



## **ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS NO BRASIL: EVIDÊNCIAS PARA 2009-2017**

Joseli Fernanda Nappi<sup>1</sup>

Marisa dos Reis Azevedo Botelho<sup>2</sup>

Felipe Nogueira da Cruz<sup>3</sup>

Nathalie Tellez Marins<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> Doutoranda em Economia no Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE-UNICAMP) e pesquisadora do Centro de Estudos de Relações Econômicas Internacionais (CERI) do IE-UNICAMP. Contato: fernandanappi1@gmail.com

<sup>2</sup> Professora Titular do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia. Contato: botelhomr@ufu.br

<sup>3</sup> Professor Assistente do Instituto de Economia da Universidade Federal de Juiz de Fora. Contato: felipe.cruz@ufjf.edu.br

<sup>4</sup> Doutoranda em Economia no IE-UNICAMP. Contato: nathalie.marins@gmail.com

**RESUMO:** O objetivo deste trabalho é analisar a composição das fontes de financiamento de longo prazo das empresas não financeiras (ENF's) de capital aberto que atuam no Brasil, para o período 2009-2017. Para tanto, foram utilizadas informações financeiras de 121 firmas com registro na BM&FBOVESPA, coletados na base Economática. A metodologia de decomposição da estrutura de financiamento baseia-se no trabalho de Moreira e Puga (2000). Os resultados mostraram maior participação dos recursos externos em relação aos internos, sendo composto principalmente por dívidas. Sua participação caiu nos anos mais recentes, mas ainda se manteve maior que os recursos internos. Sua participação mostrou-se positivamente relacionada ao tamanho do ativo total. Os resultados também mostraram que no início do intervalo houve uma ampliação do endividamento total das firmas juntamente à melhora no perfil de vencimento, ambos os movimentos foram revertidos no final do intervalo. Essas evidências corroboram a hipótese assumida, permitindo afirmar que a melhora no perfil de vencimento e a maior participação dos recursos externos neste período se deveram principalmente ao ciclo expansivo do mercado de crédito brasileiro e que a sua retração está sendo absorvida em parte pelos recursos próprios, que poderá assumir maior importância no financiamento do crescimento destas firmas nos próximos anos.

**Palavras-chave:** Estrutura de capital; Empresas não financeiras de capital aberto; Financiamento de longo prazo.

*ABSTRACT: The aim of this paper is to analysis the composition of the long-term financing sources of the Brazilian non-financial companies (NFCs) for the period 2009-2017. For this purpose, financial information of 121 firms with BM & FBOVESPA registration was used. The data were collected in the Economática database. The methodology of decomposition of the financing structure is based on Moreira and Puga (2000). The results showed greater participation of external resources in relation to the internal ones, they were being composed mainly by debts. Its share has declined in recent years, but it has remained broader than internal resources. Its participation was positively related to the size of the total assets. The results also showed that at the beginning of the period there was an increase in the total indebtedness of the firms together with the improvement in the maturity profile, both movements were reversed at the end of the period. This evidence corroborates the hypothesized that the improvement in the maturity profile and the greater participation of external resources in this period were mainly due to the expansionary cycle of the Brazilian credit market and that its retraction is being absorbed in part by the own resources, which may be of greater importance in financing the growth of these firms in the coming years.*

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

Área: 3.2 Financiamento empresarial

JEL: G32

## INTRODUÇÃO

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

O estudo conduzido por Almeida *et al.* (2013) assinala que, a partir de 2008, houve uma mudança importante na estrutura de capital das ENF's que atuam no Brasil. O autofinanciamento, que desde meados dos anos 1980 era apontado como a principal fonte de recurso das firmas (FERREIRA, BRASIL, 1997; RODRIGUES JÚNIOR, MELO, 1999; MOREIRA, PUGA, 2000), perdeu sua participação no financiamento do investimento no período. Neste íterim, os recursos de terceiros – especialmente endividamento – ampliaram sua participação, superando a parcela correspondente aos recursos próprios. Ademais, a expectativa das empresas entrevistadas no estudo era de que a nova situação prevalecesse nos anos seguintes (2010-2012).

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

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

Se, de um lado, a queda da rentabilidade no período prejudicou a geração de recursos próprios e, consequentemente, a capacidade de autofinanciamento das firmas, de outro lado, a intensificação da atuação do BNDES entre 2009 e 2014 contribuiu para sustentação da oferta de crédito. Assim, as questões que se colocam são: como as ENF's que atuam no Brasil financiaram suas atividades pós-2008? Como a queda dos lucros, a retração da oferta de crédito e a ampliação do mercado acionário se refletiram na estrutura de capital das firmas? Assume-se a hipótese de que a maior participação dos recursos externos no financiamento das firmas, com protagonismo do endividamento, se deveu ao ciclo expansivo do mercado de crédito brasileiro, estreitamente relacionado à atuação do BNDES. Assim, acredita-se que a reversão do ciclo de crédito implicará em perda de espaço do endividamento no financiamento das firmas.

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

Este estudo justifica-se pela escassez de estudos empíricos, a partir de dados do balanço de pagamento das firmas, para o período mais recente da economia brasileira. Além disso, sua amostra abarca diferentes setores econômicos e é composta por empresas de grande porte, o que indicaria acesso a uma gama mais ampla de fontes de financiamento, em relação às empresas de pequeno porte. Por fim, este estudo diferencia-se por investigar um período mais longo que os demais estudos, abarcando conjunturas econômicas distintas, o que possibilita evidenciar de forma mais clara possíveis impactos de mudanças sobre o financiamento das firmas.

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

## 2. FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO: NOTAS TEÓRICAS E O CASO BRASILEIRO

Numa economia monetária da produção, tal como a economia contemporânea, as decisões de investimento – principal determinante da dinâmica econômica – apoiam-se no sistema financeiro.

No esquema teórico desenvolvido por Keynes (2010), para viabilizar o investimento é necessário somente um fluxo rotativo de recursos – que chamou de *finance*. Trata-se de uma demanda temporária, isto é, de curto prazo, por recursos, que precede temporalmente a compra ou a produção do bem de investimento. O investimento estimula a economia, gerando emprego e renda, cuja parcela não consumida se torna poupança. Quando canalizada para o mercado financeiro, a poupança gerada se constitui em *funding* e é capaz de refinar a dívida de curto prazo.

Portanto, pelo lado financeiro, a decisão de investir é condicionada pela capacidade de obter recursos suficientes a curto prazo ao longo da produção do bem de investimento, mas também pela perspectiva de refinanciá-lo à longo prazo em condições satisfatórias (KEYNES, 2010, p. 92). De acordo com Freitas (2009):

Influenciado pela institucionalidade monetária-financeira prevalecente na Inglaterra, onde os bancos se especializavam no crédito de curto prazo, enquanto as demais instituições financeiras se especializavam nas operações de mercado de capital, [...] Keynes associa o *funding* ao mercado de capitais. Porém, nada impede que, em outros arranjos institucionais, o financiamento do investimento seja consolidado também pelo sistema bancário, como intermediário da poupança financeira, mediante a concessão de empréstimos de longo prazo ou da aquisição de títulos negociáveis de dívida direta emitidos pelas empresas, bem como de participações acionárias (FREITAS, 2009, p. 6).

Ressalta-se, assim, o papel fundamental desempenhado pelo sistema financeiro. Ele é responsável, por um lado, pelo adiantamento dos recursos necessários ao investimento e, por outro, pela transformação da dívida de curto prazo em outra de longo prazo.

Apesar de não ser o foco deste trabalho, cabe mencionar que o financiamento das firmas também é discutido do ponto de vista das suas implicações para a estabilidade econômica. Segundo a hipótese de instabilidade financeira minskyana, um longo período de crescimento econômico e estabilidade financeira contribui para a erosão das margens de segurança das operações de crédito e para adoção de posturas financeiras mais arriscadas pelos agentes, isto é, posturas mais dependentes das condições do mercado financeiro, o que o torna progressivamente mais frágil à mudanças nas expectativas (TYMOIGNE, WRAY, 2014).

No caso brasileiro, o financiamento corporativo – a parcela referente aos recursos de terceiros – é obtido principalmente por meio do mercado de crédito.

Nesse mercado, historicamente, estabeleceu-se uma divisão entre as instituições financeiras privadas e públicas que atuam no Brasil. As primeiras, por meio de recursos próprios, preferem conceder crédito de curto prazo, cabendo às outras oferecer o crédito de longo prazo, obtidos majoritariamente por meio de recursos direcionados (PRATES, FREITAS, 2013).

Desde 2008 o mercado de crédito corporativo nacional passou por forte ampliação. A relação entre o crédito corporativo e o PIB<sup>5</sup>, que era de 18,8% em 2007, atingiu 28,5% em 2015. Desde então essa relação vem caindo, atingindo 20,77% em março de 2019 (BCB, 2019).

Esse movimento pode ser atribuído, em grande medida, ao BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social)<sup>6</sup>, que intensificou sua atuação num esforço contra-cíclico frente à deterioração do cenário econômico internacional e à postura conservadora dos bancos privados.

No período, seus desembolsos cresceram 68,7%, saindo de R\$ 138,01 bilhões em 2007 para R\$ 232,84 bilhões em 2014. Segundo o relatório do Banco, a ampliação do volume de desembolsos ocorreu para todos os portes de empresas. Conforme mostra o gráfico 1.2, no caso das de grande porte, eles cresceram 53,3% entre 2007 e 2014, passando de R\$ 103,8 bilhões para R\$ 159,2 bilhões. Assim, a relação entre seus desembolsos e o PIB saiu de 2,39% em 2007 para 3,25% em 2014, com pico de 4,33% em 2010 (BNDES, 2018b).

<sup>5</sup> Série 20623 (Saldo da carteira de crédito a pessoas jurídicas em relação ao PIB) do Sistema Gerenciador de Séries temporais do Banco Central do Brasil.

<sup>6</sup> A Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil também intensificaram sua atuação no período. No entanto, sua análise foge ao escopo deste trabalho.

Gráfico 1 – BNDES: volume de desembolso e % no PIB (2007-2018)

Gráfico 1.1 – Referente ao total

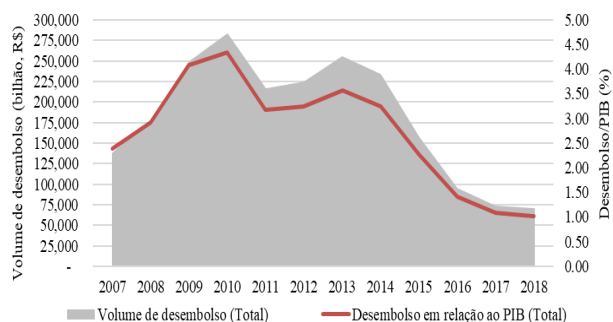
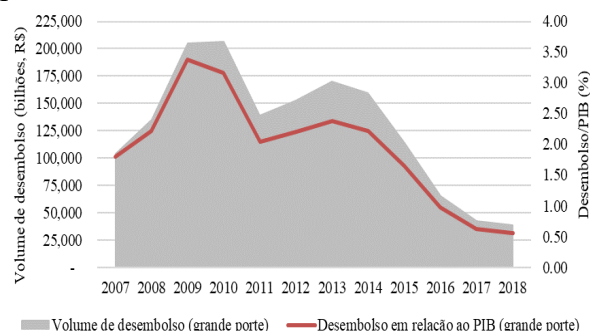


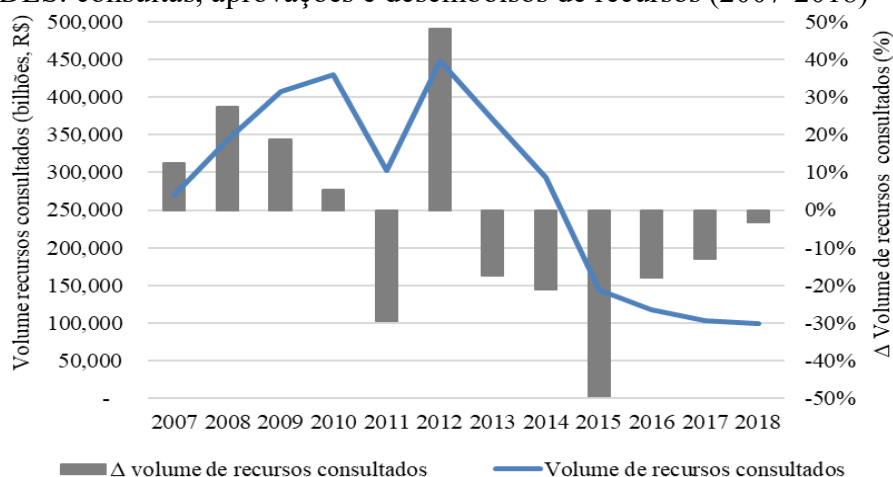
Gráfico 1.2 – Referente às empresas de grande porte



Fonte: BNDES (2018b). Elaboração Própria.

No entanto, desde 2013 o volume de recursos consultados ao Banco, que representa um termômetro do interesse por investimentos, vem caindo sistematicamente como reflexo da crise econômica, totalizando uma queda de 78% em 2018 em relação à 2012 (Gráfico 2). Os dados recentes não apontam para uma recuperação; pelo contrário, no primeiro trimestre de 2019 o volume de recursos consultados caiu 41% em relação ao mesmo período de 2018 (VILLAS BOAS; SARAIVA, 2019). A queda do volume consultado parece ter se refletido no volume desembolsado pelo Banco.

Gráfico 2 – BNDES: consultas, aprovações e desembolsos de recursos (2007-2018)



Fonte: BNDES (2018b). Elaboração Própria.

Os dados de 2015 mostram que seus desembolsos passaram por forte contração, aproximadamente 33% em relação ao ano anterior, alcançando R\$ 156,66 bilhões. Em relação ao PIB, o desembolso neste ano foi de 2,27%, taxa inferior à vigente antes da crise *subprime*, em 2007. Desde 2016, a redução de desembolsos foi ainda mais drástica, chegando a 1,02% do PIB em 2018, a menor taxa desde 1995<sup>7</sup> (BNDES, 2018b).

Cabe mencionar que, desde a troca do governo federal em 2015 e sua reorientação econômica, o BNDES iniciou uma devolução expressiva de recursos ao Tesouro Nacional, comprometendo sua capacidade de prover *funding*. Entre 2015 e o final de 2018, o Banco devolveu R\$ 310 bilhões ao Tesouro Nacional (BNDES, 2018a). Até 2022, a Fazenda espera receber outros R\$ 270,9 bilhões (GRANER; PUPO, 2019).

Além disso, em 2018 o Banco substituiu a taxa de juros de longo prazo (TJLP), subsidiada pelo Tesouro Nacional, pela taxa de longo prazo (TLP) que segue taxas de mercado, encarecendo o crédito (DA COSTA, 2019).

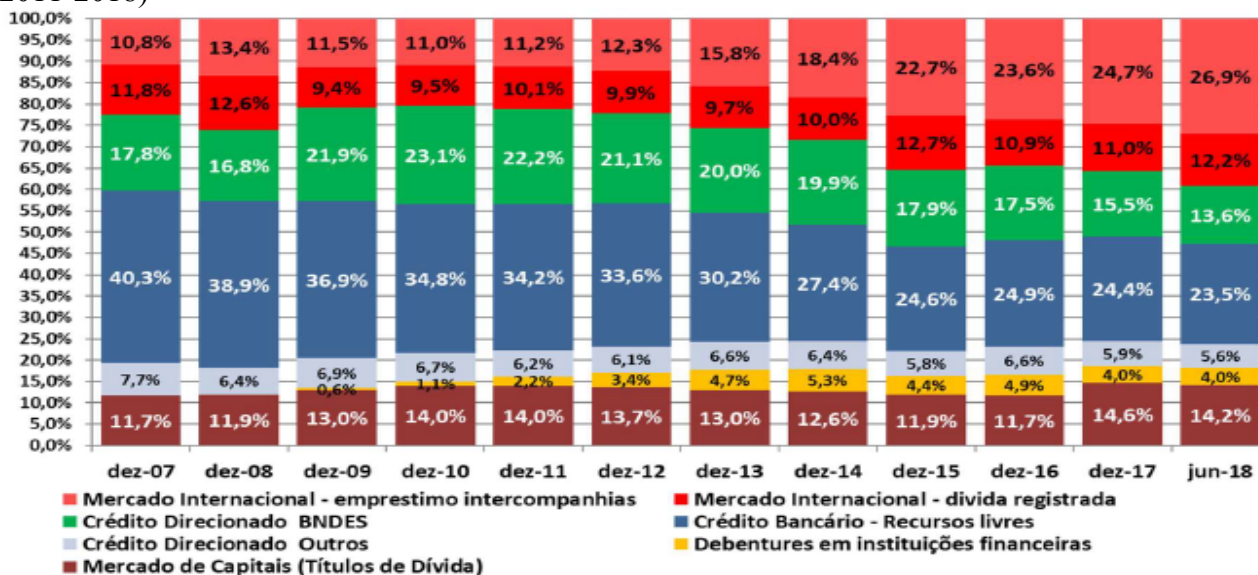
<sup>7</sup> Segundo os dados do BNDES (2018b), a relação desembolsos/PIB foi de 1,01% em 1995.

Ao final de 2018 a própria continuidade do BNDES parecia estar em xeque. Uma ala mais radical da equipe econômica do presidente da república eleito Jair Bolsonaro (2019-2022) advogava pela sua extinção após completada a etapa mais pesada do pacote de privatizações do novo governo, sob o argumento de que o banco se tornará desnecessário em virtude da maior sofisticação do mercado de capitais e da abertura econômica da economia brasileira. Para outra ala, ainda caberia ao Banco um papel relevante para o desenvolvimento de um mercado secundário de debêntures e no crédito para pequenas e médias empresas e apoio a *startups*. No entanto, de acordo com este grupo, ele deveria passar por um amplo processo de encolhimento<sup>8</sup> (RITTNER, 2018). Apesar do futuro do BNDES ainda ser incerto, parece haver certo consenso entre analistas de mercado de que ele passará por novas rodadas de enxugamento nos próximos anos.

De fato, atualmente o BNDES passa por mudanças operacionais e por uma redefinição de estratégia na qual, segundo seu novo presidente Joaquim Levy, haverá menor presença no financiamento corporativo tradicional (SAFATLE, 2019).

Por outro lado, discute-se um processo de substituição de fontes de financiamento das firmas no Brasil no período recente (CEMEC, 2018) que, segundo o BCB (2018), estaria sendo favorecido pela redução dos custos de captação no exterior e no mercado de capitais, em tendência de queda desde 2016. Segundo CEMEC (2018), os recursos livres e do BNDES reduziram sua participação nas fontes de financiamento, ao passo que houve um aumento da participação de recursos em moeda estrangeira e de instrumentos de dívida corporativa.

Gráfico 3 – Composição do exigível financeiro consolidado de todas as ENF's brasileiras (% no total) (2011-2018)



Fonte: CEMEC (2018).

O relatório do CEMEC (2018) também mostra um aumento expressivo no volume e no número de captações domésticas no mercado de capitais entre 2005 e 2017. O volume passou de R\$ 26,4 bilhões para R\$ 162,02 bilhões, enquanto o número de captações passou de 139 para 740, no período. Isso significou um crescimento de aproximadamente 513% e 432%, respectivamente.

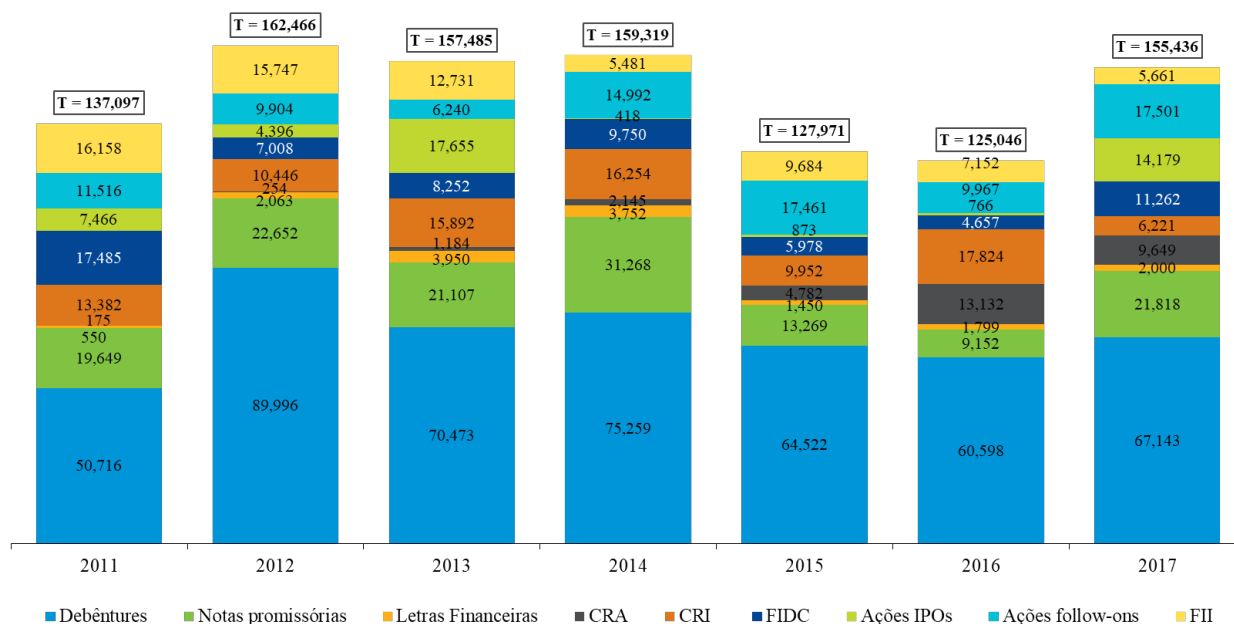
Em 2005, o crescimento esteve centrado em debêntures e nos dois anos seguintes ganharam destaque as emissões de ações<sup>9</sup>. Segundo SANT'ANNA (2009), esse desempenho foi, em boa medida, resultado da expansão da liquidez internacional e da melhoria nas condições externas da economia

<sup>8</sup> A primeira ala foi capitaneada por Rubem Novaes, cotado para presidência do BNDES. Seu argumento foi apresentado em ocasião da comemoração do centenário de nascimento do economista Roberto Campos, realizado em 2018. A segunda ala foi capitaneada por Roberto Castello Branco, outro nome então cotado à presidência do Banco (RITTNER, 2018).

<sup>9</sup> Sant'anna (2009) argumenta que esse incremento na emissão de ações deveu-se principalmente ao maior interesse dos investidores externos, sobretudo nas operações de abertura de capital. Dentre os principais setores não financeiros emissores, destacam-se construção civil, alimentos e energia elétrica.

brasileira. No período mais recente, entre 2011 e 2017, a ampliação do volume de captações domésticas teve como componente principal as emissões de debêntures de empresas não financeiras (CEMEC, 2018).

Gráfico 4 – Emissões Domésticas - Renda Fixa, Renda Variável e Híbridos Volume (em bilhões, R\$) (2011-2017)



Fonte: CEMEC (2018).

No período mais recente, a ampliação do volume de notas promissórias em 2017 é explicada pelo aumento do valor médio das emissões, sinalizando um aumento de participação de empresas de maior porte. Já o aumento das emissões primárias de IPO's pode ser considerado modesto quando comparado aos valores observados em 2007, quando registrou sua maior emissão histórica<sup>10</sup>. Em relação às emissões primárias de ações de empresas já listadas (*follow-ons*), os dados mostram queda do volume de operações desde 2008, e queda do número de operações desde 2009, ainda que, em 2017, o volume e o número de operações sejam superiores aos de 2011 (CEMEC, 2018).

Com relação ao destino das operações, entre 2004 e 2006 a maior parte foi utilizada na reestruturação de dívidas, fusões e aquisições e capital de giro (SANT'ANNA, 2009). Atualmente, segundo indica o relatório do CEMEC (2018), ele segue a mesma linha, dado que desde 2012 a ampliação das operações foi destinada principalmente ao refinanciamento do passivo e, em 2017, para o financiamento de capital de giro.

### 3. ENF'S NO BRASIL: ESTRUTURA DE CAPITAL RECENTE E O CENÁRIO PÓS-2008

Estudos empíricos mostram que, desde o final dos anos 1980 até as vésperas da última crise financeira internacional, as ENF's que atuam no Brasil financiaram seu crescimento majoritariamente por meio de recursos próprios. O endividamento ocupou uma posição secundária, seguido pelo financiamento por ações<sup>11</sup>, conforme sintetizado na Tabela 1.

A decomposição da estrutura de capital das ENF's no imediato pós-Plano Real, realizada por Moreira e Puga (2000), mostrou que a participação dos recursos próprios (internos) no total do

<sup>10</sup> Em 2007 o volume de emissão de IPO's registrado foi de R\$ 55,6 bilhões, com 64 emissões (CEMEC, 2018). Como argumenta Sant'Anna (2009), a despeito do grande crescimento do lançamento de ações, ele foi limitado a um grupo pequeno de setores e empresas.

<sup>11</sup> Cabe destacar que a amostra e a metodologia dos trabalhos variam, o que certamente afetou os resultados encontrados. No entanto, eles são úteis como um indicio da estrutura de capital adotada pelas firmas no Brasil.



financiamento foi em média 55%, contra 45% dos recursos de terceiros (externos). Entre 2004 e 2007, os resultados de Almeida *et al.* (2013) também apontaram para a predominância dos recursos próprios no financiamento das ENF's. O financiamento interno correspondeu, em média, a 50,9% do total, enquanto a participação dos recursos de terceiros foi em média de 49,1%.

Tabela 1 – Estrutura de capital das ENF's no Brasil: resultados de pesquisas selecionadas<sup>12</sup>

Período	Composição da amostra	Metodologia	Financiamento			
			Interno	Externo (a + b)	Dívidas (a)	Ações (b)
Rodrigues Jr. e Melo (1999)						
1987-1996	24 grandes empresas brasileiras	Análise de dados do BP	63,9	36,1	29,6	6,5
Moreira e Puga (2000)						
1995-1997	4.312 empresas de capital aberto - nacional e estrangeiro - com portes distintos	Análise de dados do BP	55	45	25	20
Almeida et al. (2013)						
2004-2007	104 empresas industriais de grande porte	Análise de dados do BP	50,9	49,1	41,5	7,6
2008			25	75	58,7	16,3
2010-2012 (previsão)	24 empresas	Entrevista realizada em 2009	37,7	62,3	61,1	1,2

Fonte: Elaboração Própria.

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

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

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

<sup>12</sup> A estrutura de capital das firmas é estudada pela literatura sob diferentes perspectivas. A título de exemplo, o trabalho de Oliveira e Oliveira (2009) utiliza modelos de estrutura ótima de capital e de hierarquia de fontes de financiamento para analisar as políticas de financiamento adotadas pelas companhias abertas brasileiras. Já Sobrinho *et al.* (2012) desenvolvem modelos de ajuste parcial e de *duration* para testar a relevância de fatores específicos de países na determinação da estrutura de capital de empresas listadas nas bolsas de valores brasileira, chilena e mexicana. Rogers *et al.* (2013) analisam o impacto das tendências de reclassificações no *rating* de crédito nas decisões de estrutura de capital de empresas não-financeiras listadas da América Latina. Como fogem ao escopo deste trabalho, esses estudos não são discutidos em maior profundidade.



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

De fato, os efeitos da crise internacional acometeram em maior ou menor grau um grande número de firmas, levando à sua fragilização financeira e, conseqüentemente, à queda dos seus investimentos em ativos imobilizados e à interrupção do ciclo expansivo da economia brasileira que vigorou entre 2004 e 2010<sup>13</sup> (ALMEIDA *et al.*, 2016; CORRÊA *et al.*, 2017).

A trajetória de queda da rentabilidade sobre o patrimônio iniciada em 2010 é uma característica desse processo de fragilização e foi resultado, em grande medida, da elevação das despesas financeiras das ENF's no período pós-crise de 2008. Outra característica do processo de fragilização foi a elevação do grau de endividamento, consequência da queda da demanda agregada, da elevação das taxas de juros sobre empréstimos e de fatores ligados à queda da rentabilidade. De acordo com Almeida *et al.* (2016), a relação entre o capital de terceiros e o capital próprio subiu de 1,3 para 1,9 entre 2010 e 2015, já o endividamento líquido como proporção do patrimônio líquido subiu de 58,6% para 87,2%. Além disso, houve ampliação da participação de empréstimos de curto prazo no passivo total.

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

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

#### 4. ESTRUTURA DE CAPITAL DAS ENF'S DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL NO PERÍODO DE 2009 A 2017

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

##### 4.1. Metodologia de levantamento dos dados e de decomposição da estrutura de capital

Os dados utilizados foram coletados na base Economática e se referem às informações financeiras de companhias de capital aberto com registro na BM&FBOVESPA. No total, a amostra contou com 121 empresas registradas em 6 setores não financeiros, com 28 subsetores<sup>14/15</sup>. A partir

<sup>13</sup> Entre 2004 e 2010 a taxa média de crescimento econômico brasileiro foi de 4,5%, quase o dobro da taxa média dos anos seguintes, entre 2011 e 2014, que foi de 2,4%. Segundo Corrêa *et al.* (2017), o investimento foi o principal responsável pelo desempenho da economia nacional no primeiro período.

<sup>14</sup> De acordo com a classificação BM&FBOVESPA. Segundo seu sítio na internet, a classificação setorial considera, principalmente, os tipos e os usos dos produtos ou serviços desenvolvidos pelas empresas, classificando-as no setor que corresponde aos produtos ou serviços que mais contribuem para a formação das suas receitas. Os critérios de classificação estão disponíveis em: [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/acoes/criterio-de-classificacao/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/acoes/criterio-de-classificacao/) Acesso: 05/10/2018.

<sup>15</sup> Inicialmente foram coletadas informações de 229 ENF's. Em seguida, foram desconsideradas as empresas que não apresentaram dados ou que apresentaram série de dados incompleta e as empresas com variação negativa do capital de longo prazo no período. Na sequência, foram excluídos da amostra os setores de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, Telecomunicações, e Tecnologia da Informação, que contavam com um número demasiadamente pequeno de observações.

do trabalho de Almeida, Novais e Rocha (2016), os subsetores foram classificados em 4 macrossetores: i) Agropecuária: 3 firmas; ii) Comércio: 16; iii) Indústria: 54; e iv) Serviços: 48 (Tabela 2).

Tabela 2 – Composição da amostra por setor e macrossetor

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

Fonte: BM&FBOVESPA. Elaboração Própria.

A fim de controlar os efeitos meramente monetários, os dados foram deflacionados usando o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Ampliado)<sup>16</sup>, o ano base foi 2009.

A metodologia utilizada tem como referência o trabalho de Moreira e Puga (2000) que, por sua vez, se baseia na proposta original de Singh e Hamid (1992)<sup>17</sup>. De acordo com ela, o crescimento de

<sup>16</sup> Fonte: IPEA-DATA.

<sup>17</sup> O trabalho de Almeida *et al.* (2013), discutido na seção 4.1, também se baseia na metodologia de Singh e Hamid (1992). No entanto, calcula a participação do financiamento externo por meio de ações a partir do somatório da oferta primária de novas ações e do aporte de recursos dos sócios, e não como um resíduo, tal como em Moreira e Puga (2000).

uma firma corresponde à variação do seu capital de LP (longo prazo)<sup>18</sup>. O capital de LP em um exercício é a diferença entre o ativo total e o passivo circulante (passivo de curto prazo) – ambos apurados ao final do exercício e divulgados no Balanço Patrimonial – (Equação 1). Dessa forma, a variação do capital de LP apurada em um exercício é a diferença entre o capital de LP do exercício e o capital de LP do exercício anterior.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

<sup>18</sup> O prazo está relacionado com o horizonte contábil: curto prazo refere-se às operações efetivadas em até 12 meses do exercício social (ano civil), enquanto o longo prazo compreende as operações realizadas num período superior a 12 meses.

dizer dívidas de longo prazo emitidas no mercado de ações que sejam classificadas no passivo como, por exemplo, as debêntures, influenciarão a participação da dívida no financiamento. Em ambos os casos, o resultado da participação do financiamento por meio de ações também será afetado.

A estrutura de capital anual se refere à média aparada da estrutura de capital anual apurada para cada firma individualmente. A estrutura de capital para um intervalo se refere à média dos resultados anuais apurados. A seleção dos resultados para o cálculo da média aparada em cada ano foi realizada por meio do número de desvios padrão, que considerou como resultados *outliers* aqueles que estavam além de dois desvios padrão para mais ou para menos da média de uma fonte de financiamento. A firma com resultado *outlier* em uma fonte de financiamento em determinado ano foi excluída da amostra naquele ano<sup>19</sup>, visando dar consistência ao resultado.

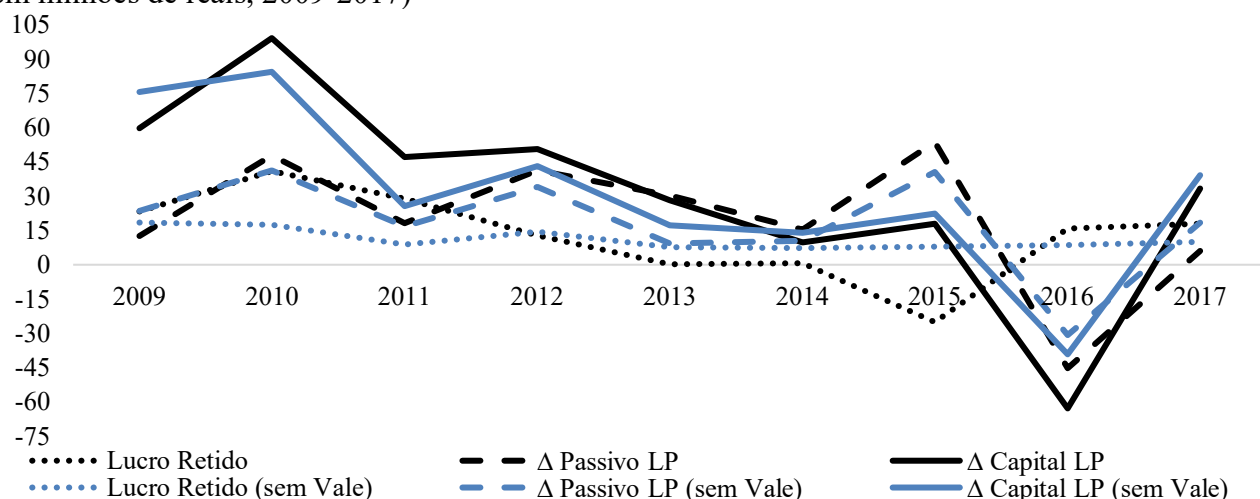
#### 4.2. Discussão dos resultados

Inicialmente, cabe ressaltar que a comparação dos resultados encontrados com os de trabalhos anteriores sobre o Brasil é um exercício que exige cuidado. Primeiro, porque os períodos analisados não são os mesmos e, portanto, estão sujeitos a conjunturas econômicas distintas. Segundo, porque o tamanho e a natureza das amostras diferem. Além disso, sua generalização para o restante da economia deve considerar as características da amostra e as limitações metodológicas. Tendo isso em vista, buscaremos realizar algumas inferências acerca das principais tendências identificadas.

O comportamento das três variáveis que compõem o cálculo da participação das fontes de recursos para financiar o crescimento das firmas foi de queda a partir de 2010<sup>20</sup> (Gráfico 5). Por se tratar de valores absolutos, optou-se por apresentar as variáveis com e sem a empresa “Vale”, uma vez que o seu tamanho é muito superior às demais (seu ativo total em 2017 foi três vezes superior ao maior ativo total da amostra), o que poderia comprometer a análise.

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

Gráfico 5 – Lucro retido, variação do passivo de longo prazo e variação do capital de longo prazo – (em milhões de reais, 2009-2017)



Fonte: Economática. Elaboração Própria.

O lucro retido apresentou uma mudança considerável com a retirada da “Vale”, por isso sua análise é feita para os dados sem esta empresa. O lucro retido sofreu queda de aproximadamente 60% entre 2009 e 2014, saindo de R\$ 18,44 milhões para R\$ 7,28 milhões. O período mais crítico ocorreu

<sup>19</sup> Como resultado, o tamanho da amostra sofreu pequena variação a cada ano.

<sup>20</sup> Os valores das variáveis apresentados nos gráficos 01 a 03 se referem a valores agregados (somatório) de toda a amostra, enquanto o cálculo das participações das fontes de recursos não foi ponderado, conforme apresentado na seção 4.1.

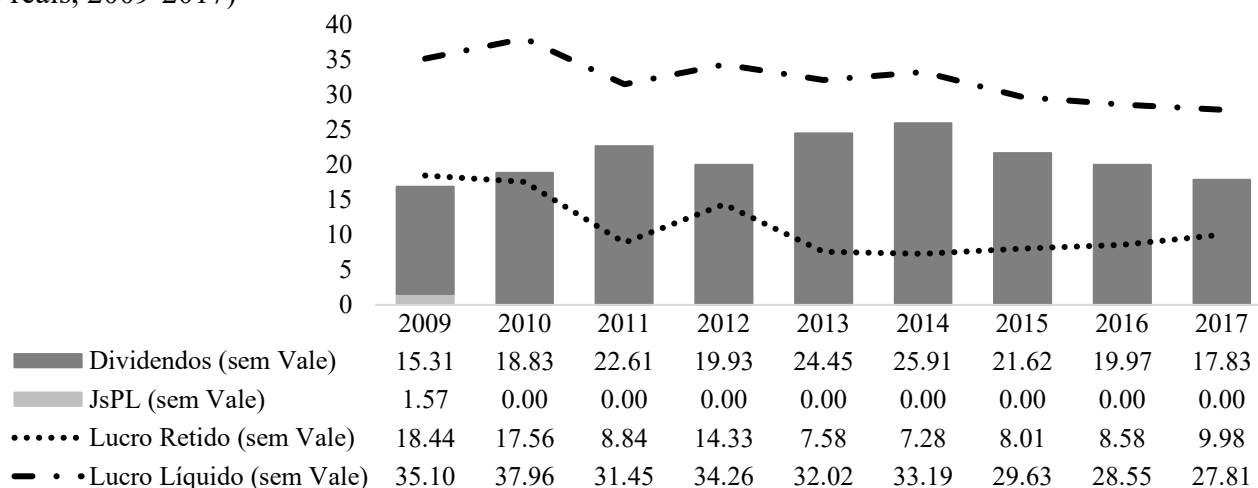
a partir de 2013. Entre 2015 e 2017 houve uma ligeira recuperação, mas em patamar muito inferior ao de 2009. Esse resultado pode ser atribuído principalmente ao aumento da distribuição de dividendos, ante a pequena queda do lucro líquido e a estabilidade do pagamento de JsPL (juro sobre o patrimônio líquido) (Gráfico 6).

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

Entre 2009 e 2015, o endividamento total (sem Vale), que é a soma da dívida de curto e de longo prazo, das ENF's analisadas quase dobrou, indo de 341,16 para 584,67 milhões de reais (71% de aumento) (Gráfico 7, eixo esquerdo), e se estabilizou no biênio 2016-2017. Por outro lado, a relação entre a dívida de curto prazo e a dívida de LP (Relação Passivo CP/LP) sugere que houve alongamento no seu prazo de vencimento entre 2009 e 2013 e encurtamento no seu prazo entre 2014 e 2017 (Gráfico 7, eixo direito).

O movimento de ampliação e redução do endividamento total dessas firmas coincide com os períodos de aumento e retração da oferta de crédito corporativo no país, com forte atuação do BNDES. A mudança na composição da dívida – curto e longo prazo – por sua vez, reforça a importância do Banco para a oferta de crédito de longo prazo no mercado nacional, já que a substituição das fontes de financiamento das firmas para o mercado de capitais e recursos internacionais concorreu para o encurtamento do prazo de vencimento da sua dívida.

Gráfico 6 – Lucro retido, lucro líquido, dividendos e juros sobre o patrimônio líquido – (em milhões de reais, 2009-2017)



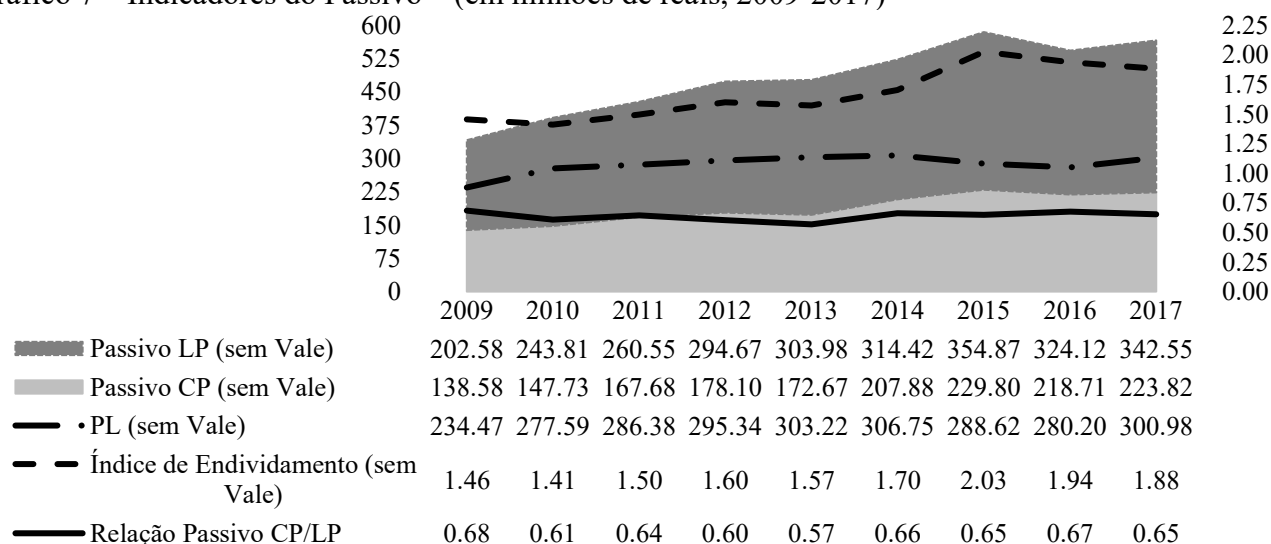
Fonte: Economática. Elaboração Própria.

O patrimônio líquido, que representa a parcela de capital próprio das firmas, se elevou entre 2009 e 2014. No biênio seguinte, 2015-2016, ele reduziu-se e recuperou-se em 2017 (Gráfico 7, eixo esquerdo). Haja vista o comportamento do lucro retido apresentado acima, as causas das mudanças no PL nesse período para as firmas analisadas exigem maior investigação.

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

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

Gráfico 7 – Indicadores do Passivo – (em milhões de reais, 2009-2017)



Fonte: Economática. Elaboração Própria.

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

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

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

Entre 2014 e 2017, apesar da permanência do baixo nível de lucros retidos, a desaceleração do crescimento das firmas contribuiu para ampliação da participação do autofinanciamento, o que explica o seu aumento. Quanto à queda da participação das dívidas no financiamento em 2014 e 2015, mesmo havendo ampliação do endividamento total das firmas, parece ser resultado do aumento da parcela de curto prazo das dívidas. E, no caso das ENF's analisadas, para as quais foi verificado crescimento do capital de longo prazo – ainda que pequeno – neste biênio, a queda da participação dos recursos externos ocorreu num contexto de redução do volume de desembolsos pelo BNDES e de retração das emissões domésticas no biênio. Já para 2016-2017, foi verificado aumento da participação das dívidas no financiamento mesmo havendo redução do endividamento total das firmas. Em 2016, o aumento da participação das dívidas pode ser atribuído, parcialmente, à ampliação da sua parcela de longo prazo, em substituição à de curto prazo. No entanto, há razões para acreditar que sua ampliação pode

ser atribuída principalmente à fatores metodológicos. Dado o cenário do mercado de crédito e de capital no Brasil, a ampliação da participação das dívidas em 2016 pode ser atribuída à maior queda do financiamento de longo prazo em relação ao capital de longo prazo, enquanto em 2017 sua ampliação poderia ser atribuída a um aumento da emissão de debêntures com vencimento de longo prazo registrada no passivo dessas firmas, o que também ajudaria explicar a queda da participação do mercado de capitais no financiamento neste ano.

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

Período	Financiamento				
	Total (A+B)	Interno (A)	Externo (B)	Dívidas	Ações
	Participação no total (%)				
2009	100	15	85	58	27
2010	100	24	76	56	20
2011	100	17	83	67	16
2012	100	42	58	62	(04)
2013	100	10	90	69	21
2014	100	34	66	48	18
2015	100	36	64	44	20
2016	100	25	75	60	15
2017	100	22	78	77	01
2009-2013	100	22	78	63	16
2014-2017	100	29	71	57	13
2009-2017	100	25	75	60	15
2009-2011	100	19	81	61	20
2010-2012	100	28	72	62	20

Fonte: Economática. Elaboração Própria.

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

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



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

Tabela 7 – Estrutura de Capital por Setor, macrossetor e faixa de ativo (2003-2017)						
Setor	Nº Firmas	Financiamento				
		Total (A+B)	Interno (A)	Externo (B)	Dívidas	Ações
Participação no total (%)						
Setores						
Bens industriais	27	100	03	97	91	06
Consumo cíclico	30	100	66	34	37	(03)
Consumo não cíclico	14	100	27	73	55	18
Materiais básicos	11	100	(06)	106	67	39
Saúde	9	100	36	64	46	18
Utilidade pública	30	100	24	76	65	11
Macrossetores						
Agropecuária	03	100	20	80	52	28
Comércio	16	100	41	59	52	06
Indústria	54	100	38	62	52	10
Serviços	48	100	20	80	62	18
Faixa de ativo total (em 2017, em milhões de reais)						
12.503 - 921.762	30	100	85	15	30	(15)
944.054 - 3.249.029	30	100	22	78	59	19
3.498.449 - 8.583.978	30	100	16	84	81	03
8.784.250 - 201.371.210	31	100	08	92	71	21

Fonte: Economática. Elaboração Própria.

A Tabela 4 apresenta a estrutura de capital média para o período de 2009 a 2017, por setor, macrossetor e por faixa de ativo. Partindo destas perspectivas, também pode-se afirmar que os recursos externos foram mais importantes que os recursos internos para as firmas neste intervalo, à exceção do setor de consumo cíclico e da faixa de menor ativo total.

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

Por fim, os resultados também parecem sugerir uma relação positiva entre o tamanho do ativo e a participação dos recursos externos no financiamento, haja visto que maiores participações foram sendo verificadas quanto maior a faixa de ativo total dessas firmas.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho buscou analisar a estrutura de capital das empresas não-financeiras que atuam no Brasil para o período de 2009 a 2017. Os resultados mostraram maior participação dos recursos externos em relação aos internos, sendo composto principalmente por dívidas. Mostraram também que houve uma queda da participação dos recursos externos nos anos mais recentes, ainda que eles permaneceram mais importantes que os recursos internos para o financiamento do crescimento. Além disso, mostrou que a participação dos recursos externos foi maior para firmas com maior ativo total.

Com relação ao endividamento, os resultados mostraram que ele quase dobrou entre 2009 e 2015, quando passou a cair. Por outro lado, até 2013 houve uma ampliação das dívidas de longo prazo no endividamento total, mas desde 2014 a parcela de dívidas de curto prazo vem aumentando.

Dessa forma, acredita-se que as evidências encontradas corroboram a hipótese e permitem afirmar que a melhora no perfil de vencimento e a maior participação dos recursos externos neste período se deveram principalmente ao ciclo expansivo do mercado de crédito brasileiro conduzido pelo BNDES, e que a sua retração está sendo absorvida em parte pelos recursos próprios. Isso significa que essa fonte de financiamento poderá assumir maior importância no financiamento do crescimento destas firmas nos próximos anos.

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

## REFERÊNCIAS

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

\_\_\_\_\_; NOVAIS, L. F.; ROCHA, M. A. A fragilização financeira das empresas não financeiras no Brasil pós-crise. IE/UNICAMP: *Texto para discussão*. Campinas, 2016.

BCB – *Sistema Gerenciados de Séries Temporais*. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso: 07/05/2019.

\_\_\_\_\_. – *Relatório de Inflação*. Banco Central, Brasília, v.20, n.3, set.2018.

BNDES – *Balanço da atuação do BNDES*. Brasília: nov. 2018 (a).

\_\_\_\_\_. – *Notas para a imprensa*. Brasília: dez. 2018 (b).

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

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

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

DA COSTA, F. N. Desmanche do BNDES: Devolução do *Funding* do FAT. *Blog Cidadania e Cultura*. Disponível em: <<https://fernandonogueiracosta.wordpress.com/2019/05/08/desmanche-do-bndes-devolucao-do-funding-do-fat/>>. Acesso: 09/05/2019.

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

FREITAS, M. C. P. Origem e desdobramentos da crise do mercado de hipotecas de alto risco In: BIASOTO, G.; NOVAIS, L. F.; FREITAS, M. C. P. (org.) *Panorama das economias internacional e brasileira: dinâmica e impactos da crise global*. São Paulo, 2009.

GRANER, F.; PUPO, F. Fazenda quer R\$ 271 bi do BNDES até 2022. *Valor Econômico*. 2019. Acesso: 08/05/2019.

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

- MOREIRA, M. M.; PUGA, F. P. Como a indústria financia o seu crescimento: uma análise do Brasil pós-Plano Real. *Texto para Discussão* nº 84. Rio de Janeiro: BNDES, 2000.
- OLIVEIRA, F. N.; OLIVEIRA, P. G. M. An Empirical Analysis of the Financing Policies Adopted by Brazilian Public Companies. *Revista Brasileira de Finanças*. Rio de Janeiro, vol. 7, nº 4, 2009.
- PRATES, D. M. P.; FREITAS, M. C. P. Crédito bancário corporativo no Brasil: evolução recente e perspectivas. *Revista de Economia Política*. São Paulo, vol. 33, nº 2 (131), pp. 322-340, abril-junho/2013.
- RITTNER, D. Colaboradores falam até em extinção gradual do BNDES. *Valor Econômico*. 2018. Acesso: 07/05/2019.
- RODRIGUES JÚNIOR, W.; MELO, G. M. Padrão de financiamento das empresas privadas no Brasil. *Texto para Discussão* nº 653. Brasília: IPEA, 1999.
- ROGERS, D., SILVA, W.M., NEDER, H.D., SILVA, P.R. Credit rating and capital structure: evidence from Latin America. *Revista Brasileira de Finanças*. Rio de Janeiro, vol. 11, nº 3, 2013.
- SAFATLE, C. Foco do BNDES será em infraestrutura. *Valor Econômico*. 2019. Acesso: 07/05/2019.
- SANT'ANNA, A. A. Mercado de Capitais: Evolução Recente e Financiamento das Empresas Brasileiras no período 2004-2007. In: FERREIRA, F. M. R.; MEIRELLES, B. B. (Org.). *Ensaio sobre Economia Financeira*. Rio de Janeiro: BNDES, p. 173-198, 2009.
- SINGH, A.; HAMID, J. *Corporate Financial Structures in Developing Countries*. Washington, DC: International Finance Corporation technical paper 1, 1992.
- SOBRINHO, L. R. B.; SHENG, H. H., LORA, M. I. Country Factors and Dynamic Capital Structure in Latin American Firms. *Revista Brasileira de Finanças*. Rio de Janeiro, vol. 10, nº 2, 2012.
- TYMOIGNE, E.; WRAY, L. R. *The Rise and Fall of Money Manager Capitalism*. 1 ed. London and New York: Routledge, 2014.
- VILLAS BOAS, B.; SARAIVA, A. Consultas ao banco caem 41% no 1º tri. *Valor Econômico*. 2019. Acesso: 07/05/2019.