros.

Com o presente trabalho visa-se a analisar o comportamento de duas empresas de grande porte do comércio varejista, “Lojas Americanas” e “Ponto Frio” – adiante mais bem caracterizadas – no tocante às suas estruturas de capitais. Tais empresas tiveram presença destacada dentre as “maiores e melhores” empresas, segundo publicação da revista Exame, edição 2002, estando entre as líderes do seu setor.

Buscar-se-á descrever as estruturas, destacando os principais indicadores das duas empresas, evidenciando eventuais semelhanças e diferenças entre as duas políticas e seus reflexos no desempenho geral das duas organizações. Além disso, procurar-se-á sinais que reforcem a teoria que sustenta uma tendência para a homogeneidade intersetorial, no que tange às estruturas de capitais. No bojo das análises, tenciona-se ainda, identificar eventuais aderências

entre o comportamento das duas empresas e as abordagens teóricas acerca da hierarquização das fontes de financiamento.

O objetivo é mostrar as influências possíveis das decisões financeiras, no âmbito das estratégias globais das empresas estruturadas, eventualmente cotejando tais decisões com os postulados teóricos existentes acerca do assunto e ampliando o leque de exemplos à disposição de estudiosos e executivos para exames críticos, discussões futuras e ampliação das pesquisas sobre o tema e suas derivações.

A primeira parte do trabalho constitui-se de rápida explicação sobre a metodologia de pesquisa utilizada, seguida de uma base teórica de suporte para o tema. Uma segunda parte cuidará da apresentação dos resultados das análises. Fechando o trabalho, tem-se algumas considerações à guisa de conclusão e apresentação do referencial teórico utilizado.

METODOLOGIA

Para atingir o objetivo do presente estudo, buscou-se comparar, a partir dos dados contábeis das empresas, as eventuais semelhanças e diferenças nas suas políticas de endividamento, haja vista que, em princípio, há sintomas de diferenças nas suas performances. Tais circunstâncias conduzem ao questionamento - objeto de nosso estudo -, se tais diferenças podem ter alguma ligação com suas políticas de captação de recursos financeiros nos mercados.

A principal fonte de dados para análises foram os balanços publicados pelas empresas no período entre 1997 e 2001, além de outras informações oriundas de documentos públicos das mesmas, sobre os quais se promoveu alguns cruzamentos possíveis. Procurou-se tratar os dados de forma a relativizar diferenças estruturais que pudessem distorcer as tabulações e os resultados.

DESENVOLVIMENTO

Entender a estrutura de capital das organizações tem sido objeto de diversos estudos. A partir da teoria da irrelevância de sua composição, proposta por Modigliani e Miller em 1958, outras idéias surgiram, introduzindo condições e variáveis não consideradas, além de alterações propostas pelos próprios autores a seu modelo inicial.

A teoria da irrelevância da estrutura de capital das organizações de Modigliani e Miller propõe que investimentos com expectativa de retorno não têm problemas de captação de recursos desde que se observem algumas condições:

- Estrutura de capital da organização sem restrição a uso de quaisquer fontes;

- Inexistência de assimetria de informações em qualquer nível entre credores e tomadores de empréstimos sobre a avaliação dos investimentos a que se originam;
- O grau de oferta de recursos no mercado seja infinitamente elástico;
- Que a emissão de ações seja cabível em termos de estrutura de mercado e comportamento dos proprietários com forma de captação.

Entretanto, autores como Koutsoyannis (1982) e Ross, Westerfield e Jafee (1995) teceram críticas ao modelo da irrelevância de capital, desde seus pressupostos, até o fato não se considerar os efeitos dos impostos, custos de falência e outros custos de agenciamento. Em 1963, Modigliani e Miller reconhecem que a dimensão do benefício do endividamento não havia sido corretamente considerada em seu artigo de 1958. Assim, propõem um novo modelo que destaca claramente o valor do benefício fiscal, comprovando em teoria que o valor de uma empresa é maximizado com o crescimento de seu grau de endividamento até à totalidade patrimonial.

Os autores tomaram a precaução de destacar que este limite teórico de 100% de endividamento não deve ser perseguido por ser inaplicável tanto em função da limitação natural imposta pelos credores aos níveis de endividamento como pela capacidade de endividamento precisar ser mantida como uma reserva financeira.

Mesmo a teoria corrigida de Modigliani e Miller recebe críticas de autores como Kane, Marcus e McDonald (1984) e Koutsoyannis (1982), que destacam dentre outros fatos que a diferença de valor entre uma empresa que usa endividamento e outra que não o utiliza, só existe durante a utilização deste financiamento que não se pode afirmar se mantenha perpetuamente. Além disso, deve-se também levar em conta que, se um credor financia 100% de uma empresa, ele passa a ser seu proprietário, desconfigurando-se assim a figura do terceiro.

A influência dos benefícios fiscais revista por Modigliani e Miller, também foi fruto de estudos e aperfeiçoamento de alguns autores como Scott em 1976, Myers em 1977 e Deangelo e Masulis em 1980.

Em 1977, Myers propõe o modelo *Static Tradeoff* que leva em consideração os custos de dificuldade financeira além dos benefícios fiscais ao se buscar a estrutura de capital dita ótima para as organizações. No entanto, mesmo Myers em 1989, reconhece que sua teoria tem algumas limitações, como o fato de não conseguir explicar adequadamente a correlação entre a lucratividade e grau de alavancagem que se observa de maneira inversa.

Contrastando com os modelos financeiros existentes em suas tentativas de explicar o comportamento das empresas baseados na hipótese de que há um ponto ótimo de equilíbrio ou de maximização de valor ao se pensar na estrutura de capital das organizações e que este deve ser um objetivo a ser buscado, um estudo iniciado por Donaldson em 1961 propõe outro enfoque.

Ao invés de se pensar na composição estrutural da organização em termos de capital para se definir as fontes a serem priorizadas quando da busca de recursos para algum investimento, o estudo propõe que endividamentos são frutos de necessidades cumulativas e que o processo de escolha da origem de recursos para os mesmos se dá através de um critério de preferências ao estabelecer uma ordenação ou hierarquia seqüencial que seria:

- Capital próprio ou autofinanciamento seria a forma predileta de captação de recursos das organizações influenciando assim sua política de distribuição de dividendos e de retenção de lucros, no intuito de assegurar a disponibilização de recursos na empresa sempre por este meio;
- Redução de níveis de saldos em caixa ou de títulos negociáveis, no caso de insuficiência de cobertura pela primeira opção;
- Fontes externas de financiamento, novamente considerando-se uma hierarquização entre as possibilidades de fazê-lo onde prevalece o conceito de segurança. Assim, tem-se o endividamento como primeira opção de fonte externa, seguido de títulos como debêntures;
- Em último lugar, considera-se a emissão de ações como forma de captação de recursos.

Em 1961, Gordon Donaldson realizou um estudo comparativo entre empresas de diferentes setores com o objetivo de identificar os critérios de utilização de recursos de financiamento de investimento pelas mesmas. Ele observou que o comportamento das mesmas variava quando se comparava empresas de diferentes setores, mas que tendia a se homogeneizar quando as empresas pertenciam a um mesmo setor (Donaldson, 1961).

Esta tendência de homogeneidade no comportamento em termos de estruturas de financiamento também foi encontrada nos estudos realizados por ROSS, WESTERFIELD e JAFFE (1995) ao se comparar empresas do mesmo setor. Eles justificam este comportamento a partir da alegação de que o fato de a empresa permanecer em um determinado mercado é

indício de que suas práticas financeiras são adequadas e que isto tende a ser observado em outras empresas no mesmo setor.

Ferreira (1999: 69) confirma a plausibilidade da Hierarquia das Fontes ocorrer também na realidade brasileira não só pela dificuldade de acesso a recursos externos em função das condições estabelecidas para este acesso e pelos custos incorridos como também pela ausência de condições de cálculo dos custos de dificuldades financeiras em função da qualidade administrativa destas empresas.

Chirinko e Singha (1999) consideram que a principal variável que justifica a teoria da Hierarquia das Fontes é a assimetria de informações presente entre os gestores e os investidores externos da organização. O estudo de Myers e Majluf (1984) demonstra como esta assimetria leva as empresas a optarem pelo autofinanciamento, mesmo em condições propícias ao financiamento externo, que vem a ocorrer somente quando se esgotam as possibilidades de se autofinanciar e ainda existam necessidades financeiras. Estas necessidades serão supridas externamente observando-se preferencialmente a escolha pelo endividamento, sendo a emissão de ações adotada em último caso.

Shyam-Sunders e Myers (1999) realizam um teste empírico da teoria da Hierarquia das Fontes, observando que há sustentação para a mesma na observação realizada com 157 empresas norte-americanas no período de 1971 a 1989. Neste estudo, os autores comparam o modelo da Hierarquia das Fontes com o modelo do *Static Tradeoff*, encontrando evidências que favorecem o primeiro. Tais implicações foram baseadas na expectativa de que as emissões de débito pelas organizações poderiam ser explicadas a partir de suas necessidades financeiras.

Chirinko e Singha (1999:07) contra-argumentam que este teste não é suficiente para testar o modelo da Hierarquia das Fontes, sendo útil apenas para indicar o nível de resistência encontrada quando da escolha por emissão de ações pelas empresas.

Frank e Goyal (2002) também buscam evidências de sustentação para a teoria da Hierarquia das Fontes na investigação realizada no período entre 1971 e 1998. Em seu estudo, eles sugerem que a teoria da Hierarquia das Fontes se comprova empiricamente até pela suposição de que as empresas não costumam emitir ações após sua abertura de capital. No entanto, suas conclusões se contrapõem a esta sugestão pelo fato de o autofinanciamento não ser suficiente para cobrir os investimentos realizados de uma maneira geral. Num quadro de financiamento externo com alto grau de utilização, a investigação demonstra que não há grande prevalência

de endividamento sobre a emissão de ações. Assim, só se encontram evidências de sustentação à teoria da Hierarquia das Fontes quando a amostragem se faz em critérios mais estreitos como de análises setoriais, ao contrário de seu estudo que buscou abranger um número mais amplo de empresas.

Há estudos que propõem também que os sistemas financeiros das nações são também determinantes na formação de determinadas estruturas de capital das organizações ali estabelecidas, como o de Zysman (1983) que propõe três diferentes tipos de sistemas financeiros:

- Um primeiro tipo baseado em mercado de capitais com competição definida essencialmente pelo preço onde as relações financeiras são definidas por credores que maximizam seu retorno e minimizam o risco. Quando instituições financeiras, o fazem através de gestão de portfólios diversificados e quando investidores, pelo foco no retorno sobre dividendos. Percebe-se maior ocorrência de empréstimos de curto prazo. Zonenschain (2002) cita os Estados Unidos como exemplo.
- Um segundo tipo onde os preços básicos são definidos pela ação do governo. Há ocorrência de empréstimos de longo prazo e com maior grau de controle sobre as empresas exercido pelas instituições credoras em caso de dificuldades, ao contrário do modelo anterior que presencia evasão de credores no mesmo caso. Zonenschain (2002) cita a França e o Japão com contextos onde a atuação direta do governo ocorre neste sentido.
- O terceiro tipo segue as mesmas características básicas do segundo, com a diferença de que os preços passam a ser fixados não mais pelo governo e sim pelas instituições credoras. Zonenschain (2002) cita a Alemanha e a Suécia como locais onde as instituições cumprem este papel aliado aos governos locais.

No Brasil, podemos citar alguns autores que fizeram a discussão sobre estrutura do capital nas empresas, como Ferreira e Brasil (1997) que realizaram um estudo em empresas do setor de vestuário e indústria têxtil. Suas investigações confirmam a aplicabilidade do modelo da teoria da Hierarquia das Fontes, colocando em primeiro lugar na preferência dos gestores o autofinanciamento, depois o endividamento e emissão de ações por último.

Gomes e Leal (1999) realizaram um estudo entre as empresas de capital aberto no Brasil, cobrindo o período de 1995 até 1997 e confirmando a validade da Hierarquia das Fontes. Em seus estudos, os autores observam que, além da Hierarquia das Fontes, as teorias do Custo de

Insolvência, da Assimetria da Informação e dos Custos de Agência, são favorecidas ao se observar as variáveis de rentabilidade, composição de ativos e oportunidades de crescimento. Seus estudos indicam ser o principal determinante da estrutura de capital das empresas brasileiras o custo de agência presente na teoria da Hierarquia das Fontes e que reflete a assimetria de informação entre os gestores, acionistas e credores da organização.

Zonenschain (2002) realizou um estudo no sentido de identificar as estruturas de capital nas empresas brasileiras no período de 1989 até 1996, de modo a se identificar os padrões de financiamento adotados por estas empresas. Seu estudo detecta uma elevada participação do autofinanciamento na estrutura das empresas, o que em boa parte explicaria o porte reduzido destas empresas. A autora cita como principais dificuldades encontradas, o fato de não se conseguir controlar efeitos advindos principalmente da sonegação fiscal, das mudanças de legislação e da inflação sobre o comportamento financeiro das organizações. Aponta ainda o fato de as empresas de capital aberto não serem representativas do universo de empresas brasileiras, o que dificulta sobremaneira o estudo, já que as empresas de capital fechado não disponibilizam informações contábeis.

Em uma investigação realizada por Eid Junior (1996), em que não se considerou somente empresas de capital aberto, 35% da amostra era de empresas de capital fechado e 6% composto de associações, fundações e outros tipos, não houve comprovação da Hierarquia das Fontes. Nesta pesquisa aparece o capital de terceiros em primeiro lugar, seguido pelo capital próprio e pela retenção de lucros em último lugar. O estudo não aponta um modelo adequado para explicar este comportamento.

Após esta rápida revisitação aos postulados teóricos sobre o tema, têm-se, em seguida, as tabulações dos principais indicadores de utilização de recursos pelas empresas analisadas, acompanhadas de suas respectivas considerações. Em princípio, espera-se, por hipótese, que haja homogeneidade no comportamento, visto tratar-se de empresas de portes semelhantes, pertencentes a um mesmo setor, ocupando posições muito próximas no *ranking* da revista Exame “Melhores e Maiores”. Outra expectativa é checar se o desenho das estruturas, no caso específico desta pesquisa, se aproxima mais do modelo de Hierarquia das Fontes ou se encaixa melhor em outras abordagens e derivações.

APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

Caracterização das Empresas

Lojas Americanas. Sediada no Rio de Janeiro, essa rede se dedica ao comércio de varejo de produtos de consumo, através de três centros de distribuição e de 98 lojas espalhadas pelas principais capitais brasileiras e em diversas das maiores cidades do país. Em 1999, a companhia passou a oferecer mais um canal de vendas a seus clientes através da internet, incrementando assim suas operações. A empresa possui atualmente faturamento em torno de R\$ 1,7 bilhões. Segundo a revista Exame Maiores e Melhores 2002, as Lojas Americanas estão colocadas entre as 100 maiores empresas privadas por vendas do país – e entre as dez maiores do setor, fornecendo emprego para mais de 9.000 pessoas, além de recolher mais de US\$ 130 milhões em impostos sobre vendas. Seu controle acionário é brasileiro.

Ponto Frio. Fundada em 1946, no Rio de Janeiro, o Ponto Frio está presente em dez estados brasileiros com mais de 350 lojas. Nestes mais de 50 anos de atuação no mercado brasileiro comercializando produtos para o lar, a empresa também passou a atuar via comércio eletrônico a partir de 1997. Atualmente, a companhia apresenta um faturamento anual acima de R\$ 2,8 bilhões. De acordo com a mesma revista citada anteriormente, o Ponto Frio também está entre as 100 maiores empresas privadas do Brasil e entre as 10 maiores do setor em volume de vendas, empregando mais de 7.000 trabalhadores e recolhendo em torno de US\$ 230 milhões em impostos sobre vendas. Assim como as Lojas Americanas, também tem controle acionário brasileiro.

Análise dos Dados Levantados

1. Evolução do Capital Social e do Patrimônio Líquido (R\$ mil)

Tabela 1 - *Lojas Americanas*

	1997	1998	1999	2000	2001
Patrimônio Líquido	442.478	575.503	218.348	178.451	220.653
Capital Social	405.035	414.486	110.559	90.581	90.245

Tabela 2 - Ponto Frio

	1997	1998	1999	2000	2001
Patrimônio Líquido	433.927	454.388	479.676	520.122	547.217
Capital Social	178.500	179.471	259.471	259.471	259.471

Gráfico 1 - Evolução do Capital Social e do PL das Lojas Americanas

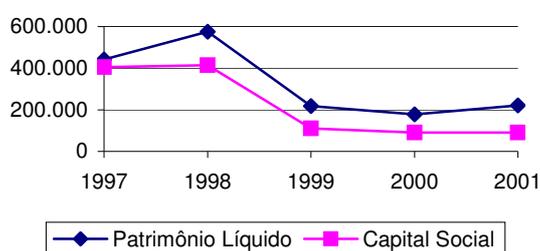
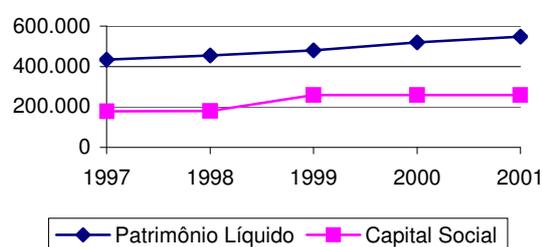


Gráfico 2 - Evolução do Capital Social e do PL do Ponto Frio



As tabelas 1 e 2 e os gráficos 1 e 2, acima, mostram a evolução do PL e do Capital Social das duas empresas. Estes dois indicadores traduzem, sob o aspecto patrimonial e de maneira mais global, o ciclo evolutivo das mesmas. Ao se colocar a linha da evolução do capital social ao lado da do PL, buscou-se duas evidências: 1) aferir, já de início, se estaria havendo aumento do capital social, indicando o uso das emissões de ações como forma de captação de recursos; e 2) o nível de participação de novas ações (aumento de capital) na evolução do Patrimônio Líquido das empresas.

Por este ângulo de análise, preliminarmente, nota-se que nenhuma das empresas adota a alternativa de emissão de novas ações como principal fonte de recursos, o que começa a sugerir uma aderência à teoria da hierarquia das fontes, além de caracterizar uma primeira impressão de homogeneidade intersetorial.

Registra-se uma redução atípica tanto no PL quanto no Capital Social das Lojas Americanas a partir de 1999. Os dados de balanço mostram que redução proporcionalmente semelhante aconteceu no ativo permanente da empresa no mesmo período. A explicação mais plausível para o fato é a possível saída de sócios, resgatando seus haveres na forma de ativos da empresa. Já no Ponto Frio, o último aumento de capital ocorreu em 1999, permanecendo

inalterado até 2001. A redução substancial do PL das Lojas Americanas e a estabilidade e ligeiro crescimento do Ponto Frio merecem nota porque servirão de base para alguns indicadores de mercado analisados mais adiante, os quais têm influência no chamado custo de financiamento pelas impressões que passam ao mercado.

2. Níveis e Perfis de Endividamento

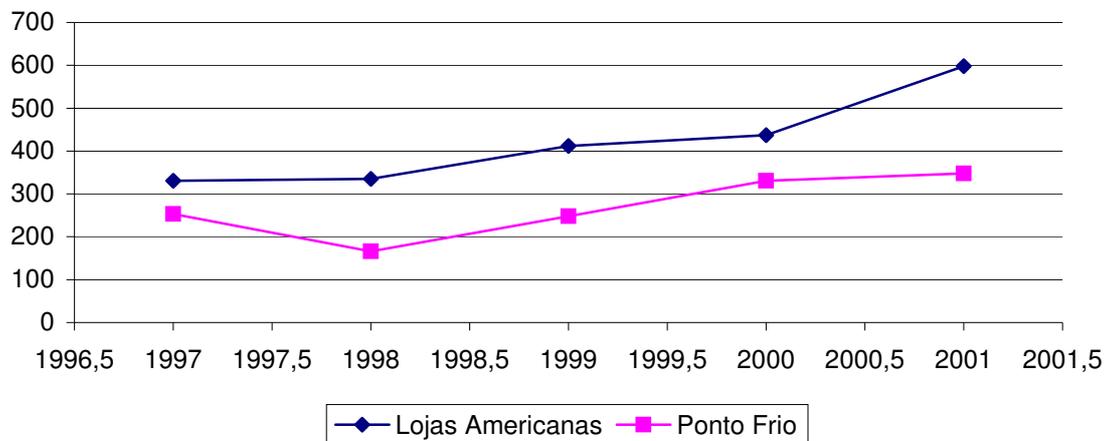
2.1. Dívida Financeira Total

Ambas as empresas apresentaram curvas ascendentes de endividamento. Proporcionalmente, as Lojas Americanas adotam postura de maior exposição aos capitais de terceiros, apresentando maiores ângulos de inclinação da curva. Apesar de deter maior participação de mercado e também não se valer de emissão de ações, o Ponto Frio é mais conservador na utilização de empréstimos, mantendo um comportamento bastante regular nesse quesito. Mais adiante se verá que, no Ponto Frio, o impacto do resultado financeiro sobre o lucro operacional bruto é muito superior àquele que seria ideal para se obter benefícios fiscais; e nas Lojas Americanas, eles não foram os principais responsáveis pelos resultados ruins apresentados em três dos cinco exercícios analisados. Isto sugere que tais decisões de endividamento têm pouco a ver com a busca de qualquer “estrutura ótima” de capital ou que, se houve tal busca, não teria sido motivada pelas compensações tributárias. A tabela 3 e o gráfico 3, abaixo, ilustram a situação das empresas.

Tabela 3 - Dívida Financeira Total (em milhões de Reais)

Ano	1997	1998	1999	2000	2001
Empresa					
Lojas Americanas	331	335	412	437	598
Ponto Frio	253	166	248	331	348

Gráfico 3 - Dívida Financeira Total (em milhões de Reais)



2.2. Perfil de Endividamento (Dívidas de Curto Prazo Sobre Dívidas Totais)

Neste quesito, as duas empresas adotam postura semelhantes e reforçam o postulado da homogeneização intersetorial. Os executivos financeiros de ambas as empresas privilegiam a liquidez, que, aliás, também aparece em destaque na edição da revista Exame “Maiores e Melhores”. A exceção mais gritante ocorreu no ano de 2000 quando o Ponto Frio valeu-se de recursos de curto prazo para amortizar dívidas. No ano seguinte, nova dívida de longo prazo foi contraída, reinjetando capital de giro e voltando aos patamares tradicionais. Este é um aspecto que chama atenção nas duas empresas, visto que, contrariando Ferreira (1999), em que pese serem empresas brasileiras, ambas têm acesso e vêm se valendo de empréstimos contraídos no mercado internacional, ou seja, conseguem recursos de longo prazo para financiarem inclusive capital de giro, apresentando índices de liquidez bastante confortáveis. Note-se que, no que tange à liquidez, o Ponto Frio volta a apresentar índices superiores às Lojas Americanas.

A seguir, as tabelas e os gráficos 4 e 5, apresentam o perfil do endividamento das duas empresas nos últimos cinco anos e os indicadores de liquidez, respectivamente.

Tabela 4 - Perfil de Endividamento (Dívidas de Curto Prazo Sobre Dívidas Totais - %)

Ano	1997	1998	1999	2000	2001
Lojas Americanas	31,7	32,7	23,5	24,8	31,3
Ponto Frio	37,6	12	26,5	100	32,7

**Gráfico 4 - Perfil do Endividamento
(% de Curto Prazo sobre Total)**

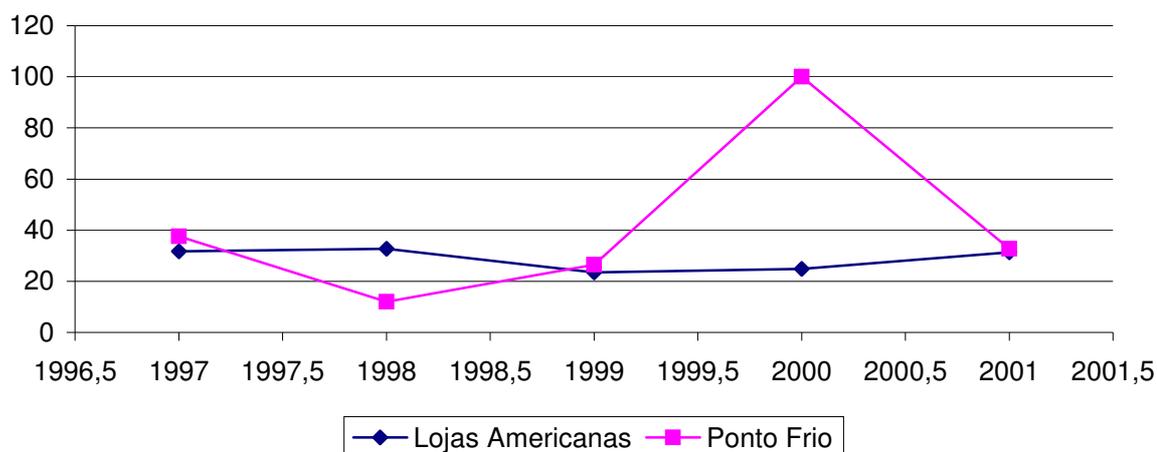
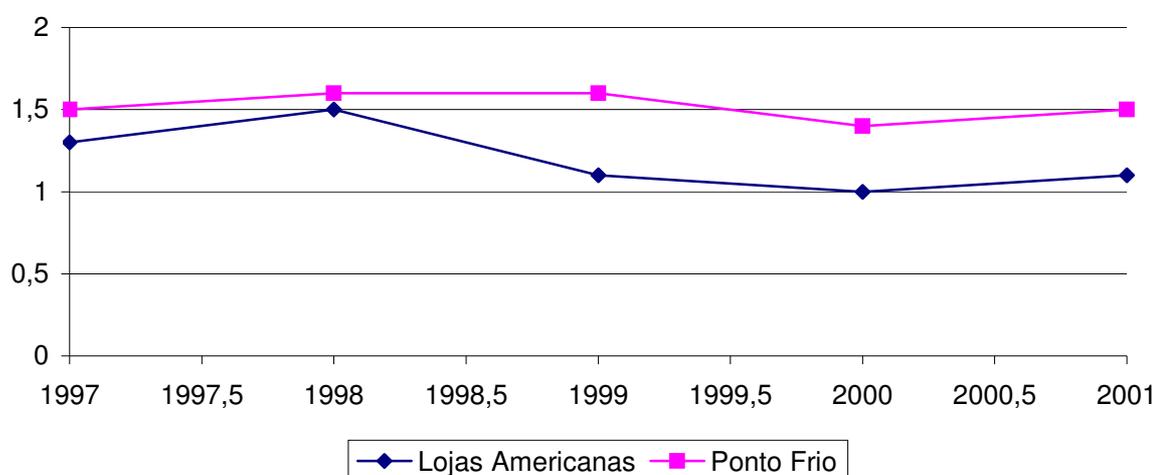


Tabela 5 - Índices Comparativos de Liquidez - Empresas A (Lojas Americanas) e B (Ponto Frio)

Empresa	1997		1998		1999		2000		2001	
	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B
Liq. Geral	1,30	1,50	1,50	1,60	1,10	1,60	1,00	1,40	1,10	1,50
Liq. Corrente	1,80	2,00	2,30	2,20	1,80	2,30	1,60	1,15	1,60	2,40
Liq. Seca	1,20	1,80	1,80	1,80	1,30	1,90	1,30	1,20	1,30	1,90

Gráfico 5 - Evolução da Liquidez Geral das Empresas



Avançando nas análises e cruzamentos dos dados contábeis das duas empresas, vai-se revelando importantes diferenças entre elas. Por exemplo, quando se compara os níveis percentuais do endividamento financeiro (capital de terceiros onerosos) sobre o PL, nota-se, de um lado, a regularidade do Ponto Frio, mantendo índices da ordem de 60% do PL ao longo dos 5 períodos; do outro, as Lojas Americanas com um comprometimento crescente do PL em relação ao endividamento junto a terceiros, chegando a representar mais de quatro vezes o mesmo índice do Ponto Frio, e permitindo que o endividamento supere em mais de 2,5 vezes o valor do Patrimônio Líquido. Parte deste comprometimento atípico tem raízes na drástica redução do PL sofrida em 1999, conforme diagnosticada no item 1 acima. Porém, independentemente disso, as Lojas Americanas já vinham praticando níveis de endividamento bem acima de seu PL. Da mesma forma, quando se relaciona o endividamento financeiro com o total dos ativos, o comportamento das duas empresas é díspare e, mais uma vez, revela uma coerência administrativa maior por parte do Ponto Frio, ao tempo em que revela, em princípio, níveis preocupantes para as Lojas Americanas. Aqui, os sinais não reforçam a hipótese da homogeneidade intersetorial. As tabelas 6 e 7 ilustram a situação das duas empresas pesquisadas.

Tabela 6 - Exigível Financeiro Total sobre Patrimônio Líquido (%)

Ano	1997	1998	1999	2000	2001
Empresa					
Lojas	75	58	189	245	271

Americanas					
Ponto Frio	58	37	52	64	64

Tabela 7 - Exigível Financeiro Total sobre Ativo Total (%)

Ano	1997	1998	1999	2000	2001
Empresa					
Lojas Americanas	30	28	41	42	43
Ponto Frio	25	17	22	25	26

3. Ciclo Financeiro

Analisar o ciclo financeiro das duas empresas se mostrou imprescindível, pois revela mais uma possibilidade de obtenção de recursos, inclusive de forma não onerosa. Dados os níveis altíssimos de faturamento das duas organizações, a administração dos fluxos de estoques, pagamentos e recebimentos poderiam, por hipótese, estar estabelecendo diferenças significativas entre elas e influenciando suas escolhas em termos de fontes de financiamento.

De fato, neste aspecto, as Lojas Americanas, que até então vinham apresentando sinais de fragilidade em relação à sua concorrente direta, apresentam um quadro excepcional, ao contrário do Ponto Frio, que apresenta um ciclo extremamente desfavorável para seu fluxo de caixa. Os dados apontaram que as Lojas Americanas conseguem prazos de pagamento até 60 dias superiores aos prazos que concedem a seus clientes; já no Ponto Frio, acontece exatamente o inverso, o que vem acarretando resultados financeiros negativos e crescentes ao longo dos cinco exercícios.

Este fenômeno ajuda a explicar a razão pela qual o Ponto Frio destinou, em 2001, por exemplo, 70% de seus recursos financiados para o capital de giro. Também resgata a antecipação que se fez no item 2.1 acima, quando se afirmou que os resultados financeiros negativos do Ponto Frio estariam muito acima de um eventual nível ótimo, com o qual a empresa pudesse obter vantagens fiscais. Tal situação que vinha sendo bem administrada pelo Ponto Frio, sobretudo em função dos níveis crescentes das vendas, agravou-se em 2001, quando as despesas financeiras atingiram mais de 90% do seu lucro operacional, forçando a

empresa a vender ativos para não fechar o exercício no vermelho. As ações administrativas da empresa, visualizadas no balanço, no entanto, sugerem que a correção de rumos já tenha sido feita: em 2000 teve de amortizar considerável montante de seu exigível, mas em 2001 a empresa contraiu um novo empréstimo, também de longo prazo, repôs o capital de giro, continuou sua política de expansão, via ampliação de sua rede de lojas (conforme relatórios contábeis), não interrompeu sua estratégia de pagamento dos dividendos todos os anos, e voltou a operar com os mesmos índices de liquidez com que vinha trabalhando.

Para efeito da presente investigação, tais circunstâncias são relevantes porque: 1) ajudam a explicar porque, apesar dos altíssimos índices de endividamento das Lojas Americanas, à exceção de um único exercício (1997), os impactos dos resultados financeiros no desempenho operacional dela são menores do que no Ponto Frio, chegando mesmo a apresentar resultado financeiro positivo em dois exercícios (1998 e 1999); 2) é mais um sinal de não aderência à teoria da homogeneidade intersetorial; 3) apresenta sinais de que, de fato, a hierarquia das fontes pode estar sendo muito mais uma consequência das necessidades cumulativas (como propõe Donaldson) do que uma estratégia *à priori*. Note-se que o enfoque de Donaldson inverte a ordem de raciocínio, mas não invalida a hierarquização das fontes; 4) por último, instiga a buscar mais explicações para as diferenças de performance existentes entre as duas empresas (como se verá mais adiante), onde o Ponto Frio aparece com resultados melhores e mais estáveis. As tabelas 8 e 9, abaixo, ilustram o quadro descrito.

Tabela 8 - Ciclo Financeiro (dias)

Ano	1997	1998	1999	2000	2001
Empresa					
Lojas Americanas	25	23	39	21	0,7
Ponto Frio	65	83	92	112	88

Tabela 9 - Percentual das despesas financeiras sobre o Resultado Operacional (%)

Ano	1997	1998	1999	2000	2001
Empresa					
Lojas Americanas	147	**	**	*	28

Ponto Frio	50	56	52	43	90,5
-------------------	----	----	----	----	------

*O resultado operacional em 2000 foi deficitário (o impacto negativo do resultado financeiro não determinou, mas apenas agravou o quadro). **Nos anos de 1998 e 1999 o resultado financeiro das Lojas Americanas foi positivo.

4. Principais Fontes dos Recursos

Este tópico trata do núcleo central de nossa investigação – a efetiva estrutura de capital adotada pelas duas empresas. O raciocínio desenvolvido até aqui, além de vir desvendando as semelhanças e diferenças entre as empresas e assinalando pontos convergentes e divergentes com a base teórica adotada, ajuda a reconstruir os ambientes das tomadas das decisões que, por sua vez, delinearão o quadro atual em que se encontram as empresas e vão servir de base para explicar os resultados que as mesmas vêm colhendo com suas respectivas estratégias, objeto dos últimos tópicos deste trabalho.

A tabela 10 e os gráficos 6 e 7, a seguir, mostram com clareza que, no caso em análise, mais uma vez, não se verificou sinais de reforço de homogeneidade intersetorial, ou seja, as duas empresas vem priorizando alternativas diferentes e em volumes relativos diferentes. Também se pode ver que a proposta de Myers – *Static Tradeoff* – não encontra sustentação no presente estudo, visto não estar presente os pressupostos básicos colocados pelo autor, quais sejam, os custos de dificuldade financeira e o uso dos benefícios fiscais (pelo que já foi exposto). Quanto à teoria da Hierarquia das Fontes “modificada”, de Modigliani e Miller, os dados mostram alternâncias (em 1998 há uma inversão entre endividamento e autofinanciamento pelas Lojas Americanas e em 2001, ocorre uma troca entre autofinanciamento e endividamento pelo Ponto Frio – vide gráficos 6 e 7) e, tanto nas Lojas Americanas quanto no Ponto Frio, os níveis de endividamento não têm a ver com o benefício fiscal, o que, por si só, sugere não ter havido preocupação em buscar o “nível ótimo” de estrutura, preconizado pela teoria. Poder-se-ia dizer que os modelos aproximam-se mais do enfoque de Donaldson (1961), pelo lado do argumento (escolha pela necessidade), mas a estrutura das Lojas Americanas, por exemplo, inverte a ordem proposta pelo autor.

Tem-se então que, em apenas um exercício (1998), as Lojas Americanas apresentaram supremacia do autofinanciamento sobre o endividamento. Exatamente ao contrário, em apenas um exercício (2001), o Ponto Frio apresentou supremacia do endividamento sobre o

autofinanciamento. O Ponto Frio não adotou emissão de ações em nenhum período, o que é aderente à teoria da hierarquia. Não obstante, pagou dividendos em todos os anos. Apesar de ter-se valido de emissões, pode-se dizer que esta não chega a ser uma política das Lojas Americanas, dados os níveis percentuais irrelevantes em relação ao total das fontes. Paradoxalmente, a empresa que usa maior percentual de autofinanciamento – Ponto Frio – é a que vem sofrendo os maiores impactos dos resultados financeiros negativos. Tal fenômeno, em parte, se explica pela crônica deficiência nos prazos médios que a mesma pratica, conforme item 3 retro. O mesmo estudo dos ciclos explica o que seria outro paradoxo: as Lojas Americanas terem resultados financeiros positivos, apesar de praticarem altos níveis de endividamento.

Naturalmente, a gestão financeira não é a única responsável pela performance das empresas. Assim, outros cruzamentos de dados sinalizam, a exemplo das políticas dos prazos médios já mencionadas, a existência de outras práticas administrativas diferenciadas, as quais interferem nas margens, nos custos fixos e variáveis, etc., chegando até mesmo a influenciar o comportamento do consumidor, com reflexo no volume de vendas – ponto nevrálgico para empresas desse setor. Um reflexo dessas considerações pode ser, por exemplo, a ocorrência de resultados operacionais negativos (antes do efeito dos encargos financeiros) e/ou reversões de prejuízos através de resultados não operacionais – como pôde ser visto nas Lojas Americanas, nos exercícios de 1998 e 2000, respectivamente.

Tabela 10 - Principais Fontes dos Recursos (R\$ mil) – Empresa A (Lojas Americanas) e Empresa B (Ponto Frio)

Empresa		Ano		1997		1998		1999		2000		2001	
		Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%		
A	Endiv.	155.268	85	12.904	04	127.076	55	32.516	62	136.977	60,9		
	Autofin.¹	24.559	14	276.936	92	64.615	28	18.962	36	88.001	39		
	Emissão	2.093	01	10.415	04	40.112	17	1.337	02	91	0,1		
	Total	181.920	10	300.255	100	231.803	10	52.815	10	225.069	100		
	Endiv.	71.524	43	24.254	28	6.071	04	13.152	8.5	260.092	67		

¹ Considerou-se o total dos recursos oriundos das operações das empresas, aí incluídos a reinversão total dos lucros e demais itens que não afetam o capital circulante, como a depreciação.

B	Autofin.	93.001	57	60.977	72	149.933	96	141.130	91	129.119	33
	Emissão	-	-	-	-	-	-	220	0,5	-	-
	Total	164.525	10	85.231	100	156.004	10	154.502	10	389.211	100

Gráfico 6 - Fontes de Recursos - Lojas Americanas

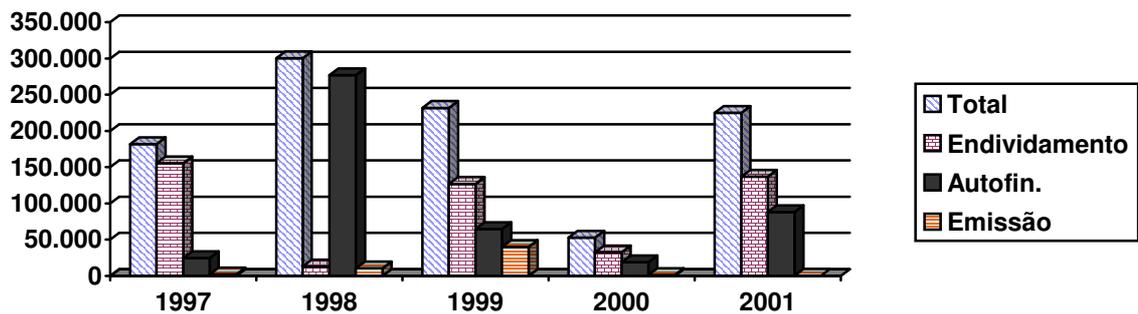
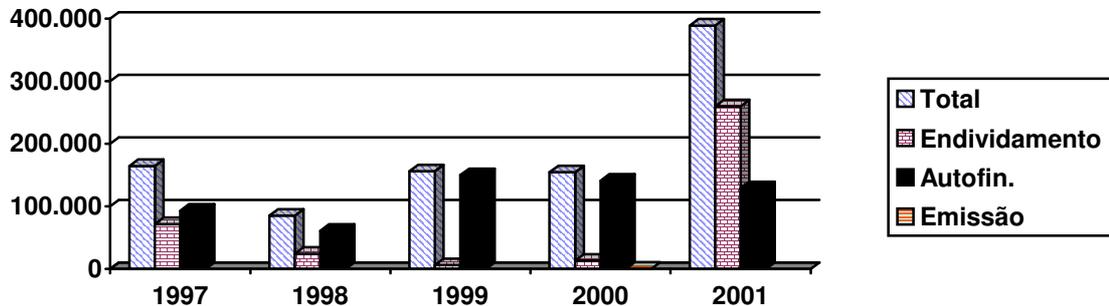


Gráfico 7 - Fontes de Recursos - Ponto Frio



5. Principais Aplicações dos Recursos

A análise dos dados revelou uma política de investimentos constantes pelas duas empresas, absorvendo, em média, 25% dos recursos conseguidos a cada exercício. Esta política é explicada pelo ambiente de mercado em que atuam, o qual impele à expansão territorial das empresas com vistas a absorver maior fatia de mercado e assegurar ganhos em razão direta do volume de vendas.

No que tange à destinação dos recursos para quitação de dívidas, observa-se que ambas as empresas apresentam situação de picos de vencimento (vide, na tabela 11 abaixo, o pico no ano de 1999 para as Lojas Americanas e em 2000, para o Ponto Frio). Este fenômeno é

relevante e se explica pela origem desses recursos, que são empréstimos de longo prazo (e por isso com datas fixas de vencimento do principal) e em moeda estrangeira. Assim, embora o Ponto Frio anualmente venha amortizando dívidas que absorvem um volume percentualmente menor dos recursos, as Lojas Americanas passaram três exercícios sem fazê-lo (1997, 1998 e 2000).

Todo o restante dos recursos, em volume médio superior a 50% é destinado a suprimento de capital de giro, conforme relatado anteriormente.

Merece nota específica a prática comum às duas empresas em buscar financiamento externo, o que revela, além do acesso aos mercados, um reforço à tendência de homogeneização intersetorial. De fato, dadas as diferenças de custos e prazos entre os empréstimos domésticos e internacionais, práticas diferentes entre as empresas de um mesmo setor poderiam ser determinante fator de competitividade entre elas. Por outro lado, tais práticas ensejam maior rigor na administração financeira, frente às oscilações dos mercados e das moedas. A tabela 11, em seguida, retrata e compara a destinação dos recursos das duas empresas.

Tabela 11 - Principais Aplicações dos Recursos (%) – Empresa A (Lojas Americanas) e Empresa B (Ponto Frio)

Empresa	1997		1998		1999		2000		2001	
	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B
Cap. De Giro	51	51	54	41	-	62	-	-	59	70
Investimentos ²	32	13	17	10	17	08	53	70	06	06
Pagto. Dívidas	-	22	-	25	148*	15	-	132*	14	15
Outros ³	17	14	29	24	21	15	57*	13	21	09

*Nos períodos em que o percentual de utilização superou 100%, as empresas provocaram “sangrias” em seus capitais de giro, ora para honrar dívidas, ora para aplicar em ativos fixos e até para manter pagamento de dividendos. (Lojas Americanas em 1999 e 2000 e Ponto Frio em 2000).

6. Lucro Operacional Líquido Apurado⁴

² Compra de ativos fixos e aumento do investimento permanente.

³ Incluído pagamento de dividendos que, na Empresa A, ocorreu nos anos de 1998, 1999 e 2001, e na Empresa B em todos os anos.

⁴ Lucro antes dos impostos e provisões e sem os resultados não operacionais que, em 1998 na empresa A e em 2001 na empresa B, foram os responsáveis pela reversão dos resultados finais, que seriam deficitários.

O propósito deste tópico é resgatar o vínculo teórico entre as escolhas das fontes de financiamento e os resultados alcançados pelas organizações, segundo propõe Filardo (1980).

Sem pretensões de se estabelecer correlações estatísticas, porque não é este o propósito deste trabalho, verifica-se uma performance muito mais regular no Ponto Frio, que somente em um exercício (2001) registrou déficit operacional líquido, em função direta do comportamento de seu resultado financeiro, atípico em relação aos anos anteriores (acima de 90% do lucro operacional bruto – vide tabela 9). Decorre desse quadro a afirmação constante do terceiro parágrafo do item 3 acima, acerca da razoável administração das conseqüências de um ciclo financeiro ruim, pelo Ponto Frio. Essa performance sugere uma efetividade nas bases teóricas que sustentam a hierarquia das fontes, visto que, no caso do Ponto Frio, há aderência plena à hierarquia (autofinanciamento, seguido de endividamento e, por último, emissão de ações), conforme pode ser revisto na tabela 10 e no gráfico 7 acima. Por outro lado, como já foi exposto, tal escolha não passou, em nenhum exercício contábil, pelo critério dos benefícios fiscais, defendido pela teoria.

No caso das Lojas Americanas, as análises não permitem responsabilizar os resultados financeiros (fruto das escolhas das fontes) pelo mau desempenho operacional. De fato, em dois dos cinco exercícios (1998 e 1999), o resultado financeiro foi positivo; em 2000 a empresa já apresentava prejuízo antes mesmo do resultado financeiro; e em 2001 o resultado financeiro negativo foi da ordem de apenas 28% do lucro operacional bruto. Assim, apenas em 1997, o resultado deficitário pode ser visto em função do financeiro. Considerando que as Lojas Americanas, a exemplo do Ponto Frio, adotam sempre que possível uma política de reinversão dos lucros e de não emissão de ações, o que se pode depreender com relação às Lojas Americanas, é que seu nível de endividamento é tão maior quanto menor é sua capacidade de geração de superávits operacionais. Pertinente este raciocínio, mais uma vez fortalece-se a tese de que as necessidades acabam por determinar as estruturas adotadas, de Donaldson.

De fato, na busca da confirmação dessa conclusão preliminar acerca das Lojas Americanas, viu-se através do tratamento dos dados contábeis, que dos grandes itens redutores da receita bruta – tributos, custo das mercadorias e despesas operacionais – apenas os tributos têm peso proporcionalmente iguais nas duas empresas. Nos outros dois, as Lojas Americanas trabalham

com custos proporcionalmente maiores que o Ponto Frio (em média 3,5% em relação ao custo das mercadorias vendidas (CMV) e 3% em relação às despesas operacionais totais). Considerando-se que o ambiente concorrencial do setor é forte, proporcionando margens pequenas, o somatório desses desníveis contribuem para a diferença de performance. Importa acrescentar, nesta descrição analítica, a queda de 21,6% no volume de vendas das Lojas Americanas, de 1997 a 2001, enquanto que o Ponto Frio experimentou crescimento de 26,5% no mesmo intervalo. As tabelas 12 e 13, a seguir, ilustram as análises.

Tabela 12 - Lucro Operacional Líquido Apurado (R\$ mil)

Ano	1997	1998	1999	2000	2001
Empresa					
Lojas Americanas	(17.805)	(35.813)	77.620	(45.039)	28.266
Ponto Frio	55.896	45.044	52.210	83.501	(18.146)

Tabela 13 - Performance Operacional – Lucro Operacional Bruto⁵/Vendas (%)

Ano	1997	1998	1999	2000	2001
Empresa					
Lojas Americanas	0,8	-	1,9	-	5,5
Ponto Frio	4,9	5,2	6,8	6,6	4,8

7. Conclusão

As análises demonstram que há diferença na hierarquização das fontes de capital das duas empresas, sendo que o Ponto Frio segue a hierarquia proposta pela maioria dos teóricos (1º.- autofinanciamento, 2º.) endividamento e 3º.) emissão de ações). As Lojas Americanas invertem as duas primeiras posições e a explicação para isto pode estar mais centrada na dificuldade de geração de lucros do que em decisões de nível estratégico.

Os estudos sinalizam que os benefícios fiscais não foram os principais balizadores das priorizações feitas pelas empresas em questão. Decorre deste fato que, como as duas empresas

⁵ Antes do resultado financeiro.

incorreram em níveis de endividamento acima do volume “ideal” preconizado por Modigliani e Miller e diversos outros teóricos, não seria recomendável, somente por essa variável, fazer inferências quanto ao valor das empresas. Também decorre que, não tendo sido os ganhos fiscais o principal elemento de decisão, tende a prevalecer o enfoque de Donaldson (1961), segundo o qual as necessidades determinam, em grande medida, as escolhas. Este mesmo raciocínio afasta, também, a hipótese de aderência à teoria *Static Tradeoff*, de Myers.

As duas empresas reinvestem seus lucros, não obstante pagarem dividendos (Ponto Frio, todos os anos e as Lojas Americanas, em 3 dos cinco anos analisados) e, apesar de se tratar da análise de apenas duas empresas (em que pese sua similaridade e forte representatividade no setor), destaca-se alguns sinais de homogeneidade: 1) uso de fontes externas para captação, 2) destinação dos recursos captados, 3) não emissão de ações. Há, no entanto, divergências, sendo que as principais se referem ao desnível proporcional do endividamento das Lojas Americanas em relação ao Ponto Frio e aos prazos médios praticados.

Por fim, há diferenças substanciais nas performances das duas empresas, aonde o Ponto Frio vem mantendo maior regularidade e experimentando crescimento, enquanto as Lojas Americanas vêm sofrendo queda nas vendas e incorrendo em custos operacionais proporcionalmente maiores.

8. Considerações Finais

Percebe-se que nem sempre se observa com atenção um dos fatores citados pela maioria dos teóricos como um dos mais importantes a serem considerados ao se decidir por uma estrutura de capitais alavancada, qual seja, a estabilidade das receitas.

Tanto os números dos balanços como os comentários técnicos que os acompanham e até depoimentos dos proprietários em documentos oficiais, sinalizam claramente níveis altos de fragilidade das empresas com relação à volatilidade das vendas. O Ponto Frio, por exemplo, mesmo adotando uma postura mais conservadora em relação ao endividamento, viu-se em delicada situação no exercício de 2001, quando as despesas financeiras consumiram mais de 90% do seu lucro operacional, somente revertendo o inevitável prejuízo com a venda de parte de uma de suas subsidiárias. Outra evidência que sugere cautela e observância dos critérios

técnicos por parte dos executivos das empresas estudadas, são as estreitas margens praticadas pelo setor.

No que tange à recomendação teórica básica de se preocupar com a geração de fluxo de caixa para honrar seus compromissos, percebe-se uma nítida observância e preocupação por parte de ambas as empresas, inclusive valendo-se de empréstimos de longo prazo e, no caso das Lojas Americanas, de uma excelente posição em termos de ciclo financeiro, o qual apresenta uma larga distância entre os prazos médios de pagamento e de recebimento, em favor da empresa. Por outro lado, para este fim, as duas empresas optaram por captação de recursos em moeda estrangeira e, a menos que exerçam extremo controle e operem plenamente *hedgeadas*, poderão vir a ter problemas oriundos da volatilidade do próprio mercado cambial brasileiro e mundial, além de dar uma sinalização de maior risco (não só real, mas também psicológico) para acionistas e investidores, refletindo, naturalmente, no valor de suas ações⁶. Além disso, tais contratos geralmente trazem cláusulas restritivas de dívidas (*Debt Covenants*), como é o caso explicitamente admitido pelas Lojas Americanas, as quais reduzem a flexibilidade de ação de seus executivos financeiros e lhes impõem metas de indicadores financeiros cujo cumprimento exigirá atenção redobrada, diante da já mencionada variabilidade das vendas.

Mesmo não sendo exaustivo nem tendo pretensões preditivas e/ou prescritivas, o presente estudo reforça a dificuldade teórica de se conceber uma metodologia para a construção de um modelo ótimo de estrutura de capitais que seja válido para a maioria das empresas; oferece a executivos e estudiosos a oportunidade de comparar decisões já tomadas com suas respectivas conseqüências nas dinâmicas das organizações; e ainda ajuda a justificar a dificuldade encontrada pelos pesquisadores em encontrar um consenso para a questão.

Finalmente, enquanto progride o debate sobre o tema, fica clara a influência das variáveis ambientais e de mercado peculiares a cada setor de atividade, o que sugere soluções cada vez menos universais e mais customizadas. Vale lembrar ainda, como ressalta Gitman (1997: 430), que embora a decisão sobre a estrutura de financiamento das empresas seja uma das mais complexas e desafiantes para os administradores, trata-se apenas de uma delas. A preocupação com a qualidade dos produtos e serviços oferecidos aos clientes, através dos

⁶ A título de reforço desta tese, à época da elaboração deste artigo, o mercado de câmbio experimentava uma turbulência jamais vista nos últimos oito anos, quando o dólar chegou a valer 3,5 reais, sofrendo alta de mais de 20% em um único mês.

Análise descritiva e comparativa das políticas de financiamento de duas empresas de grande porte do setor de comércio varejista no Brasil

quais as organizações possam assegurar a preferência dos consumidores e fatia ideal de mercado, ainda se reveste de magnitude singular.

Estudos futuros poderão envolver um número maior de empresas, valendo-se, se for o caso, de outros métodos e técnicas de pesquisa.

9. Bibliografia

CHIRINKO, R. S. e SINGHA, A. R. **Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models Of Capital Structure: A critical Comment**. Journal of Financial Economics 58, 417-425.

DONALDSON, G. **Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and Determination of Corporate Debt Capacity**. Boston: Harvard Graduate School of Business Administration, 1961.

EID Júnior, W. **Custo e estrutura de capital: o comportamento das empresas brasileiras**. Revista de Administração de Empresas, São Paulo, v.36, n.4, 1996.

FERREIRA, Luciano de Souza. **Estrutura de Capital: Um Teste da Hipótese da Hierarquia de Fontes**. Belo Horizonte: UFMG/FACE, 1999.

FERREIRA, L de S. e BRASIL, H. G. **Estrutura de capital: um teste preliminar da “Pecking Order Hypotesis”**. 21o Encontro da ANPAD, Rio de Janeiro, 1997.

FILARDO, Maria L. R. **Fontes de Financiamento das Empresas no Brasil**. Rio de Janeiro, BNDE, 1980

FRANK, M. e GOYAL, V. K. **Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure**. 2002. Journal of Financial Economics.

GITMAN L. J. **Princípios de Administração Financeira**. São Paulo: Harbra, 1997.

GOMES, Gabriel L. e LEAL, Ricardo P. C. **Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras com Ações Negociadas em Bolsa de Valores**. 1999. Disponível em: <http://www.coppead.ufrj.br/ricardoleal/teses.htm>. Acessado em 06/07/2002.

KOUTSOYANNIS, A. **Non-Price Decisions: The Firm in a Modern concept**. New York, Mc Millan, 1982.

MODIGLIANI, F. e MILLER, M. H. **The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment**. American Economic Review Vol. 48, pg. 201-297.1958

MYERS, S. C. e MAJLUF, N. **Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not have**. 1984. Journal of Financial Economics 13, 187-221.

Revista Exame: Melhores e Maiores. Julho 2002.

RODRIGUES JUNIRO, W. e MELO, Giovani M. **Padrão de Financiamento das Empresas Privadas no Brasil. 1999.** Disponível em: http://www.ipea.gov.br/pub/td/td_99/td_653.pdf.

Acessado em 12/07/2002

ROSS, S., WESTERFIELD, R. e JAFEE, J. **Administração Financeira.** São Paulo: Atlas, 1995.

SHYAM-SUNDER, L. e MYERS, S. C. 1999. Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure. **Journal of Financial Economics:** 32, 263-292.

ZYSMAN, J. **Government, Markets and Growth.** Cornell University Press. 1983

ZONENSCHAIN, Claudia N. **Estrutura de Capital das Empresas no Brasil. 2002.** Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/rev1003.pdf>. Acessado em 15/06/2002.