



Universidade de Brasília (UnB)
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FACE)
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)
Bacharelado em Ciências Contábeis

Lucas Alves Silva

**CAPITAL DE TERCEIROS DE EMPRESAS DO SETOR DE BENS
INDUSTRIAIS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Brasília - DF
2018

Professora Doutora Márcia Abrahão Moura
Reitora da Universidade de Brasília

Professor Doutor Eduardo Tadeu Vieira
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Professor Doutor José Antônio de França
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis

Professor Doutor Paulo Augusto Petenuzo Britto
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis – Diurno

Professor Mestre Elivânio Geraldo de Andrade
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis – Noturno

Lucas Alves Silva

**CAPITAL DE TERCEIROS DE EMPRESAS DO SETOR DE BENS
INDUSTRIAIS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília como requisito parcial de obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Prof. Responsável:
Prof. Dr. Bruno Vinícius Ramos Fernandes

Linha de pesquisa:
Contabilidade e Mercado Financeiro

Área:
Finanças de empresas

Brasília - DF
2018

AL933c Alves Silva, Lucas
CAPITAL DE TERCEIROS DE EMPRESAS DO SETOR DE BENS
INDUSTRIAIS LISTADAS NA BM&FBOVESPA / Lucas Alves Silva;
orientador Bruno Vinícius Ramos Fernandes. -- Brasília, 2018.
36 p.

Monografia (Graduação - Ciências Contábeis) --
Universidade de Brasília, 2018.

1. Capital de terceiros. 2. Estrutura de Capital. 3. Setor de Bens
Industriais. I. Vinícius Ramos Fernandes, Bruno , orient. II. Título.

Lucas Alves Silva

**CAPITAL DE TERCEIROS DE EMPRESAS DO SETOR DE BENS
INDUSTRIAIS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília como requisito parcial de obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Prof. Bruno Vinícius Ramos Fernandes
Orientador
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais
Universidade Brasília (UnB)

Prof. _____
Examinador
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais
Universidade de Brasília (UnB)

Brasília - DF
2018

AGRADECIMENTOS

Ao Criador de todas as coisas eu sou grato por concluir este ciclo e que este trabalho glorifique a Ele. Aos meus familiares, em especial à minha querida mãe Eunice, irmãs Stephanie e Bianca, meu sobrinho Ítalo que me deram todo o apoio desde o pré-vestibular até o término da minha graduação, sonhando junto comigo.

Agradeço também ao meu orientador professor doutor Brunos Vinícius Ramos Fernandes, que me ajudou a realizar este trabalho. Aos meus queridos amigos que sempre me encorajaram e acreditaram em mim. Vocês fizeram toda a diferença em todos os momentos. Aos colegas de curso que me deram apoio das vezes em que necessitei. Por fim, muito me alegro por finalizar mais uma etapa da minha jornada.

RESUMO

O setor industrial possui elevados índices de participação na economia nacional, bem como importância para a infraestrutura e logística para escoar a produção por todo o país e para o exterior. Entender a forma com que as empresas se financiam é um tema bastante pesquisado nas finanças modernas devido a sua relevância para gestão do negócio e controle dos riscos. Isto posto, esta pesquisa tem o objetivo de expor as características do passivo oneroso do setor de bens industriais da BM&FBovespa. Este trabalho consiste numa pesquisa de estratégia documental com abordagem qualitativa e quantitativa na qual a extração de dados sobre o passivo oneroso de cada empresa fora obtida a partir de 2.528 notas explicativas publicadas no site da BM&FBovespa de 48 companhias do setor de bens industriais no período entre 2004 e 2017. Para a análise de dados foram utilizados gráficos, tabelas, medidas de dispersão e tendência central. Os resultados apontaram para um crescente uso de capital de terceiros no setor com um perfil de médio a longo prazo. Verificou-se também amplo financiamento por meio debêntures e junto ao BNDES para suportar a projetos de investimento dessa maturidade. Dentro do setor em pauta, o segmento que possui a maior participação no passivo oneroso total é o de transporte.

Palavras-chaves: capital de terceiros; estrutura de capital; setor de bens industriais.

ABSTRACT

The industrial sector has high participation rates in the national economy, as well as importance for the infrastructure and logistics to flow production throughout the country and abroad. Understanding how companies finance themselves is a well-researched topic in modern finance because of its relevance to business management and risk control. Therefore, this research aims at exposing the characteristics of the onerous liabilities of the industrial goods sector of BM&FBovespa. This work consists of a qualitative and quantitative document strategy research in which the extraction of data on each company's onerous liabilities was obtained from 2,528 explanatory notes published on the BM&FBovespa website of 48 companies in the industrial goods sector in the period between 2004 and 2017. Graphs, tables, dispersion measures and central tendency were used for data analysis. The results pointed to a growing use of third-party capital in the sector with a medium to long-term profile. There was also ample financing through debentures and with the BNDES to support the investment projects of this maturity. Within the sector in question, the segment that has the largest share of total onerous liabilities is transportation.

Keywords: debt; capital structure; industrial goods sector.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1- Médias do custo de capital de terceiros ao ano e prazo médio para o vencimento em meses dos financiamentos do setor de bens industriais entre 2004 e 2017.	28
Gráfico 2- Participação percentual de cada segmento do setor de bens industriais sobre o passivo oneroso entre 2004 e 2017.....	30

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Principais indexadores praticados no mercado financeiro brasileiro.....	20
Quadro 2 - Empresas da amostra.	22

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Valor médio em milhares de reais do passivo oneroso total das companhias do setor de bens industriais entre 2004 e 2017.	25
Tabela 2 – Participação percentual do passivo oneroso mantido no setor de Bens Industriais por fonte de financiamento contratada por ano entre 2004 e 2017.	26
Tabela 3 - Proporção de indexadores utilizados nos contratos de financiamentos do setor de bens industriais de 2004 a 2017.....	26
Tabela 4 - Distribuição percentual da duração dos contratos de financiamento entre 2004 e 2017 e seus respectivos prazos médios em meses e taxas ao ano do setor de bens industriais.	28
Tabela 5 - Distribuição percentual da duração dos contratos de financiamento entre 2004 e 2017 por fonte de financiamento.....	29
Tabela 6 – Quantidade de contratos e volume por tipo de financiamento no setor de bens industriais no período de 2004-2017.	31

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	11
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	13
2.1 Estrutura de Capital	13
2.2 Capital de Terceiros.....	16
2.2.1 <i>Debêntures</i>	17
2.2.2 <i>Leasing</i>	18
2.3 Estrutura de taxa de juros no Brasil.....	19
3. PROCEDER METODOLÓGICO	22
4. RESULTADOS, ANÁLISES E DISCUSSÃO	25
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	33
REFERÊNCIAS	34

1. INTRODUÇÃO

A indústria brasileira alcançou um pico de R\$ 1,18 trilhões em Valor Adicionado Bruto em 2014, segundo o IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística). Apesar de não conter todas as indústrias, empresas classificadas no setor de bens industriais na BM&FBovespa possuem tamanha importância nas bases da economia, abrangendo comércio de bens industriais, construção e engenharia, máquinas e equipamentos, materiais de transporte e transporte. Os investimentos em infraestrutura nos anos de 2015 e 2016 de 2,10% e 1,71%, respectivamente, em relação ao PIB, segundo a Confederação Nacional de Transportes (CNT). Esse setor está intimamente relacionado à infraestrutura do país, seja das construtoras, serviços de engenharia e produção de material para construção. Da mesma forma, a categoria de transportes, seja rodoviário, ferroviário ou aquaviário, proporciona o escoamento da produção para todo o país e exterior. A malha rodoviária é a mais extensa e desenvolvida no Brasil, superando a ferroviária e hidroviária, e possui importantes particularidades na regulação, vide o exemplo das concessões a exploração de rodovias.

Essas empresas possuem projetos de investimentos que demandam um grande volume de recursos e uma estrutura de capital que atenda a essas necessidades. Estrutura de capital é a distribuição entre capital de terceiros e capital próprio para financiar as atividades de uma empresa. Dentro da teoria de finanças modernas Modigliani e Miller (1958) são uns dos precursores na discussão do tema na academia mostrando a irrelevância da estrutura de capital para o valor da empresa, pressupondo um mundo sem impostos, e em seguida o efeito do benefício fiscal da dívida sobre o custo de capital da empresa. Myers (1984), contrasta a *Static Trade-off Theory*, a qual defende uma estrutura de capital que minimize o custo de capital das empresas, e a *Pecking Order Theory*, que se opõe primeira propondo uma hierarquia de escolha de financiamento e considera o efeito da assimetria de informações nessas decisões. Ambos se destacam no esforço de explicar as decisões sobre a estrutura de capital das empresas. O assunto tem sido alvo de muitas pesquisas na área de finanças no decorrer dos anos, bem como a sua relação com outras temáticas também.

Se faz necessário também entender alguns aspectos macroeconômicos e de organização do sistema financeiro no qual o setor está inserido. Valle (2008) destaca a importância da análise de fatores institucionais de oferta de dívida no mercado nacional e o acesso à linhas de crédito diferenciadas no estudo sobre estrutura de capital.

Primeiramente, esta pesquisa tem como objetivo geral mostrar as características do capital de terceiros do setor de bens industriais da BM&FBovespa no período de 2004 a 2017 a partir de uma amostra composta por 48 companhias atuantes no setor em referência.

Este trabalho é organizado da seguinte forma. Na seção 2, o referencial teórico que expõe explicações desenvolvidas na literatura de finanças no decorrer dos anos para o tema em questão bem como a organização do mercado de dívidas nacional e suas instituições. Na seção 3, os procedimentos metodológicos adotados para seleção da amostra, extração e análise de dados. Na seção 4, exposição dos resultados e discussão sobre os achados com outras pesquisas realizadas na área. E por fim, a seção 5, com as conclusões e considerações finais sobre a pesquisa.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Desde a década de 50, com a publicação de Modigliani e Miller (1958) sobre a relação da estrutura de capital das companhias e o valor da empresa. Nesta seção, veremos as formulações teóricas que buscam explicar como as companhias se financiam e as características relativas a esse fenômeno.

2.1 Estrutura de Capital

Ross *et. al.* (2015) afirmam que “os gestores devem escolher a estrutura de capital que acreditem proporcionar o maior valor da empresa, pois essa estrutura de capital será mais benéfica para os seus acionistas”. A teoria convencional de estrutura de capital, segundo Assaf Neto (2012), afirma a existência de uma combinação da proporção capital de terceiros e capital próprio na qual se otimize o valor da empresa, alcançando o seu custo médio ponderado de capital mínimo.

Como uma alternativa, o modelo de pizza se apresenta para explicar a relação entre as formas de financiamento e o valor da empresa, sendo este último inalterado independente da composição do capital da empresa (próprio ou de terceiros). Modigliani e Miller (1958) em sua primeira proposição que o valor de uma empresa não é afetado pela forma como ela se financia, se por emissão de ações ou por captação de empréstimos, pressupondo um mundo sem impostos, onde pessoas físicas tenham acesso a empréstimos tão baratos quanto as empresas e desconsiderando custos de agência e de falência. O custo total de uma empresa, que é dado pelas ponderações do capital de terceiros e próprio à suas respectivas taxas, não é minimizado com o aumento de dívidas, mesmo sendo esta última mais barata que as ações. A explicação de Modigliani e Miller (1958) para que isso aconteça é o contrabalanceamento entre os dois custos (próprio e de terceiros), pois à medida em que uma empresa se alavanca, mais risco é incrementado ao seu capital próprio na mesma proporção.

Num mundo com impostos, Modigliani e Miller (1965) consideram o benefício fiscal adquirido pela dívida com sua dedutibilidade no imposto de renda a pagar como um ponto favorável à alavancagem da empresa, mantendo os outros pressupostos anteriores. Então, ao alavancar-se a empresa usufrui do benefício fiscal da dívida, que reduz o seu custo médio ponderado de capital, e, conseqüentemente, maximizando o seu valor de mercado.

Apesar de bastante influente na teoria de finanças moderna, os estudos de Modigliani e Miller parte de suposições irrealistas e contraditórias ao objetivo principal de finanças: maximizar o valor da empresa. Para Ardalán (2017), baseando-se na suposição conjunta de que o objetivo da empresa é a maximização do preço da ação (e não do seu valor) e que a dívida é arriscada, conclui que há uma estrutura de capital ideal que satisfaz esse objetivo.

Conforme a *Static Trade-off Theory*, as empresas buscariam a substituição de dívidas por capital próprio, ou vice-versa, até um ponto ótimo em que, utilizando o benefício fiscal, o valor da empresa seja maximizado e os custos de falência minimizados, segundo Myers (1984). Os custos de agência também são reconhecidos nesta teoria, mesmo sem saber ao certo de sua magnitude, pois Costa, Gartner e Granemann (2015, p. 151) ressaltam a possibilidade de haver “conflito de interesses entre credores, acionistas e administradores”. À medida em que as empresas se alavancam, os custos de falência aumentam por conta dos encargos da dívida, porém Costa, Gartner e Granemann (2015) condicionam essa proporção ao setor de atuação da empresa e seu produto ou serviço. À luz da *Static Trade-off Theory*, devido ao escudo fiscal, maiores lucros levam a maior endividamento, defendem Medeiros e Daher (2008).

Gusmão, Lemes Júnior e Raifur (2008) afirmaram que as empresas buscam identificar um nível prudente de endividamento para garantir flexibilidade financeira no futuro, mantendo uma boa classificação de crédito no mercado fazendo maior proveito do benefício do capital de terceiros a um risco financeiro administrável.

Myers (1984) também desenvolveu a *Pecking Order Theory* que contrasta com a combinação de dívida e capital próprio que o otimize o valor da empresa proposta pela *Static Trade-off Theory* e aponta que as empresas possuem uma ordem de preferência para se financiar: recursos internos por meio dos lucros retidos, dívidas, títulos híbridos, como por exemplo as debêntures conversíveis em ações, e por fim, como último recurso, a emissão de novas ações no mercado. Diante disso, temos as seguintes implicações: as empresas mais lucrativas se endividariam menos que as com rentabilidade menor, as empresas não teriam uma meta de alavancagem e apreciam folga financeira (Ross *et. al.*, 2015).

Myers (1984) explica que diante de uma oportunidade de investimento, o gestor consegue mensurar o VPL (Valor Presente Líquido) do investimento e o valor da empresa após sua execução, sem a ciência do mercado. Isto posto, com a informação assimétrica, há a possibilidade do custo de optar por não emitir financiamento externo, explica Myers (1984), sendo ele evitado para manter o VPL positivo das oportunidades de investimento. Ao realizar

novas emissões, os investidores externos entenderão que as ações estão supervalorizadas e subestimarão a empresa, colocando em vantagem a captação de dívidas sobre novas emissões por terem um valor futuro mais variável nesta situação. Desta forma, a informação assimétrica afeta a escolha de estrutura de capital de uma companhia.

No conflito de interesses entre gerentes e acionistas, a dívida disciplina o caixa livre disponível aos administradores, segundo Albanez (2009). Já entre credores e acionistas, a autora coloca que quando o gestor toma partido dos acionistas, ele se esforçará para transferir riqueza dos credores para os acionistas, como exemplo, investindo em projetos de alto risco. Albanez (2009) investigou a assimetria informacional e sua relação com a escolha da estrutura de capital em companhias abertas brasileiras e encontrou que empresas com menor assimetria de informações teriam mais acesso a mercado de capitais de dívidas a longo prazo mais sensíveis às informações.

Portanto, Frank e Goyal (2003) defendem que uma empresa não utilizará capital próprio para cobrir um déficit financeiro em suas operações normais, mas o endividamento agregará risco à firma ao com a possibilidade de a renda operacional não ser suficiente para cobrir um déficit financeiro, o qual, segundo Ardalan (2017), deverá ser compensado pelos acionistas, caso contrário cairão em falência.

Frank e Goyal (2003) testaram a *Pecking Order Theory* em empresas americanas entre 1971 e 1998 mostraram que o financiamento interno não é suficiente para cobrir as demandas financeiras de investimento e que a captação de dívidas é bastante utilizada, apesar de seu quantitativo ser próximo ao de emissão de ações. A explicação dos autores para o declínio da *Pecking Order Theory* é que mais empresas pequenas possuem suas ações negociadas no mercado que nos anos 70 e estas não costumam seguir a hierarquia proposta à época por Myers.

No Brasil, há regulação da atividade econômica de alguns setores como o de transportes (terrestres e aquaviários) e aviação civil, os quais compõe a amostra desta pesquisa. Diante disso, Camacho (2004) concluiu que a partir da estrutura regulatória de um setor industrial é o ponto de partida para determinação do seu custo de capital, por permitir a seleção de um mercado de referência para fornecer os dados necessários de retorno estimado.

Outros autores têm se empenhado a estudar o tema de estrutura de capital em empresas brasileiras debatendo a *Static Trade-off Theory* e a *Pecking Order Theory* como Gusmão,

Lemes Júnior e Raifur (2008); Bastos e Nakamura (2009); Gonçalves e Bispo (2012); Schonorrenberger *et. al.* (2013); e Costa, Gartner e Granemann (2015).

2.2 Capital de Terceiros

Leal (2008) rememora que na década de 80 a utilização de capital próprio supera a de capital de terceiros, entretanto a emissão de ações não era muito comum, mesmo com algumas ofertas públicas iniciais altamente disputadas. Nesta época, o autor ainda nos mostra que havia baixa alavancagem de longo prazo no país devido às elevadas taxas de inflação vigentes e ao cenário econômico repleto de incertezas, mitigando investimentos desse tipo na economia.

Assaf Neto (2014) aponta dois tipos de dívida corporativa: a dívida de emissão pública – formada por título de dívidas como debêntures, títulos garantidos, notas promissórias e entre outros – e a dívida direta – empréstimos e financiamentos captados através de instituições financeiras. A colocação e emissão das dívidas do primeiro tipo devem ser registradas na CVM (Comissão de Valores Mobiliários), autarquia que regula o mercado de valores mobiliários no Brasil, e podem ser comercializadas no mercado primário e secundário de títulos de renda fixa, entretanto, essa alternativa ainda está em crescimento no Brasil. A dívida direta é mais utilizada no mercado brasileiro, porém sua baixa liquidez dificulta a negociação no mercado (ASSAF NETO, 2014).

Matias (2014) mostra formas que o as instituições financeiras utilizam para obter reciprocidade na concessão de crédito a fim de contrabalancear as contrapartidas com o risco da operação. Dentre elas estão as garantias pessoais (com aval ou fiança), garantias reais (hipoteca, penhor, caução e alienação fiduciária) e *convenants*, que são um conjunto de obrigações contratuais para o pagamento da dívida, explica Matias (2014). As opções de financiamento a curto prazo são diversas no país a variados tipos de taxas, prazos, garantias e formas de pagamento, como por exemplo, antecipação de recebíveis, empréstimo para capital de giro, cartão BNDES, comprar, vender, conta garantida e entre outros.

Para cobrir a necessidade de capital de giro, as sociedades anônimas podem emitir *commercial papers* que são títulos de subscrição pública, menores garantias exigidas e de curto prazo (cerca de 9 meses de maturidade). Assaf Neto (2009) coloca a possibilidade de eliminação de um intermediário financeiro bancário para negociar este título diretamente com os investidores, dando agilidade à operação, e o encargos financeiros abaixo de alternativas semelhantes.

O cenário do mercado brasileiro para financiamento do setor produtivo é caracterizado por “altos encargos financeiros, baixa oferta interna de crédito a longo prazo; restrições a oferta de novas ações e debêntures no mercado, determinadas principalmente pelo estágio ainda em desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil” (ASSAF NETO, 2014, p. 505).

Assaf Neto (2014) lista cinco principais modalidades de financiamento a longo prazo: 1) empréstimos e financiamentos diretos – captação de recursos diretamente com uma instituição financeira; 2) repasse de recursos internos – aporte de recursos do Governo, com baixo custo, para suporte financeiro de alguma atividade econômica de interesse nacional intermediada por uma instituição financeira; 3) repasse de recursos externos – regulamentada pela Resolução Nº 63 do Banco Central do Brasil, é uma operação de captação de recursos de um banco estrangeiro no exterior repassados à empresa financiada com ou sem a intermediação de uma instituição financeira nacional ; 4) subscrição de debêntures – títulos privados de crédito, de exclusiva emissão por empresas de capital aberto, ofertados ao mercado para investidores interessados, na mesma sistemática da emissão de ações; 5) leasing (arrendamento mercantil) – a instituição arrendatária compra um determinado ativo e estabelece um contrato de aluguel com a arrendadora, com a possibilidade de aquisição ou devolução no término do contrato.

As debêntures e o *leasing* são operações amplamente utilizadas para captação de maior volume de recursos a prazos mais extensos. A seguir são detalhadas algumas particularidades dessas duas modalidades de financiamento.

2.2.1 Debêntures

As debêntures têm por característica baixo custo de captação e maior flexibilidade no que tange a prazos, taxas de juros e fluxos de caixa, expõe Gelbcke *et. al.* (2018). Segundo Santos (2006), o debenturista é remunerado por juros fixos ou variáveis, ou até mesmo participação nos lucros da companhia. A legislação brasileira permite emissão de debêntures perpétuas, sem vencimento definido, ou conforme a Lei 6.404/76: “a companhia poderá emitir debêntures cujo vencimento somente ocorra nos casos de inadimplência da obrigação de pagar juros e dissolução da companhia, ou de outras condições previstas no título”. Há a possibilidade de converter debêntures em ações a depender das especificações contratuais. Para colocar debêntures no mercado, segundo Gelbcke *et. al.* (2018), a companhia deve contratar uma instituição que ficará responsável pelo processo de divulgação e captação dos recursos.

Assaf Neto (2014) ressalta a existência de uma cláusula de repactuação de juros num contrato de debêntures, no qual prevê a renegociação das taxas de juros periodicamente. Outros pontos positivos pontuados pelo autor são os “prazos de financiamento mais longos, sem exercer alterações no controle acionário da empresa; possibilidade de captar maior volume de capital; adequação da operação ao fluxo de caixa da empresa...” (ASSAF NETO, 2014, p. 509).

Quanto às espécies, as debêntures podem ser de garantia real, garantia flutuante, subordinadas ou quirografárias. Segundo Santos (2006), as com garantia real podem ser constituídas no momento da subscrição ou separadamente; as com garantia flutuante asseguram privilégio geral sobre o ativo da empresa, sem impedir a negociação destes, desde que expressa em cláusulas contratuais; as subordinadas preferem apenas aos acionistas; e as quirografárias não possuem preferência, equipara aos demais credores.

Anteriormente, a Lei 6.404/76 determinava limites à emissão de debêntures com garantia real de 80% dos bens gravados e 70% do valor contábil líquido da empresa para as de garantia real. Entretanto, esse trecho da legislação foi revogado pela Lei 12.431, de 2011. Deste modo, o mercado determinará os limites dado os riscos da emissão.

2.2.2 Leasing

O *leasing*, também conhecido como arrendamento mercantil, é uma modalidade de financiamento que consiste num contrato de aluguel no qual o locatário se compromete a realizar uma série de pagamentos periódicos ao locador (BREALEY, MYERS, ALLEN, 2013; ASSAF NETO, 2014). O locador poderá, no término do contrato, adquirir o bem arrendado pelo valor residual garantido (previamente determinado em contrato), devolver o bem à locatária ou renovar o contrato por mais um período, conforme mostra Assaf Neto (2014).

Dentre os benefícios do contrato de *leasing*, Brealey, Myers e Allen (2013) citam o benefício fiscal advindo da dedutibilidade no imposto de renda pela depreciação do bem arrendado, a locatária pode receber manutenção e outros serviços relativos aos custos do ativo arrendado, baixos custos de administração e transação na operação de *leasing* por conta da padronização e preservação do capital da locatária, pois as empresas de *leasing* financiam 100% do bem. Esta modalidade se torna muito atrativa para companhias que demandam um determinado ativo de alto valor, como uma aeronave, por exemplo, dispensando a necessidade de imobilizar grandes quantias de capital

2.3 Estrutura de taxa de juros no Brasil

Para Keynes (1996), no acúmulo de riquezas através da poupança não há ganho de juros, embora economize tanto quanto antes. A taxa de juros, por definição, segundo Keynes (1996), é a recompensa pela renúncia à liquidez por um determinado período. A taxa de juros determina a alocação de recursos entre poupadores e investidores numa economia de mercado e, conforme Assaf Neto (2014), pode ser entendida como o preço de aluguel do dinheiro. Segundo Assaf Neto e Silva (2012), as taxas de juros exprimem a remuneração sobre o capital emprestado.

A disponibilidade de diferentes taxas de juros no mercado é vasta, pois cada uma considera fatores como prazos, risco da operação, garantias estabelecidas e condições macroeconômicas. Assaf Neto e Silva (2012) também afirma que os juros medem a confiabilidade dos vários agentes econômicos, fato esse que justifica o aumento da taxa de juros em momentos de instabilidade por conta da ansiedade dos agentes. Quanto maior o risco *default*, maior deve ser a taxa de juros exigida pelo mercado para a operação (ASSAF NETO, 2014).

Por definição, os títulos públicos são considerados títulos livres de risco, pois presume-se que a autoridade monetária sempre irá honrar seus compromissos (ASSAF NETO, 2014). Deste modo, o *spread* entre uma taxa livre de risco e uma taxa com risco é denominado de prêmio pelo risco, portanto, Assaf Neto (2014) diz que maior é prêmio pelo risco exigido pelos poupadores à medida do risco da dívida. O autor cita dois fatores que podem aumentar a taxa de juros de mercado: a taxa de inflação corrente ou esperada – quanto maior esta for, maior será a taxa de juros exigida pelos poupadores a fim de compensar a perda de poder de compra; o risco sistemático (riscos conjunturais) – determinado pelo ambiente político, econômico, social e cambial; e o risco não sistemático – risco do emissor do título.

No Brasil, o Selic (Sistema Especial de Liquidação e Custódia) controla as negociações de títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional, com classificação de risco zero. A Selic é considerada pelo mercado como uma taxa livre de risco por contemplar apenas o risco sistemático. A taxa DI, o CDI (Certificado de Depósitos Interfinanceiros), também é considerada uma taxa livre de risco, pois é composta pelos empréstimos interbancários (ASSAF NETO, 2014). As duas taxas possuem níveis bem próximos, porém o CDI não sofre intervenção do Governo, o contrário da Selic. Para operações de crédito de curto prazo (até 12

meses) é cobrado o IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) que acaba inflacionando o custo dos empréstimos do tipo. Geralmente, os financiamentos utilizam um indexador juntamente com um *spread* para compor a taxa de juros da operação de crédito. O quadro a seguir destaca alguns dos indexadores que são utilizados no mercado de dívida:

Quadro 1- Principais indexadores praticados no mercado financeiro brasileiro

Indexador	Descrição
IGP-DI (Índice Geral de Preços-Disponibilidade Interna)	Calculado entre os dias 1º e 30º dia de cada mês pela FGV (Fundação Getúlio Vargas), é um <i>mix</i> de índices composto de: 60% pelo IPA (Índice de Preços por Atacado); 30% pelo IPC-DI (Índice de Preços ao Consumidor - Disponibilidade Interna); e 10% pelo INCC (Índice Nacional da Construção Civil).
IGP-M (Índice de Geral de Preços do Mercado)	É composto pela variação dos mesmos índices do IGP-DI. A diferença do IGP-M é o seu período de cálculo que considera entre o 21º dia do mês anterior e o 20º do mês em referência.
IPCA (Índice de Preço ao Consumidor Ampliado)	Apurado pelo IBGE, baseia-se na evolução da cesta de consumo de famílias com renda entre 1 e 40 salários mínimos, entre os dias 1 e 30 de cada mês, em 11 regiões metropolitanas. O índice abrange 40% da população urbana e 30% da população total do país. É considerado o índice oficial para mensurar a inflação na economia.
LIBOR (<i>London Interbank Offered Rate</i>)	Taxa de juros interbancária do mercado de Londres, geralmente adotada para empréstimos internacionais. É uma referência de fixação de juros a médio prazo e flutua no mercado conforme a conjuntura internacional.
Prime Rate	Taxa de juros cobrada por bancos americanos de seus clientes de risco mais baixo. É referência para empréstimos envolvendo bancos e empresas.
TR (Taxa Referencial)	Foi criada com o intuito de ser uma taxa básica referencial de juros a serem praticados no mês iniciado não refletindo a inflação do mês anterior. É divulgada todo dia útil pelo Banco Central do Brasil.
TJLP (Taxa de Juros a Longo Prazo)	Calculada e divulgada pelo CMN (Conselho Monetário Nacional) trimestralmente. Os parâmetros de cálculo são a meta de inflação e o prêmio de risco.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados informados por Fortuna (2009), Assaf Neto (2009) e pelo site do BNDES.

A oferta no mercado interno de dívidas a longo prazo é baixa por consequência dos riscos inerentes aos financiamentos do tipo e à escassez de poupança privada suficiente para suportar a operação no Brasil. O BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento) é uma

instituição financeira estatal de fomento a investimento, caracterizado por ofertar linhas de crédito a longo prazo no mercado nacional.

O BNDES teve um papel relevante na reestruturação da indústria brasileira, por conta das privatizações de empresas estatais na economia a partir de 1994, cita Prates, Cintra e Freitas (2000). O banco conta com duas subsidiárias: “FINAME – Agência Especial de Financiamento Industrial: criada com o objetivo de financiar o comércio de máquinas e equipamentos; BNDESPAR – BNDES Participações: promove a subscrição de valores mobiliários no mercado brasileiro” (ASSAF NETO, 2014, p. 507).

Segundo o site MoneYou ¹, o Brasil ocupou a 4ª posição no ranking das 40 maiores taxas de juros nominais entre os principais países do mundo em dezembro de 2017, evidenciando a forte característica de alta de juros presente na economia brasileira. Segundo Valle (2008), as taxas de captação do BNDES, são diferenciadas em relação ao mercado, as quais são determinadas pelo Conselho Monetário Nacional e regulamentadas por resoluções pelo Banco Central do Brasil. Assaf Neto (2014) explica que a TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo) acrescida de um spread de risco compõem os encargos financeiros das linhas de crédito ofertadas pelo BNDES, baseados na inflação futura da economia brasileira e nas taxas de juros da dívida externa. Valle (2008) mostrou que o acesso a financiamentos em moeda nacional ou estrangeira a partir de linhas de crédito diferenciadas foi relevante para decisões de financiamento de empresas analisadas no período entre 1997 a 2006.

Hua Sheng e Saito (2005) estudaram a emissão de debêntures brasileiras no período de 1999 a 2002 e verificou uma correlação negativa entre o *rating* e o *spread* (prêmio pelo risco) no ambiente econômico brasileiro. Hua Sheng e Saito (2005) também concluíram que a expectativa do mercado internacional em relação ao ambiente econômico brasileiro, o volume de emissão e o setor da economia no qual a companhia atua contribuíram para determinar o *spread* das debêntures no mercado.

¹ <http://moneyou.com.br/>

3. PROCEDER METODOLÓGICO

Esta é uma pesquisa documental quantitativa descritiva com a utilização do *software excel* para auxílio de uma análise descritiva dos dados com medidas de dispersão, tabelas, gráficos e medidas de tendência central.

Para a realização deste estudo foi selecionada uma amostra não aleatória de empresas listadas na BM&FBovespa do setor de Bens Industriais entre 2004 e 2017 com base na mesma metodologia aplicada por Gonçalves (2016). 70 companhias compõem o setor, porém foram excluídas da amostra aqui selecionada as empresas que não possuíam suas ações negociadas por pelo menos a metade do período analisado e as que tivessem como atividade principal a participação de capital em outras empresas.

Os dados para a pesquisa foram extraídos a partir de informações sobre o financiamento das companhias como valor, taxa de juros, vencimento, emissão, prazo, fonte de financiamento e modalidade a partir das notas explicativas publicadas no site da BM&FBovespa. A indisponibilidade de informações desses itens, o agrupamento das mesmas e até a não publicação das notas explicativas foram limitações para obtenção de dados mais completos para a amostra. O uso do termo “fonte de financiamento” se refere à fonte de captação: se instituição financeira, fundos de investimento ou debêntures. Ao total, foi analisado um total de 2.528 notas explicativas de 48 companhias, trimestrais e anuais, das empresas constantes na amostra.

Quadro 2 - Empresas da amostra.

Empresa	Segmento
Azevedo e Travassos	Construção Pesada
Bardella Industrias Mecânicas	Máquinas e Equipamentos industriais
CCR	Exploração de Rodovias
Conc Ecovias Imigrantes	Exploração de Rodovias
Conc Rio-Teresópolis	Exploração de Rodovias
Conc Rod Ayrton Senna e Carvalho Pinto – Ecopistas	Exploração de Rodovias
Conc Rod.Oeste SP Viaoeste	Exploração de Rodovias
Conc Rota Das Bandeiras	Exploração de Rodovias
Conc Sist Anhang-Bandeirant – Autoban	Exploração de Rodovias
Construtora Lix Da Cunha	Construção Pesada

Contax Participações	Serviços Diversos
CSU Cardsystem	Serviços Diversos
DTCOM - Direct To Company	Serviços Diversos
Ecorodovias Concessões e Serviços	Exploração de Rodovias
Electro Aço Altona.	Máquinas e Equipamentos de Construção Agrícola
Embraer	Material de Defesa e Aeronáutica
Empresa Conc Rodov do Norte .Econorte	Exploração de Rodovias
Eternit	Produtos para Construção
Ferrovia Centro-Atlântica	Transporte Ferroviário
Forjas Taurus	Armas e Munições
Fras-Le	Material Rodoviário
Gol Linhas Aéreas Inteligentes	Transporte Aéreo
Haga Indústria e Comércio	Produtos para Construção
Indústrias Romi .	Máquinas e Equipamentos Industriais
Inepar Industria e Construções	Máquinas e Equipamentos Industriais
Kepler Weber	Máquinas e Equipamentos Industriais
Log-In Logística Intermodal	Transporte Hidroviário
Marcopolo	Material Rodoviário
Mendes Junior Engenharia	Construção Pesada
Metal frio Solutions	Máquinas e Equipamentos Industriais
Metalúrgica Riosulense	Material Rodoviário
Metisa Metalúrgica Timboense	Maq. E Equipamentos de Construção Agrícola
Mills Estruturas e Serviços de Engenharia	Serviços Diversos
MRS Logística	Transporte Ferroviário
PBG S/A	Produtos para Construção
Prumo Logística	Serviço de Apoio e Armazenagem
Randon Implementos e Participações	Material Rodoviário
Recrusul	Material Rodoviário
Rumo	Transporte Ferroviário
Santos Brasil Participações	Serviço de Apoio e Armazenagem
Schulz	Motores Compressores e Outros
Tecnosolo Engenharia	Engenharia Consultiva
Tegma Gestão Logística	Transporte Rodoviário

TPI - Triunfo Participações e Investimentos	Exploração de Rodovias
Tupy	Material Rodoviário
Valid Soluções E Serv. Seg. Meios Pag. Ident. .	Serviços Diversos
Wetzel	Material Rodoviário
Wilson Sons	Serviço de Apoio e Armazenagem
WLM - Industria E Comércio .	Material de Transporte

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados disponíveis no site da BM&FBovespa

4. RESULTADOS, ANÁLISES E DISCUSSÃO

Há um crescente número percentual de captação de recursos de terceiros no setor de bens industriais da BM&FBovespa. A alta demanda de recursos para financiar processos produtivos é uma característica do setor. É uma tendência também observada por Schnorrenberger *et. al.* (2013) ao relatar um aumento de 94% do uso de capital de terceiros no setor desde de 1988 até 2011. A Tabela 1 confirma esse aumento relacionando as médias das dívidas por ano, apesar da suave queda em 2017.

Tabela 1 - Valor médio em milhares de reais do passivo oneroso total das companhias do setor de bens industriais entre 2004 e 2017.

Ano	Valor Médio em Milhares de Reais
2004	921.594,51
2005	1.123.661,79
2006	1.571.051,19
2007	2.173.353,21
2008	2.291.696,69
2009	2.580.099,63
2010	3.237.433,41
2011	4.084.425,74
2012	5.054.473,80
2013	5.690.351,17
2014	6.226.238,29
2015	7.482.262,14
2016	8.818.214,34
2017	8.127.947,15

Fonte: própria.

Do total do passivo oneroso mantido na amostra em torno de 43% não evidenciam sua fonte de captação de recursos, se através de instituições financeiras ou por debêntures. De acordo com a Tabela 2, percebe-se do setor uma propensão a financiar maiores volumes através da emissão de debêntures e captações junto ao BNDES. Apesar de pouco expressivo, há um crescimento do volume de financiamentos com recursos fora do país. Em termos de contagem, as dívidas com instituições financeiras representam cerca de 66% dos contratos e

as debêntures próximo de 34%, mostrando uma preferência de escolha das empresas por dívidas à títulos híbridos sustentada a *Pecking Order Theory*.

Tabela 2 – Participação percentual do passivo oneroso mantido no setor de Bens Industriais por fonte de financiamento contratada por ano entre 2004 e 2017.

Ano	BNDES	Debêntures	Instituições Financeiras Nacionais	Instituições Financeiras Internacionais	TOTAL
2004	44,66%	48,43%	5,88%	1,04%	100%
2005	31,23%	65,95%	2,34%	0,47%	100%
2006	36,17%	62,62%	0,96%	0,26%	100%
2007	29,96%	66,29%	3,09%	0,66%	100%
2008	33,26%	61,96%	4,22%	0,56%	100%
2009	36,17%	57,04%	6,32%	0,48%	100%
2010	35,19%	57,06%	7,17%	0,58%	100%
2011	30,59%	61,65%	7,42%	0,35%	100%
2012	27,35%	62,50%	9,15%	1,01%	100%
2013	25,15%	65,93%	8,10%	0,82%	100%
2014	28,19%	64,48%	6,22%	1,11%	100%
2015	31,47%	59,23%	7,91%	1,40%	100%
2016	26,06%	50,48%	14,57%	8,90%	100%
2017	28,72%	55,39%	14,01%	1,89%	100%

Fonte: própria

Nota:

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento

Gusmão, Lemes Júnior e Raifur (2008) encontraram uma relação positiva entre as variações das TJLP, SELIC e LIBOR, observando empresas listadas na Bovespa entre 1997 e 2007. Duas das taxas citadas são correlacionadas, de acordo com a pesquisa de Gusmão, Lemes Júnior e Raifur (2008), são umas das mais utilizadas para indexar as dívidas no setor de bens industriais. No estudo em pauta, cerca de 83% das dívidas indexadas à TJLP tem como credor o BNDES, praticando assim taxas de juros mais baixas que as normalmente encontradas no mercado por este indexador ser inferior a muitos outros, o que torna esse tipo de financiamento mais atrativo para as empresas do setor.

Tabela 3 - Proporção de indexadores utilizados nos contratos de financiamentos do setor de bens industriais de 2004 a 2017.

Indexador	% de utilização
CDI	28,22%
TJLP	27,37%
DOLAR	12,52%
DOLAR/LIBOR	7,38%
IGPM	6,18%
IPCA	5,24%
LIBOR	2,93%
Outros*	10,19%
Total	100%

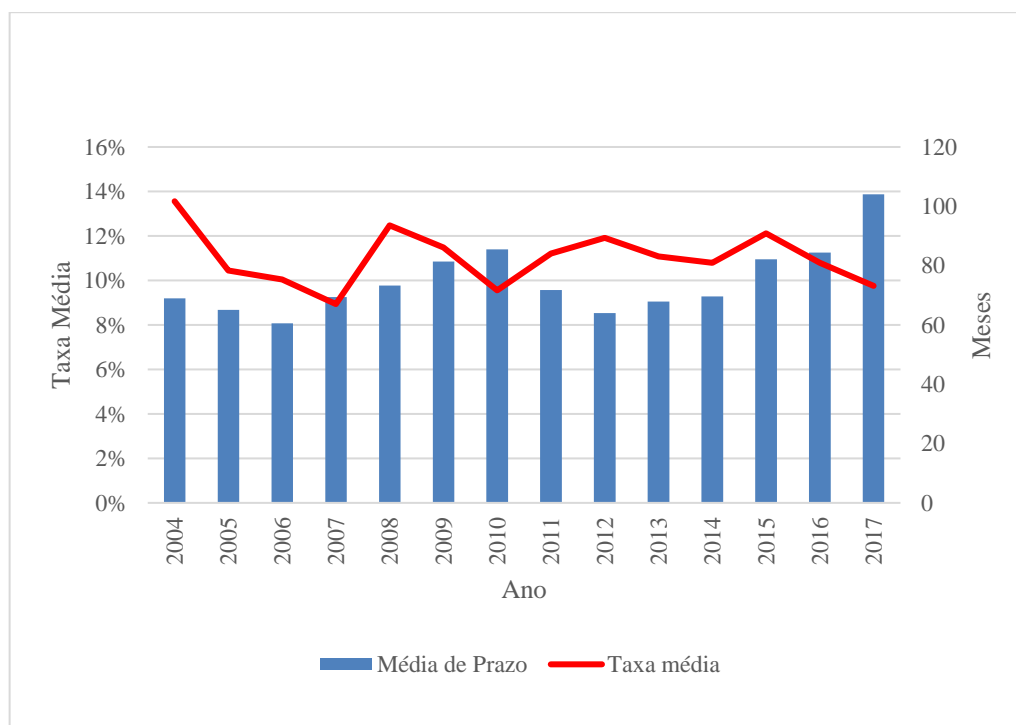
Fonte: própria

Nota:

* Dentro desta categoria se enquadram demais indexadores nacionais, internacionais, indexadores mistos e taxas pré-fixadas.

Observa-se no gráfico 1 um comportamento predominantemente inverso entre as taxas de juros ao ano e o prazo médio em meses. Nos últimos anos, nota-se que as companhias do setor em referência estão captando financiamento com maior prazo de vencimento e menores taxas no mercado. Uma das limitações dessa pesquisa foi a indisponibilidade dos prazos de vencimento dos contratos nas notas explicativas das empresas analisadas. Apenas cerca de 23% da amostra possui dados sobre a duração dos contratos.

Gráfico 1- Médias do custo de capital de terceiros ao ano e prazo médio para o vencimento em meses dos financiamentos do setor de bens industriais entre 2004 e 2017.



Fonte: própria

Bastos e Nakamura (2009), num estudo sobre a estrutura de capital das companhias abertas brasileiras, chilenas e mexicanas, verificaram uma relação positiva entre risco e endividamento de curto prazo, na qual infere-se que em empresas com maior risco possuem maior quantidade de passivo oneroso a curto prazo. O perfil de maturação predominante entre as companhias do setor de bens industriais é de médio e longo prazo, obtidos com debêntures e no BNDES. Segundo Schnorrenberger *et. al.* (2013), em 1988 o uso de capital de terceiros de curto prazo era próximo de 80%, em contraste ao exposto nas Tabelas 4 e 5.

Tabela 4 - Distribuição percentual da duração dos contratos de financiamento entre 2004 e 2017 e seus respectivos prazos médios em meses e taxas ao ano do setor de bens industriais.

Duração	% do Total de Financiamentos	Prazo médio em meses	Taxa Média
Até 12 meses	7,11%	7,31	13,28%
De 12 até 120 meses	64,59%	66,11	11,78%
Acima de 120 meses	28,30%	189,09	11,16%

Fonte: própria

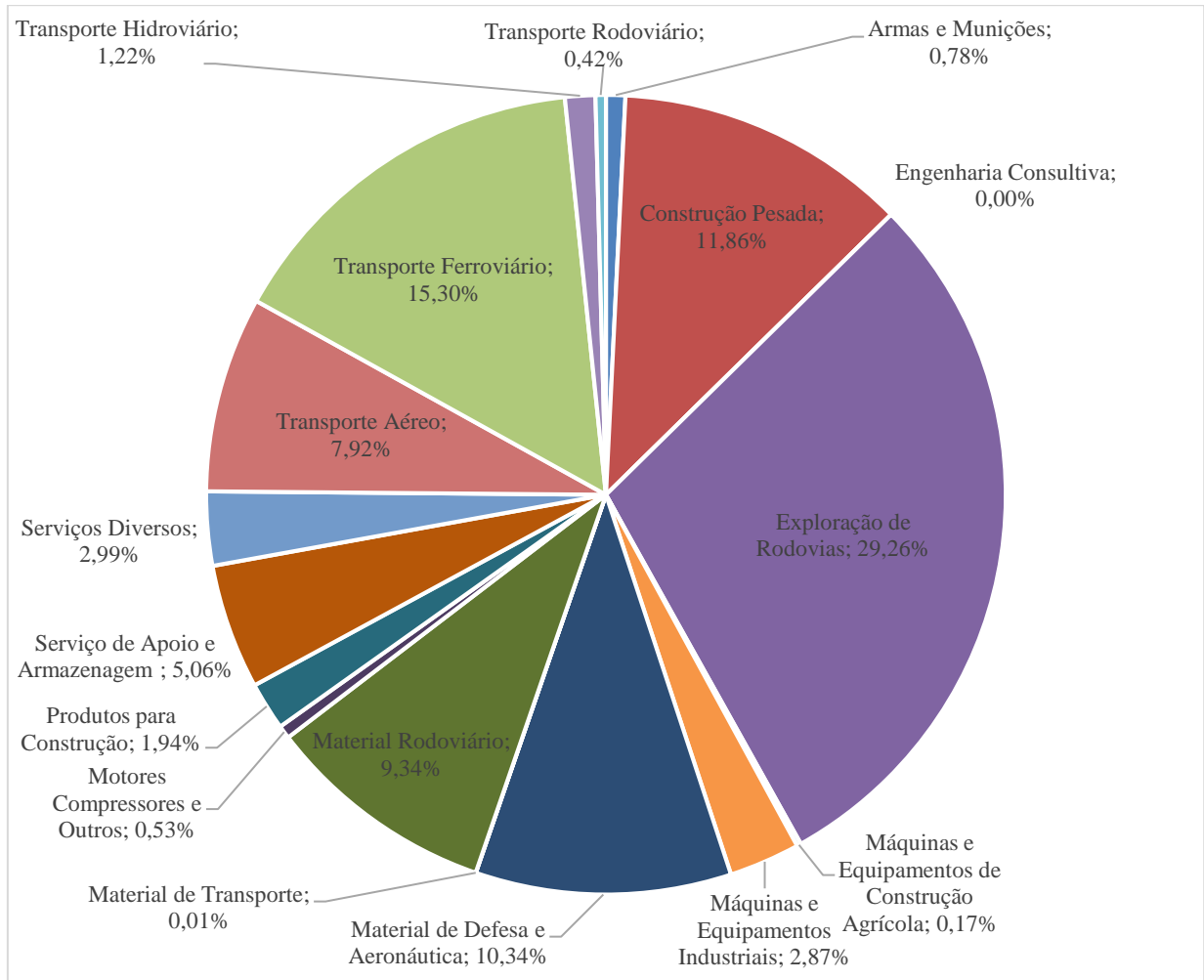
Tabela 5 - Distribuição percentual da duração dos contratos de financiamento entre 2004 e 2017 por fonte de financiamento.

Duração	Debêntures	BNDES	Outros	Total
Até 12 meses	2,89%	1,87%	0,22%	4,98%
De 12 até 120 meses	49,76%	29,22%	2,97%	81,95%
Acima de 120 meses	9,78%	2,45%	0,84%	13,07%
Total	62,43%	33,54%	4,03%	100,00%

Fonte: própria

O subsetor de bens industriais que possui a maior participação no passivo oneroso é o de Transportes – que engloba os segmentos de transporte rodoviário, hidroviário, aéreo, serviços de apoio e armazenagem e o de exploração de rodovias – próxima de 60%. Mais da metade das empresas abrangidas nesse setor são concessionária de exploração de rodovias. Costa, Gartner e Granemann (2015) analisaram os determinantes da estrutura de capital do setor de transporte brasileiro e mostraram que independente do alto grau de risco, essas empresas buscam se alavancar para realizar novos investimentos com retornos obtidos ao longo das operações. Em seguida Material de Transporte, Construção e Engenharia e Máquinas e Equipamentos participam com 19,68%, 16,78% e 4,35% respectivamente, conforme descrito no gráfico 6.

Gráfico 2-Participação percentual de cada segmento do setor de bens industriais sobre o passivo oneroso entre 2004 e 2017.



Fonte: própria

As debêntures possuem um elevado percentual tanto em número de contratos como também no montante movimentado no período analisado, como mostra a Tabela 6. Mesmo com grande quantidade de contratos nas modalidades de adiantamento de contrato de câmbio, cédula de crédito bancário, capital de giro, FINAME, FINEP e FINIMP o volume movimentado no período é menor que o número dos mesmos. Seguindo a lógica inversa, se comportam as concessões, debêntures, FINEM, *leasing*, nota de crédito exportação e a Resolução nº 63. No que tange às concessões, apenas empresas do subsetor de transportes praticam essa modalidade de financiamento na amostra selecionada, algo particular e imprescindível para as operações deste subsetor por ser regulado.

Tabela 6 – Quantidade de contratos e volume por tipo de financiamento no setor de bens industriais no período de 2004-2017.

Modalidade	Quantidade	Volume	Subsetor
ACC	2,89%	0,47%	Construção e Engenharia; Máquinas e Equipamentos; Material de Transporte; Transporte
Capital de giro	16,26%	9,17%	Construção e Engenharia; Máquinas e Equipamentos; Material de Transporte; Transporte
CCB	2,64%	0,95%	Máquinas e Equipamentos; Transporte
Concessões	2,25%	5,33%	Transporte
Debêntures	10,11%	23,19%	Construção e Engenharia; Máquinas e Equipamentos; Material de Transporte; Transporte
FINAME	10,79%	3,65%	Comércio; Construção e Engenharia; Máquinas e Equipamentos; Material de Transporte; Transporte
FINEM	3,37%	3,86%	Máquinas e Equipamentos; Transporte
FINEP	4,68%	1,39%	Construção e Engenharia; Máquinas e Equipamentos; Material de Transporte; Transporte
FINIMP	2,29%	0,77%	Construção e Engenharia; Máquinas e Equipamentos; Material de Transporte; Transporte
<i>Leasing</i>	6,29%	7,06%	Construção e Engenharia; Máquinas e Equipamentos; Material de Transporte; Transporte
NCE	2,18%	2,68%	Construção e Engenharia; Máquinas e Equipamentos; Material de Transporte; Transporte
Resolução N° 63*	0,36%	14,44%	Construção e Engenharia; Máquinas e Equipamentos; Material de Transporte
Outros	35,88%	27,04%	Comércio; Construção e Engenharia; Máquinas e Equipamentos; Material de Transporte; Transporte

Fonte: própria

Notas:

* Operação de repasse de recursos externos
ACC – Adiantamento de Contrato de Câmbio

CCB – Cédula de Crédito Bancário
FINAME – Agência Especial de Financiamento Industrial
FINEM – Financiamento a Empreendimentos
FINIMP – Financiamento à Importação
NCE – Nota de Crédito Exportação

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste trabalho foram vistas pesquisas relevantes para a teoria de finanças moderna sobre a estrutura de capital e capital de terceiros. Além disso, foi mostrado também a dinâmica do mercado de dívida brasileiro de curto e longo prazo, suas modalidades, bem como a forma que são dadas as suas respectivas taxas de juros.

Das empresas analisadas verifica-se um crescente grau de endividamento e uma tendência a captar dívidas com prazos maiores e com menores taxas de juros nos últimos anos, o que representa uma evolução no mercado financeiro brasileiro, haja vista que, com já citado, grande parte das instituições financeiras concedem mais créditos a curto prazo. Há também a predominância do perfil de médio e longo prazo no passivo oneroso majoritariamente obtido através de debêntures e do BNDES. Percebe-se então, uma elevada expansão de uso de recurso de terceiros para financiamentos a partir das debêntures no período analisado, superando os valores financiados pelo BNDES.

Vimos também que o subsetor de transportes possui maior participação de dívidas do setor, cerca de 60% do total. Quanto às modalidades de financiamento, destaco a operação de recursos externos regulamentada pela Resolução N° 63 que, apesar de possuir poucos contratos em termos de quantidade, movimentou mais de 14% dos valores transacionados no período. Isso mostra maior abertura para captação de recursos fora do país.

A indisponibilidade e clareza nas informações foi um fator limitante à pesquisa. Apesar de, no decorrer dos anos, as empresas melhorarem a forma de evidenciar as informações sobre seus financiamentos, dados sobre o prazo de vencimento do contrato, emissão, fontes de financiamento e modalidade não estão disponíveis em algumas das notas explicativas examinadas.

Como sugestão de pesquisa, propõe-se investigar o passivo oneroso utilizando esta mesma metodologia para compreender mais sobre o tema nos outros setores não financeiros de empresas listadas na BM&FBovespa: consumo cíclico; consumo não cíclico; materiais básicos; petróleo, gás e biocombustíveis; saúde; tecnologia da informação; telecomunicações; e utilidade pública.

REFERÊNCIAS

- ARDALAN, Kavous. **Capital structure theory: reconsidered**. Research in International Business and Finance, v. 39, p. 696-710, 2017.
- ALBANEZ, Tatiana. **Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras de capital aberto**. 2009. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto.
- ASSAF NETO, Alexandre; SILVA, César A. T. **Administração do capital de giro**. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 8ª ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- BASTOS, Douglas D.; NAKAMURA, Wilson T. **Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006**. Revista de Contabilidade e Finança, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 75-94, 2009.
- BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**. Seção 1. Suplemento. 17/12/1976. p. 1.
- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. **Princípios de finanças corporativas**. Tradução de Celso Roberto Paschoa. 10ª ed. AMGH, 2013.
- CAMACHO, Fernando. **Custo de capital de indústrias reguladas no Brasil**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 11, n. 21, p. 139-164, 2004.
- COSTA, Paulo H. da S.; GARTNER, Ivan R.; GRANEMANN, Sérgio R. **Análise dos determinantes da estrutura de capital das empresas do setor de transporte brasileiro à luz das teorias Pecking Order e Static Trade-off**. Business and Management Review, v. 4, n. 8, p. 142-151, 2015.
- FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 17ª ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2009.
- FRANK, Murray Z.; GOYAL, Vidhan K. **Testing the pecking order theory of capital structure**. Journal of financial economics, v. 67, n. 2, p. 217-248, 2003.
- GELBCKE, Ernesto R.; SANTOS, Arioaldo dos; IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu. **Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC**. 3ª ed. Atlas: São Paulo, 2018.
- GONÇALVES, Afonso A. de F. **Impactos da adoção do padrão contábil IFRS no Brasil: houve redução na percepção do risco de seleção adversa pelos credores não bancários das empresas de capital aberto brasileiras?**. 2016. Dissertação de Mestrado (Mestrado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Administração Economia e Contabilidade, Universidade de Brasília, Brasília.

GONÇALVES, Danilo L.; BISPO, Oscar N. de A. **Análise dos fatores determinantes da estrutura de capital de companhias de construção civil inseridas no segmento Bovespa.** Revista de Contabilidade e Controladoria, Curitiba, v. 4, n. 1, p. 110-130, 2012.

GUSMAO, Ivonaldo. B.; LEMES JÚNIOR, Antônio B.; RAIFUR, Léo. **Estrutura de capital e a competitividade das empresas brasileiras: um estudo na Bovespa no período de 1997-2007.** XI SEMEAD-Seminários em Administração FEA/USP, v. 1, p. 1-1, 2008.

HUA SHENG, Hsia; SAITO, Richard. **Determinantes de spread das debêntures no mercado brasileiro.** Revista de Administração-RAUSP, v. 40, n. 2, p. 193-205, 2005.

KEYNES, John M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda.** Tradução de Mário R. da Cruz. 1ª ed. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

LEAL, Ricardo P. C. **Estrutura de capitais comparada: Brasil e mercados emergentes.** RAE-Revista de Administração de Empresas, v. 48, n. 4, p. 67-78, 2008.

MARTINS, Gilberto de A.; THEÓPHILO, Carlos R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas.** 3ª Ed. São Paulo: Atlas, 2016.

MATIAS, Alberto B. **Finanças corporativas de curto prazo, volume 1: a gestão do valor do capital de giro.** 2ª Ed. São Paulo Atlas, 2014.

MEDEIROS, Otávio R.; DAHER, Cecílio E. **Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras.** Revista de Administração Contemporânea, Curitiba, v. 12, n. 1, p. 177-199, 2008.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. **The cost of capital, corporation finance and the theory of investment.** The American economic review, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. **The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: reply.** The American Economic Review, v. 55, n. 3, p. 524-527, 1965.

MYERS, Stewart C. **The capital structure puzzle.** The journal of finance, v. 39, n. 3, p. 574-592, 1984.

PIB do transporte em 2017 volta ao nível de 2010: investimentos caem. 2018. Disponível em: <<http://www.cnt.org.br/imprensa/noticia/pib-transporte-volta-niveis-2010-investimentos-caem>> Acesso em: 19 de jul. 2018

PRATES, Daniela M.; CINTRA, Marcos A. M.; FREITAS, Maria C. P. **O papel desempenhado pelo BNDES e diferentes iniciativas de expansão do financiamento de longo prazo no Brasil dos anos 90.** Economia e Sociedade, v. 9, n. 2, p. 85-116, 2000.

Ranking Mundial de Juros Reais – Dezembro 2017. 2017. Disponível em: <<http://moneyou.com.br/opinio/ranking-mundial-de-juros-reais-nov17.html>>. Acesso em: 15 de jun. 2018

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey; LAMB, Roberto. **Administração financeira: versão brasileira de Corporate Finance.** 10ª ed. Porto Alegre: AMGH, 2015.

SANTOS, Durval J. S. **Debêntures: um instrumento moderno de captação de recursos**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 13, n. 26, p. 35-54, 2006.

SCHNORRENBURGER, Darci; BORBA, Jessica da C.; GASPARETTO, Valdirene; LUNKES, Rogério J. **Estrutura de capital e rentabilidade: estudo longitudinal de empresas listadas na BM&FBOVESPA**. Registro Contábil, v. 5, n. 1, p. 69-86, 2013.

Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP. Disponível em:
< <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/custos-financeiros/taxa-juros-longo-prazo-tjlp> > . Acesso em: 28 jun. 2018.

VALLE, Mauricio R. do. **Estrutura de capital de empresas brasileiras num ambiente de altas taxas de juros e na presença de fontes diferenciadas de financiamento**. 2008. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.