

Estrutura de capital de empresas listadas na BM&FBovespa: uma análise pós-crise econômica (2008-2009)

Alex Eckert¹

Eduardo Tomedi Leites²

Marlei Salete Mecca³

Endrigo Bulla⁴

Resumo: O objetivo deste estudo é identificar a composição da estrutura de capital das empresas dos setores de telecomunicação e tecnologia da informação listadas na BM&FBovespa, em um período que sucedeu a primeira crise econômica do Século XXI. Assim, pode-se identificar se as empresas utilizam alguma forma de estrutura pré-estabelecida pelas teorias já existentes ou não e qual o risco da estrutura adotada por elas. Para o estudo proposto, foram utilizadas as quatro teorias mais influentes sobre este assunto, que são: a Teoria Tradicional, a Teoria de Modigliani e Miller, a Teoria de Static Trade-off e a Teoria de Pecking Order. Para atingir o objetivo, o método utilizado é o descritivo, através da análise documental e quantitativa dos dados apresentados. Para atingir o objetivo do estudo, foi efetuado levantamento bibliográfico e posteriormente foram calculados os índices de endividamento. Os resultados do estudo indicam que ambos os setores possuem alto grau de endividamento e que o capital de terceiros é tido como prioritário quando há necessidade pela busca por recursos.

Palavras-chave: Endividamento; Crise Econômica; Estrutura de Capital.

Capital structure of companies listed in the brazilian stock exchange: an analysis in the following years of the 2008-2009 economic crisis

Abstract: The aim of this study is to identify the composition of the capital structure of the firms who listed on the BM&FBovespa telecommunications and technology sectors. Thus, one can identify if companies use some form of established by existing structure, and what risk the structure adopted by these theories. For the proposed study will use the four most influential theories on this subject, which are: Traditional Theory, the theory of Modigliani and Miller, Theory of Static Trade-Off, and the Pecking Order Theory, this explains the ways of obtaining resources are developed through a hierarchy and then the same for all companies. For both the method used is descriptive, through the documentary and quantitative analysis of the data presented. To achieve the objective of the study was conducted literature review and subsequently calculated the debt ratios. The results of the study indicate that both sectors have a high degree of indebtedness, and that third-party capital is considered a priority when there is a need for resources.

Keywords: Indebtedness; Economic Crisis; Capital Structure.

¹ Doutor em Administração pela Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul (PUCRS). Mestre em Administração pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Especialista em Gestão Empresarial pela Universidade Cândido Mendes (UCAM). Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade de Caxias do Sul (UCS). Graduado em Administração pela Universidade de Caxias do Sul (UCS). Professor do Curso de Ciências Contábeis e do Programa de Pós-Graduação em Administração - PPGA da Universidade de Caxias do Sul (UCS). Endereço Postal: Rua Francisco Getúlio Vargas, 1130 – B. Petrópolis - Caxias do Sul / RS E-mail: aekert@ucs.br

² Mestre em Ciências Contábeis Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS). Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Professor do Curso de Ciências Contábeis da Universidade de Caxias do Sul (UCS).

³ Doutora em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Mestre em Administração pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Especialista em Contabilidade e Controladoria pela Universidade do Oeste de Santa Catarina (UNOESC). Graduada em Ciências Contábeis pela Universidade Regional Integrada do Alto Uruguai e das Missões (URI). Graduada em Administração pela Universidade de Caxias do Sul (UCS). Professora do Curso de Ciências Contábeis e do Programa de Pós-Graduação Turismo e Hospitalidade - PPGTURH da Universidade de Caxias do Sul (UCS).

⁴ Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade de Caxias do Sul (UCS). Profissional na Área de Contabilidade.

1 Introdução

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

A estrutura de capital é, conforme Gitman (2010, p.482), uma das áreas mais complexas da tomada de decisões financeiras por causa de sua interação com outras variáveis de decisão em finanças. Decisões equivocadas de estrutura de capital podem resultar em um custo de capital elevado, reduzindo, assim, o Valor Presente Líquido - VPL dos projetos e fazendo com que um número maior deles seja inaceitável. Decisões eficazes quanto à estrutura de capital podem reduzir o custo de capital, resultando em VPLs maiores e mais projetos aceitáveis e, com isso, aumentar o valor de uma empresa.

Mesmo que o tema esteja submetido a um longo período de estudos e questionamentos, seu desdobramento final ainda não ocorreu, o que determina que as companhias não possuem um modelo padrão que possa basear suas decisões para atingir resultados expressivos. As empresas de capital aberto possuem ações negociadas na Bolsa de Valores, elas são obrigadas a emitir e a divulgar as demonstrações contábeis, bem como as notas explicativas, para assim possibilitar uma análise completa por parte de um investidor, governo ou instituições financeiras.

Os dois setores foram escolhidos por englobarem empresas que representam atividades voltadas para o desenvolvimento na troca de dados e informações, tendo também um bom e abrangente campo de atuação, além de estarem envolvidas diretamente com o ambiente do e-commerce, um dos fenômenos mundiais contemporâneos (ECKERT, 2017). Outro determinante na escolha deste assunto é a obtenção de uma reflexão mais apurada em relação ao tema estrutura de capital. Isso se deve à necessidade que as empresas têm em aperfeiçoar sua gestão, sendo este um assunto que provoca diferentes opiniões e diverge em métodos adotados de empresa para empresa.

Através desta realidade, a presente pesquisa tem por objetivo analisar a composição da estrutura de capital das empresas dos setores de telecomunicação e tecnologia da informação listadas na BM&FBOVESPA entre os períodos de 2010 e 2012. Procura-se enfatizar suas formas de financiamento (curto ou longo prazo) e endividamento, observa-se, então, se estas variações afetam o desempenho dessas empresas. É importante salientar que este triênio analisado compreende os anos que sucederam a crise do *subprime* (Roldão; Monte-Mor; Tardin, 2018), a primeira crise econômica brasileira do século XXI.

2 Referencial Teórico

Estrutura de capital, segundo Kirch (2008), desenvolve-se através de diversos estudos, mas apresenta particularidades que não permitem a definição de um modelo padrão para a estrutura das empresas, pois

ela leva em conta alguns fatores, dentre os quais destaca o setor ou ramo da empresa, o porte e o perfil dos gestores. Como a estrutura representa a gestão dos financiamentos e conseqüentemente seu uso, cada empresa determinará sua estrutura de acordo com estes fatores.

Cada companhia deve possuir uma estrutura que seja considerada a “estrutura ótima”, e Iudícibus (2017) reafirma o pensamento anterior e sugere que as empresas devem fazer suas estruturas não sendo norteadas por regras fixas, que engessem sua forma de financiamento, mas ele ressalta que pode ser tomada por base a estrutura de companhias do mesmo setor e proporcional tamanho.

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

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

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

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

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

Já a Teoria de Modigliani e Miller (1958) foi desenvolvida devido às restrições que a teoria tradicional continha. Os seus autores afirmam que o valor da empresa não possui qualquer relação com sua forma de financiamento, eles defendem que o custo de capital não terá diferenciação pelo simples fato referente a como está seu nível de endividamento, e o que determina o valor da companhia são os fluxos

de caixa e o risco operacional, portanto não acreditavam em uma estrutura ótima de capital (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007).

Conforme Ross, Jaffe e Westerfield (2009, p. 322), o conceito desta teoria é que “[...]o valor da empresa é sempre o mesmo, qualquer que seja sua estrutura de capital, [...] nenhuma estrutura de capital é melhor ou pior que a outra para os acionistas[...]”, eles lembram que esta teoria diz que nada é capaz de alterar o valor da empresa apenas com a alteração da estrutura de capital.

Para os autores desta teoria, os custos dos capitais de terceiros são efetivamente mais baixos, mas há em contrapartida aumento na taxa que incide sobre o capital próprio. Conforme detalham Teixeira, Prado e Ribeiro (2011, p.69), a estrutura de capital, segundo a Teoria de MM, explica que, mesmo que o capital de terceiros seja teoricamente mais barato, por outro lado, ao ser incorporado no financiamento da organização, existe uma contrapartida com o aumento da taxa de desconto do capital próprio, rente ao maior risco de alavancagem financeira.

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

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

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

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

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

prazo devem ser liquidados antes de se buscar dívida a longo prazo.

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

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

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

Mesmo que não possua uma unanimidade em seu raciocínio, não deve ser descartada sua análise no momento em que forem tomadas decisões estratégicas pela empresa, visto que o gerenciamento dos recursos pode influenciar nos resultados e, quando se consegue isso, a empresa pode ficar em uma posição favorável perante seus concorrentes (HOJI, 2017).

3 Aspectos Metodológicos

3.1 Metodologia

Em termos metodológicos, para atingir o objetivo proposto no presente estudo, foi realizada uma pesquisa documental nas demonstrações contábeis das empresas selecionadas. Conforme explica Gil (2008), a pesquisa documental é realizada através de documentos que ainda não obtiveram nenhuma análise, dentre os quais se destacam os relatórios de empresas, tabelas estatísticas, entre outros.

Ainda, o estudo apresenta as características de uma pesquisa descritiva, que pode ser considerada uma averiguação intermediária entre as pesquisas explicativa e a exploratória. Conforme Cervo, Bervian e Silva (2007), ela tem por objetivo analisar, observar e registrar fatos, sem que ocorra uma interferência do pesquisador nos fenômenos, conseguindo achar, com precisão, a relação ou a conexão que possuem as características entre os fatos.

Por fim, quanto à forma de abordagem do problema, foi utilizada a pesquisa quantitativa. Para Richardson (1999), os estudos feitos por este método são fundamentais para as Ciências Sociais, porque conseguem controlar várias variáveis simultaneamente e é utilizado quando o pesquisador busca obter um entendimento mais profundo de diversos fatores. Também é frequentemente aplicado em estudos

descritivos onde se busca causa entre fenômenos.

3.2 Ambientação do Estudo

A pesquisa foi realizada nos setores de telecomunicação e tecnologia da informação, sendo que estes segmentos possuem um total de 19 empresas listadas na BM&FBOVESPA. A análise primeiramente acontece de forma individual, em que serão apresentados os dados referentes a cada companhia. Num segundo momento, os dados serão agrupados por setor e, por fim, haverá um confronto e análise das informações entre os setores.

As empresas analisadas serão divididas conforme sua área de atuação. Esta divisão possui o mesmo padrão utilizado nas informações fornecidas pela BM&FBOVESPA. No setor de tecnologia da informação, há dois subgrupos que são: Programas e Serviços (Gama Participações S.A., Ideianet S.A., Linx S.A., Senior Solution S.A., Telec Brasileiras S.A. – Telebras, Totvs S.A.) e Computadores e Equipamentos (Bematech S.A., Itautec S.A. – Grupo Itautec, Positivo Informática S.A.). No setor de telecomunicação, os subgrupos são: Telefonia Fixa (Cia Telecomunicações do Brasil Central, Embratel Participações S.A., Jereissati Participações S.A., Jereissati Telecom S.A., LF Tel S.A., Oi S.A., Telefônica Brasil S.A., Telemar Participações S.A.) e Telefonia Móvel (Inepar Telecomunicações S.A., Tim Participações S.A.).

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

Cada empresa foi avaliada individualmente; através de tabelas, foram apresentados os índices obtidos, evidenciando qual estrutura de capital a empresa adota e, conseqüentemente, se estava em sintonia com as demais de seu setor de atuação. Após isso, novas tabelas mostraram as médias setoriais e as considerações sobre elas. Todos os dados relativos às companhias foram obtidos através das demonstrações financeiras disponibilizadas de forma aberta no site da BM&FBOVESPA, utilizando-se posteriormente o *software Microsoft Excel 2013* para calcular os indicadores desejados.

4 Coleta e Análise dos Dados

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

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

ocasionadas pelo estudo de dois setores distintos.

O primeiro setor a ser analisado é o de Telecomunicações, com as duas empresas de telefonia móvel e posteriormente com a telefonia fixa. A segunda parte deste estudo trará as empresas de Tecnologia da Informação, num primeiro momento as companhias de programas e serviços, e, por fim, as de computadores e equipamentos.

4.1 Setor de Telecomunicações

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

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

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

Fonte: Elaboração própria.

Através dos quocientes apresentados na tabela 1, pode-se notar que a companhia TIM Participações não apresentou maiores alterações nos anos analisados. O primeiro índice define que em 2010 a cada 100 reais investidos em capital próprio, 88,05 reais eram investidos com aporte de capital de terceiros. No ano seguinte, houve uma queda, mas em 2012 o valor ultrapassou o primeiro ano, este que ficou em 88,75 reais.

Verifica-se que a empresa obtém financiamento junto a terceiros, preferencialmente, a curto prazo, como é observado na composição do endividamento. Nos três anos analisados, os financiamentos a curto prazo são superiores a 60%. A imobilização do patrimônio líquido, que mede quanto do capital próprio está investido no ativo permanente, também sofreu pouca alteração nestes três anos. No que tange ao endividamento total desta companhia, seu nível oscila minimamente e apresenta uma taxa de aproximadamente 47%.

A segunda companhia analisada pertence ao grupo Inepar S/A, denomina-se Inepar Telecomunicações e está no nível Tradicional de governança corporativa, estabelecido pela BM&FBOVESPA para diferenciar as informações prestadas pelas empresas, ou seja, seus dados são apresentados da forma como é exigido pelos órgãos reguladores. Na tabela 2, estão os índices obtidos pela companhia.

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

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

Fonte: Elaboração própria.

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

Seu patrimônio líquido está negativo, então, os capitais de terceiros, além de financiarem os ativos, estão sendo utilizados também para cobrir este patrimônio líquido negativo. Isto também pode ser observado na participação de Capitais de Terceiros, que é superior à origem de recursos próprios.

A terceira companhia analisada, a Cia Telecomunicações do Brasil Central, é uma empresa que opera no ramo de telefonia fixa, móvel e internet em estados do centro oeste, sudeste e sul do Brasil. É pertencente ao grupo Algar e, a partir da data de 23 de setembro de 2013, passou a se chamar Algar Telecom. A companhia está enquadrada no nível Tradicional de governança corporativa, delimitado pela BM&FBOVESPA. Na tabela 3, estão os dados obtidos através da análise de seu balanço patrimonial.

Tabela 3: Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Cia Tel. Brasil Central

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

Fonte: Elaboração própria.

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

O que pode ser verificado também é que está sendo alterada a composição destes capitais de terceiros, uma vez que seu endividamento a curto prazo sofreu uma diminuição de 25% no período analisado. Isto significa que a empresa financia quase dois terços do total de capitais de terceiros no longo prazo. A Imobilização do P.L. e o endividamento total se mantiveram praticamente estáveis, sendo o endividamento

total considerado elevado, pois está próximo a 70% nos anos estudados.

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

Tabela 4: Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Embratel Particip S.A.

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

Fonte: Elaboração própria.

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

A composição do endividamento sofreu pouca alteração, especialmente quando se analisam os financiamentos de curto prazo, os quais sempre superam os 30%. A imobilização do P.L. sofreu um incremento em 2011, mas no ano seguinte este incremento foi anulado e ainda reduziu em 4,5% o índice em comparação com 2010. O endividamento total apresentado pela companhia, com exceção do ano de 2011, ficou abaixo dos 50%, o que, comparado às outras companhias deste setor, é considerado baixo. A diminuição nos anos apresentados gira em torno de 4,3%, passa de 46,92% em 2010 a 44,92% em 2012.

A quinta companhia deste setor é a Jereissati Participações S.A. pertencente ao grupo Jereissati que atua nas áreas de telecomunicações e shopping centers e possui abrangência nacional em telecomunicação. O nível de governança corporativa é o tradicional, e suas informações sobre estrutura de capital estão presentes na Tabela 5.

Tabela 5: Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Jereissati Particip S.A.

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

Fonte: Elaboração própria.

Através dos dados apresentados na tabela 5, pode-se notar que a Jereissati Participações S.A. utiliza um volume maior de capital de terceiros para financiar suas atividades do que capital próprio. Verifica-se isso na Participação de Capitais de Terceiros, em que a empresa apresenta um quociente sempre acima dos 220, nos três anos, ou seja, para cada 100 reais investidos de capital próprio, no mínimo 220 serão adquiridos de capital de terceiros.

A companhia segue o padrão deste setor, apresenta pouco financiamento no curto prazo. A imobilização do patrimônio líquido no acumulado dos anos sofreu uma retração de 5,4%. No que tange ao endividamento total, observa-se que a companhia apresenta resultados que oscilam pouco, está perto dos 70%; entre o período analisado, a diferença é irrisória, próxima a 1%.

Outra companhia que será analisada é a Jereissati Telecom S.A., também conhecida como LA Fonte Telecom. Possui sua fundação no ano de 1910 e também participações em outras sociedades como acionista ou sócia. Tem sua classificação no nível de governança corporativa como tradicional, suas informações estão contidas na Tabela 6.

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

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

Fonte: Elaboração própria.

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

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

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

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

Fonte: Elaboração própria.

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

A composição deste capital é feita em sua maioria com financiamentos com vencimento a longo prazo. A imobilização do patrimônio líquido é considerada alta, com exceção do ano de 2011, em que os índices estão acima dos 200. Em relação ao endividamento total, a empresa apresenta alto nível de endividamento, visto que em 2012 chega a 79,47%.

A oitava empresa a ser analisada é Oi S.A., única empresa deste setor que é classificada no nível 1 de governança corporativa, este que é considerado um nível intermediário de exigência para as companhias. Na Tabela 8, podem-se verificar os dados obtidos pela companhia.

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

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

Fonte: Elaboração própria.

Conforme se observa, a companhia Oi S.A. apresenta anos distintos entre si, no que remete à estrutura de capital adotada por ela. Nos anos de 2010 e 2011, os índices apresentam um gradual acréscimo na participação de terceiros, na imobilização do patrimônio líquido e do endividamento total. Foi no ano de 2012 que ocorreu a maior variação, os índices sofreram forte alta, exceto o endividamento a curto prazo.

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

O Grupo Telefônica, um dos maiores conglomerados de comunicação do mundo, fez a aquisição da empresa Vivo, tornando-se a maior operadora integrada do Brasil, formando a Telefônica Brasil S.A., a nona empresa analisada neste estudo. Sua gestão é adequada ao nível tradicional de governança corporativa, determinado pela BM&FBOVESPA. Na Tabela 9, são apresentados os índices obtidos pela companhia.

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

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

Fonte: Elaboração própria.

Identifica-se na tabela acima uma companhia que apresenta diferenciações em relação às empresas já analisadas deste setor. No primeiro quociente, verifica-se que a participação de capital de terceiros é inferior à de capital próprio, isso demonstra pouca dependência a capitais de terceiros. Outra informação que chama a atenção é a composição do endividamento, demonstra que a maior parte dos capitais de terceiros são com vencimento a curto prazo.

A imobilização do patrimônio líquido não sofre muitas alterações, sempre com seu índice perto de 100, mas apresenta uma variação positiva de 3 % entre 2010 e 2012. No que diz respeito ao endividamento total, outro fato a se destacar é que a empresa obteve os menores índices entre todas as empresas do setor de telecomunicação, o que pode ser considerado uma empresa com baixo risco.

Por fim, a última empresa deste setor foi constituída no ano de 1997, a Telemar Participações S.A. tem como atividade predominante, desde 1999, a participação em capital social da empresa Oi S.A., é integrante do nível tradicional de governança corporativa. A Tabela 10 expõe os dados sobre estrutura de capital obtidos pela companhia.

Tabela 10: Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Telemar Particip S.A.

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

Fonte: Elaboração própria.

Os dados apresentados na tabela 10 mostram uma conformidade com a maioria das empresas analisadas até então, pois possuem um alto nível de participação de capital de terceiros e imobilização do Patrimônio Líquido, um baixo nível em financiamentos no curto prazo e um elevado índice de

endividamento total.

A participação de capital de terceiros apresenta variação crescente de 5,8% no período, já a composição do endividamento, uma redução de 16% entre 2010 e 2012. O endividamento total, nos três anos, esteve acima dos 70%, tendo seu menor índice em 2011, com aproximadamente 73%, e o maior em 2012, com quase 78%, nível parecido com as demais empresas deste setor.

Estas dez empresas que foram analisadas individualmente são as companhias que compõem o setor de Telecomunicação, listadas na BM&FBOVESPA. O que é perceptível nestas análises são as diversas formas de composição da estrutura de capital adotada pelas organizações, o que será comentado no item análise e discussão dos resultados.

4.2 Setor de Tecnologia da Informação

A companhia Gama Participações S.A. adotou esta denominação a partir do ano de 2008. No início de suas atividades, a razão social era Opportunity Gama Participações S.A., seu nível de governança é o Balcão Organizado Tradicional junto a BM&FBOVESPA. A tabela 11 apresenta os dados obtidos pela companhia.

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

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

Fonte: Elaboração própria.

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

A segunda companhia a ser analisada é pioneira em investimentos de capital de risco, a Ideiasnet S.A. atua no mercado brasileiro desde o ano de 1999, ela está no nível máximo de exigibilidade da BM&FBOVESPA, denominado de Novo Mercado. A Tabela 12 mostra os dados obtidos pela companhia entre 2010 e 2012.

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

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

Fonte: Elaboração própria.

A companhia Ideiasnet S.A. apresenta a maior parte das origens de capitais advindas de terceiros. Isso fica evidente no índice de Participação de Capital de Terceiros demonstrado na tabela 12, em que a cada 100 reais de capital próprio investido, 800 de terceiros são obtidos no ano de 2012. A empresa apresenta um elevado endividamento no curto prazo, mesmo obtendo uma redução significativa e gradual nos 3 anos analisados, ao fim de 2012 ela continua acima dos 85%. Os dois últimos quocientes possuem alto nível, o mais evidente é o endividamento total perto de 90%.

A próxima companhia é a Linx S.A., outra companhia que atinge o nível de Novo Mercado no que tange a sua governança corporativa, atua no fornecimento de software de gestão e os índices obtidos pela companhia estão na Tabela 13.

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

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

Fonte: Elaboração própria.

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

Isto é percebido nos índices que apontam a participação de Capital de Terceiros e o endividamento total. Seu endividamento a curto prazo não é elevado, e a imobilização do patrimônio líquido obteve uma variação negativa de, aproximadamente, 27% ao longo deste período.

A quarta empresa analisada é a Senior Solution S.A., seu nível de governança corporativa é o BOVESPA MAIS, que se encontra entre o tradicional e o Nível 1 nos termos de exigências. A tabela 14 apresenta os índices obtidos pela companhia.

Tabela 14: Indicadores de Estrutura de Capital companhia Senior Solution S.A.

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

Fonte: Elaboração própria.

A Tabela 14 mostra uma empresa que demonstra uma regularidade na forma de gerir seus capitais, apresenta pouca oscilação nos anos analisados, em relação aos cálculos desenvolvidos para este estudo. O que pode ser vislumbrado é que a empresa se financia, em sua maioria, com recursos de terceiros, mas seu endividamento apresenta uma tendência de diminuição. O quociente que apresenta maior variação é a imobilização do patrimônio líquido, em que, desde o ano de 2010, sofre sucessivas diminuições, chega a uma variação de 38% durante todo o período e apresenta no ano de 2012 uma imobilização de 77%.

Constituída no ano de 1972, a Telecomunicações Brasileiras S.A., quinta empresa analisada deste setor, é vinculada ao Ministério das Comunicações. Possui o nível tradicional de governança corporativa, e seus resultados estão na Tabela 15.

Tabela 15: Indicadores de Estrutura de Capital companhia Telebrás

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

Fonte: Elaboração própria.

A empresa Telecomunicações Brasileiras S.A., mais conhecida como Telebrás, possui um nível de endividamento alto nos primeiros anos e, no ano de 2012, estes níveis diminuem em função da entrada de novos capitais próprios.

Em todos os anos em que a pesquisa foi realizada, a maioria dos capitais se originam junto a terceiros, isto pode ser verificado no primeiro indicador, que, por ser negativo, aponta que o capital de terceiros, além de financiar o total de ativos, financia também o patrimônio líquido, porém este índice segue uma tendência de baixa e, no ano de 2012, tanto o capital próprio quanto o de terceiros é utilizado para financiar os ativos. O endividamento total da companhia possui um nível superior aos 100% nos dois primeiros anos em função do que já foi citado e, com a entrada de recursos em seu patrimônio líquido, este indicador reduz consideravelmente, chega ao fim de 2012 com um total de 73,4%.

A sexta companhia, deste setor, é líder no mercado brasileiro em software, serviços e tecnologia, a TOTVS S.A., pertencente ao Novo Mercado no nível de governança corporativa, e seus indicadores estão na Tabela 16.

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

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

Fonte: Elaboração própria.

Pode-se observar que a empresa alterou sua forma de financiar-se, através das informações prestadas pelos indicadores de endividamento total e participação de capital de terceiros, em que ambos apresentam expressivas quedas em seus quocientes.

Na composição do endividamento, observa-se que a partir de 2011 os financiamentos passaram a ter seu foco no curto prazo, chega ao ano de 2012 com 65,8% de dívidas em curto prazo e 34,2% no longo prazo. A imobilização do P.L. obteve uma queda de 40% neste período, chega a 59,75% no ano de 2012, representando um baixo índice de imobilização.

A próxima empresa é a Bematech S.A., que produz soluções no segmento de tecnologia para o comércio. É outra empresa do setor de Tecnologia da Informação que está no Novo Mercado em governança corporativa. Seus indicadores estão disponíveis na Tabela 17.

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

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

Fonte: Elaboração própria.

Deve-se atentar para o fato de que a companhia se financia, na maioria das vezes, por recursos próprios, é o que mostra os índices de Participação de Capitais de Terceiros e endividamento total. O financiamento no curto prazo é o foco da companhia, nunca esteve abaixo dos 56% do total de recursos junto a terceiros, e a imobilização do patrimônio líquido possui uma diminuição no ano de 2011, mas a variação total do período é praticamente nula, está estabilizada no ano de 2012 em 67,9%.

A oitava companhia estudada está estabelecida no nível tradicional na governança corporativa determinado pela BM&FBOVESPA, a companhia Itaotec S.A., suas informações sobre estrutura de capital estão na Tabela 18.

Tabela 18: Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Itautec S.A.

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

Fonte: Elaboração própria.

Através das informações contidas na tabela 18, pode-se destacar a forma de financiamento, que apresenta alteração no ano de 2012; pois, até aquele momento, a maior parte dos recursos utilizados pela companhia era oriunda de capitais de terceiros e, neste ano, ocorre uma inversão, mesmo que, com índices próximos, a empresa passa a buscar em recursos próprios a maior parte de seus investimentos.

Os financiamentos junto a terceiros foram com recursos no curto prazo, visto que este índice nunca ficou abaixo de 53%, e finaliza este período em 57,97%. Já a imobilização do patrimônio líquido sofre gradativa queda ano após ano, chega a 16,4% em 2012, a diminuição acumulada deste quociente chega a 27,7% de 2010 a 2012.

A última empresa analisada é pertencente ao Grupo Positivo, denominada de Positivo Informática S.A.. A partir de dezembro de 2006, começou a negociar suas ações no Novo Mercado da BM&FBOVEPA, seus dados estão presentes na Tabela 19.

Tabela 19: Indicadores de Estrutura de Capital da companhia Positivo Inform S.A.

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

Fonte: Elaboração própria.

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

Outro fato que comprova a dependência da companhia aos capitais de terceiros é o primeiro indicador, que representa a relação de capitais próprios com capitais de terceiros e que também sofre alta gradativa, chega a 183,65 no ano de 2012. Estes novos financiamentos concentram-se no curto prazo, pois as dívidas no longo prazo representam somente 10% no ano de 2012, ou seja, 90% do total de financiamentos está no curto prazo. Por fim, sua imobilização do patrimônio líquido é relativamente baixa,

apresenta uma taxa em torno de 20% em 2010, obtém um crescimento nos anos seguintes e chega a 29% no ano de 2012.

Através da análise individual dos resultados obtidos, já se observa um quadro variado com relação à estrutura de capital das empresas do setor de Tecnologia da Informação, assim como no de telecomunicação. Esta disparidade será relacionada com as médias absolutas dos setores na sequência.

5 Análise e Discussão dos Resultados

As empresas analisadas apresentaram variações em ambos os setores, porém a grande maioria delas possui altos índices de endividamento, com raras exceções. No setor de telecomunicação, cabe ressaltar a companhia Inepar Telecomunicações, seu nível de endividamento é superior ao das demais companhias, a totalidade dos bens é financiada por capitais de terceiros conforme se observa na Tabela 20.

Tabela 20: Endividamento total por empresa do setor de telecomunicação

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

Fonte: Elaboração própria.

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

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

Tabela 21: Endividamento total por empresa do setor de tecnologia da informação

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

Fonte: Elaboração própria.

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

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

Tabela 22: Média do Setor de Telecomunicação

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

Fonte: Elaboração própria.

A Tabela 22 relaciona todas as companhias que compõem o setor de Telecomunicações e apresenta uma regularidade em seus indicadores de estrutura de capital, não sendo possível observar disparidades relevantes durante o período analisado. Tal regularidade é descrita por Hoji (2017) como resultado de uma gestão financeira adequada. Destaca-se o ano de 2011, como o de menor nível de endividamento do setor e menor imobilização do patrimônio líquido, o período apresenta uma gradual redução na utilização de capitais de terceiros a curto prazo. Estas médias foram obtidas através de números absolutos das companhias.

O primeiro quociente, que mostra a proporção de capitais de terceiros, que estão sendo utilizados pelas empresas, em relação aos capitais próprios, representa a ideia de que as companhias deste setor preferem obter recursos oriundos de terceiros a utilizarem seu próprio capital. Já o segundo representa

como está composta a busca por recursos junto a terceiros e, através de uma pequena análise, nota-se que o financiamento no longo prazo é o preferencial das companhias deste setor. Esta forma de financiamento é compartilhada por oito das dez companhias, sendo as empresas Telefônica Brasil S.A. e Tim Participações S.A. as únicas a obterem a maior parte de financiamentos no curto prazo.

A imobilização do patrimônio líquido, que é o terceiro indicador proposto, está, em todos os anos, acima de 100%, o que significa uma alta imobilização de recursos próprios. Este índice, estando abaixo de 100%, representa uma sobra de patrimônio a ser investida no ativo circulante, o que não é o caso deste setor. O último indicador representado na tabela 20 é o de endividamento total, este índice representa quanto de dívidas a empresa possui percentualmente perante o total de seus bens e direitos.

Os quocientes apresentados, pelo setor em questão, são elevados, pois em nenhum ano seu endividamento foi inferior a 50%, pelo contrário, em dois anos analisados, ele é superior a 60%. A companhia que destoa, novamente, por ter um índice de endividamento abaixo da média do setor, é a Telefônica Brasil S.A., sendo seu endividamento total de 36,4% no ano de 2012.

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

Tabela 23: Média do Setor de Tecnologia da Informação

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

Fonte: Elaboração própria.

A média dos indicadores apresentados pelo setor de Tecnologia da Informação representa uma diminuição constante em seu nível de endividamento e, conseqüentemente, na participação de capitais de terceiros nas companhias. Este fenômeno, conforme Gitman (2010), resulta da necessidade de as empresas manterem o controle sobre a composição do seu endividamento. A variação no período é negativa em todos os quocientes apresentados, sendo mais expressiva quando tange à imobilização do patrimônio líquido.

O primeiro indicador, que representa a participação de capitais de terceiros perante os próprios, tem, no ano de 2010, um índice de 148. No ano seguinte, ele diminui para 143 e, por fim, em 2012, chega a 137. Isto demonstra que as companhias deste setor financiam-se, em sua maioria, por recursos de terceiros, mesmo com a variação negativa de 7,36% no período. A composição do endividamento demonstra certo equilíbrio, pois em todos os anos o índice variou perto dos 50%, representando assim companhias que possuem praticamente a mesma quantidade de dívidas no curto e no longo prazo.

O terceiro indicador é o que apresenta a maior variação deste setor, sendo que está em constante

diminuição. O quociente abaixo de 100 representa uma sobra de capitais próprios a serem investidos no capital de giro da companhia. O índice partiu de 112,1 em 2010 e finalizou o ano de 2012 em 73,4, representando uma diminuição na imobilização do patrimônio líquido de 34,5%, um número significativo no período estudado.

Assim como os indicadores anteriores, o de endividamento total segue uma pequena, porém consistente, diminuição nos seus resultados. Este indicador, analisado isoladamente, não deve ser visto como um fator de risco, pois as companhias podem conseguir novos investimentos com os capitais de terceiros ao invés da utilização de seus recursos próprios.

Com a análise de ambos os setores, pode-se notar a dependência que eles possuem em relação aos capitais de terceiros. Nos dois setores, este indicador fica acima de 100, mesmo assim o ramo de Telecomunicação possui uma dependência maior destes capitais.

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

Outro ponto em que há uma certa semelhança é na composição do endividamento, pois ambos procuram se financiar a longo prazo, mas o setor de T.I. possui financiamentos a curto prazo em níveis superiores, sempre perto dos 50%, enquanto no setor de Telecomunicação, este indicador sempre apresentou resultado entre 30% e 40%.

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

6 Conclusão

Este estudo propôs a análise sobre a estrutura de capital das empresas que compõem os setores de Telecomunicação e Tecnologia da Informação, listadas na BM&FBovespa. Para tanto, foram apresentadas as teorias mais difundidas sobre este assunto, que são: a Teoria Tradicional, a Teoria de Modigliani e Miller, a Static Trade-off Theory e a Teoria de Pecking Order, cada qual com seus respectivos argumentos e proposições.

O argumento de que este assunto é controverso fica evidente nas análises individuais realizadas com as companhias destes dois setores, pois a forma com que estruturam seu capital não segue uma lógica definida. Os resultados obtidos proporcionaram uma variedade de formas de financiamentos; visto isso,

pode-se afirmar que as companhias buscam, normalmente, as melhores oportunidades e, dificilmente, seguirão algum padrão proposto.

Foi observado neste estudo que elas seguem a tendência de mercado junto ao seu setor, seguindo o que afirma Gitman (2010), de que esse é um fato comum entre as empresas. Algumas exceções são constatadas no padrão que determinado setor possui, mas isto pode ser explicado pelo tamanho da companhia, pelo foco de investimentos, pela necessidade, entre outros motivos.

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

O presente estudo verificou que nenhuma das teorias referentes à estrutura de capital possui uma unanimidade perante as companhias estudadas, isto proporciona que novos estudos sobre este assunto surjam, sempre em busca de uma solução mais interessante ao que foi desenvolvido até então. O assunto em questão necessita tempo de discussão para chegar-se a uma resolução mais concreta e específica, dá assim margem para as empresas possuírem individualidades em sua estrutura de capital, por isso são verificadas estas disparidades entre as empresas.

Esta forma, individualizada, de formar a estrutura de capital das companhias pode vir a inspirar trabalhos futuros neste campo no qual se vislumbra uma vasta área para pesquisas futuras. Podem ser explicados fatores que influenciaram a busca por capital, a alavancagem financeira gerada pelos capitais de terceiros, se as estruturas adotadas geram ou não resultado positivo, como também a variação dos resultados apresentados pelas companhias em função da estrutura adotada. Para tanto, este assunto ainda suscita a necessidade e a oportunidade de que novas teorias e estudos venham a explicar e tentem elucidar a melhor forma de estruturar o capital das companhias.

Além disso, existem oportunidades de estudos futuros com as mesmas empresas analisadas, verificando seu comportamento a partir do ano de 2013, quando o Brasil teve uma parada abrupta em seu reaquecimento econômico, mergulhando em uma nova crise econômica.

Referências

BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 43, p. 9-19, 2007. Disponível em <<https://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/34211>>. Acesso em: 15 ago. 2017.

CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A.; SILVA, R. **Metodologia científica**. 6. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

ECKERT, A. **Marketing Virtual**: conduzindo um empreendimento on-line ao sucesso. 1. ed. Curitiba: Prismas, 2017.

FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Testing the pecking order theory of capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 67, n. 2, p. 217-248, 2003. Disponível em <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X02002520>>. Acesso em: 05 set. 2017.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GIMENES, R. M. T. A Teoria Tradicional e o modelo de franco Modigliani e Merton Miller: uma abordagem crítica. **Akrópolis - Revista de Ciências Humanas da UNIPAR**, v. 7, n. 25, p. 18-28, 1999. Disponível em <<http://revistas.unipar.br/index.php/akropolis/article/view/1742>>. Acesso em: 12 ago. 2017.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 12. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

HOJI, M. **Administração financeira e orçamentária: matemática financeira aplicada, estratégias financeiras, orçamento empresarial**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

IUDÍCIBUS, S. **Análise de balanços**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

KIRCH, G. Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto. **Revista ConTexto**, v.8, n. 13, p. 1-21, 2008. Disponível em <<http://www.seer.ufrgs.br/ConTexto/article/view/11100>>. Acesso em: 11 nov. 2017.

LEITES, E. T. Juros sobre o capital próprio: a influência na formação da estrutura de capital nas empresas brasileiras listadas na BOVESPA. 2008. Dissertação (Mestrado e Contabilidade e Controladoria) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis. Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS), São Leopoldo, 2008.

RODRIGUES, P. R.; KLOECKNER, G. O. Estrutura de capitais e seus fatores determinantes no Brasil. **Revista ConTexto**, Porto Alegre, v. 6, n.10, p. 1-22, 2006. Disponível em <<http://seer.ufrgs.br/index.php/ConTexto/article/view/11229>>. Acesso em: 12 nov. 2017.

ROLDÃO, T.; MONTE-MOR, D. S.; TARDIN, N. A influência da recessão econômica na intenção de empreender: uma análise cross-country baseada na crise do subprime. **Organizações & Sociedade**, v. 25, n. 85, p. 320-338, 2018. Disponível em <<https://portalseer.ufba.br/index.php/revistaoes/article/view/16756>>. Acesso em: 23 jul. 2018.

ROSS, S. A.; JAFFE, J. F.; WESTERFIELD, R. W. **Administração financeira: corporate finance**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

SANTOS, C. M.; PIMENTA JÚNIOR, T.; CICCONI, E. G. Determinantes da escolha da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto: um survey. **Revista de Administração - RAUSP**, v. 44, n. 1, p. 70-81, 2009. Disponível em <<http://www.redalyc.org/html/2234/223417526006/>>. Acesso em: 25 ago. 2016.

TEIXEIRA, B. R.; PRADO, M. F.; RIBEIRO, K. C. S. Um estudo da Teoria de Modigliani-miller através do caso de empresas brasileiras: analisando a irrelevância da estrutura de capitais. **Facef – Pesquisa, Desenvolvimento e Gestão**, v. 14, n. 1, p. 67-79, 2011. Disponível em <<http://periodicos.unifacel.com.br/index.php/facefpesquisa/article/download/267/259>>. Acesso em: 05 jan. 2018.

WATSON, R.; WILSON, N. Small and Medium Size Enterprise Financing: A Note on Some of the Empirical Implications of a Pecking Order. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 29, n. 3-4, p. 557-578, 2002. Disponível em <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/1468-5957.00443>>. Acesso em: 12 set. 2017.