

ANÁLISE DAS CARACTERÍSTICAS DO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO¹

ANALYSIS OF THE CHARACTERISTICS OF THE DEBT OF THE “NOVO MERCADO” COMPANIES

Leandro Pasa Colussi²
Caroline de Oliveira Orth³

Resumo: Esta pesquisa procurou evidenciar o comportamento da Estrutura de Capital e a composição do Passivo das empresas nos anos 2014 e 2015. A amostra utilizada foi de 109 empresas listadas no Novo Mercado da Bm&fBovespa, classificadas de acordo com os seus respectivos setores. Os dados foram coletados do balanço patrimonial das empresas através da Economática®, e das notas explicativas, disponíveis no site da Bm&fBovespa. Para a análise dos dados utilizou-se o método estatístico descritivo, bem como análise de conteúdo sobre as notas explicativas. Os resultados mais significativos demonstram que: a) Houve um crescimento do endividamento de curto prazo; b) A estrutura de capital média das empresas estudadas revelou que o financiamento com capital de terceiros passou de 34,7% para 39,3% e com capital próprio passou de 65,3% para 60,7% no período analisado; c) A análise setorial permitiu evidenciar que, embora o endividamento médio tenha aumentado, alguns setores não acompanham esta tendência. d) O setor com maior crescimento no indicador endividamento médio foi o de Materiais Básicos, com 13,92%. e) Através da análise do endividamento mínimo e máximo, percebe-se que, mesmo em crise, algumas empresas conseguem se manter com um endividamento muito baixo; em compensação, existem outras que apresentam passivo a descoberto. Contudo, o desvio padrão de 25,5% revela que o endividamento da maioria das empresas analisadas não se distancia muito da média, que gira em torno de 35%. f) em relação à composição do passivo, as dívidas financeiras são as principais fontes de financiamento das empresas estudadas.

Palavras-chave: Passivo, Estrutura de Capital, Endividamento, Novo Mercado.

Abstract: This research aimed to highlight the behavior of the Capital Structure, as well as the composition of the Liabilities of companies in the years 2014 and 2015. The sample used was 109 companies listed in the Novo Mercado segment of Bm&fBovespa, which were classified according to their respective sectors. The data were collected from the companies' balance sheets through the software Economática®, and the explanatory notes, available on the Bm&fBovespa website. For the data analysis, the descriptive statistical method was used, as well as content analysis on the explanatory notes. The most significant results demonstrate: a) a growth of short-term debt; b) the average capital structure of the companies studied shows that financing with third-party capital increased from 34.7% to 39.3% and with equity capital increased from 65.3% to 60.7% in the period analyzed; c) The sectoral analysis showed that, although the average debt increased, some sectors do not follow this trend. d) The sector with the

¹ Trabalho de Conclusão que será apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS.

² Graduando em Ciências Contábeis na Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

³ Mestre em Ciências Contábeis na Universidade do Vale do Rio dos Sinos.

highest growth in the average debt indicator was Basic Materials, 13.92%. e) Through the analysis of the minimum and maximum debt, it is noticed that, even in crisis, some companies manage to keep themselves with very low debt, in compensation there are others that present uncovered liabilities. However, the standard deviation of 25.5% shows that the debt of most of the companies analyzed is not far from the average of around 35%. f) About the composition of liabilities, financial debts are the main sources of financing for the companies studied.

Keywords: Liabilities, Capital Structure, Debt, Novo Mercado.

INTRODUÇÃO

O Brasil vem enfrentando uma crise política e econômica, com uma recessão no PIB e alta taxa de desemprego, o que, por consequência, tende a impactar negativamente o fluxo de caixa das empresas, causando uma forte dependência do capital de terceiros no mercado. Com isso, existe a expectativa de que ocorra um aumento no endividamento nas empresas. Nesse contexto, é relevante avaliar não só o crescimento das dívidas, mas a qualidade destas e ainda as principais fontes de recursos de terceiros.

Os passivos, de acordo com Ribeiro Filho, Lopes e Pederneiras (2009, p. 109) são “obrigações e compromissos de determinada entidade em termos monetários ou na forma de bens ou serviços à terceiros”. Os mesmos possibilitam que a empresa obtenha capital além daquele integralizado a fim de complementar os recursos necessários à sua operação, ou seja, são obrigações da empresa. Os passivos podem se apresentar de diversas formas, variando de empresa para empresa de forma a se adaptar às suas especificidades, o que possibilita a obtenção de obrigações de diferentes prazos e taxas utilizadas para alavancar suas operações e aperfeiçoar seus resultados. Nesse contexto, o objetivo deste trabalho é estudar a composição das dívidas presentes no passivo das empresas e analisá-las, com o intuito de descrever se e de que maneira as empresas estão alavancadas financeiramente. Para alcançar esse objetivo serão analisados os passivos das empresas nos anos de 2014 e 2015. Tal análise é importante visto que o modo como a empresa utiliza o capital pode afetar seu desempenho. As empresas que serão estudadas estão listadas no Novo Mercado da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (Bm&fBovespa).

Para tanto, pretende-se, primeiramente, identificar como se apresenta a estrutura de capital das empresas listadas no Novo Mercado, a fim de definir a proporção média entre o capital próprio e a composição capital de terceiros (Passivo Circulante e Não-

Circulante). Em seguida, apresentar as principais fontes de captação de recursos de terceiros, e, finalmente, as principais características, tais como composição, tipos e vencimento.

A pesquisa é classificada como descritiva e qualitativa. Os dados foram coletados das demonstrações contábeis a partir da Economatica® e corroborados com a análise de conteúdo das notas explicativas. A amostra compreendeu 109 empresas e resultou na compilação de dados de 327 notas explicativas ao longo dos dois anos. Os dados obtidos foram analisados com ferramentas estatísticas, a fim de obter um resultado mais preciso. É esperado que com o trabalho seja possível auxiliar outras pesquisas no campo da contabilidade, assim como complementar os estudos já realizados.

Segundo a Serasa Experian (2016), mais da metade das empresas brasileiras estão inadimplentes, o que indica uma dificuldade para o gerenciamento dos seus passivos. O estudo indica que no mês de abril de 2016 ocorreu o maior número de inadimplentes desde que esta começou a mensuração, em junho de 2015. Esse contexto, aliado à escassez de estudos sobre a composição dos passivos das empresas na área da contabilidade, motivou a realização da presente pesquisa, que pretende preencher esta lacuna.

Sendo assim este estudo contém, além desta introdução, o Referencial Teórico, Procedimentos Metodológicos, Análise e interpretação dos resultados e Considerações Finais.

REFERENCIAL TEÓRICO

Este referencial teórico versa sobre a estrutura de capital das empresas, composto pelo capital próprio e pelo capital de terceiros. Ademais, aborda a composição do passivo e, conseqüentemente, as características de endividamento das mesmas, dividindo, portanto, o referencial em três seções, sendo elas: Estrutura do Capital, Endividamento, Passivo e sua Estrutura e Estudos Relacionados.

ESTRUTURA DO CAPITAL

Nos últimos anos, o Brasil tem enfrentado uma recessão no Produto Interno Bruto, o que impactou diretamente as empresas nacionais. A partir do ano de 2012 o

PIB começou a sofrer uma queda, e, em 2015, tornou-se menor que o da Índia. Machado *et al.* (2016, p.14), em sua pesquisa sobre a interferência da estrutura de capital no desempenho de empresas brasileiras, afirmaram que “a variável de controle “oportunidade de crescimento” foi significativa, apontando para uma correlação positiva entre endividamento e desempenho da firma”. Ou seja, quando as empresas têm a oportunidade de crescer, o endividamento ajuda no desempenho da firma, já quando essa oportunidade não é presente, como nos casos de crise, o endividamento é indiferente para o desempenho da empresa.

A estrutura de capital representa a base da empresa, a forma como ela está estruturada financeiramente e de que maneira está alocado o capital, se a maior parte em capital de terceiros ou capital próprio. Ross *et al.* (2010, p. 4) afirmam que “a estrutura do capital de uma empresa é a combinação específica entre o exigível a longo prazo e o patrimônio que a empresa usa para financiar suas operações”.

Os estudos sobre estrutura de capital começaram com Durand (1952), que afirmou que ela pode ser nivelada até um ponto ótimo, onde o capital de terceiros alcança determinado ponto máximo e permite uma alta alavancagem sem risco de levar a empresa a uma eventual descontinuidade operacional. Em 1958, Modigliani e Miller, em seu trabalho desenvolvido em condições simplificadas de um mercado de capitais perfeito, concluíram que a estrutura de capital é irrelevante para o valor das empresas, o que trouxe mais questionamentos no campo científico a respeito da forma pela qual as empresas se financiam.

Esses questionamentos motivaram Mota, Coelho e Holanda (2014) a pesquisar sobre a forma como o capital é estruturado nas empresas, e obtiveram como conclusão que a mesma depende das prioridades da diretoria. Muitas vezes esta prefere utilizar recursos internos como forma de financiamento, a exemplo dos lucros acumulados. Tal preferência ocorre pelo desejo da diretoria de proteger as informações financeiras internas, que seriam expostas no caso da utilização de recursos externos como meio de financiamento, corroborando com a teoria de *Pecking Order*, que afirma que as empresas escolhem primeiramente financiar-se com seus recursos internos, uma das razões sendo esta proteção de informações. Os ativos são, em sua maioria, adquiridos com capital próprio, entretanto, os recursos também podem ser captados de terceiros, em virtude da falta de recursos ou do custo de oportunidade.

As duas opções, capital próprio e capital de terceiros (também conhecido por endividamento), formam a estrutura de capital, logo, para um melhor entendimento é

necessário estudá-los. Santos Póvoa e Nakamura (2015) afirmam que a estrutura de capital pode ser melhor compreendida ao observar a estrutura de dívida das empresas. Logo, o endividamento será abordado na próxima seção.

ENDIVIDAMENTO

Observando a relação entre o endividamento e a saúde da empresa proposta por Durand, é oportuno analisar as formas mais frequentes de composição do passivo. O estudo clássico de Myers and Majluf (1984) apresentou a teoria *Pecking Order*, que afirma que as empresas têm três formas de obter financiamento e elas o fazem em uma ordem preferencial: primeiro, por meio de financiamentos internos, com os lucros gerados; depois, por meio de dívidas, e, por último, pela criação de novas ações. Nakamura e Mota (2002) confirmaram a teoria através de seu estudo, no qual foi constatada a preferência do aproveitamento de lucros para seu financiamento, e, logo depois, a captação de novas dívidas. Burkowski, Perobelli e Zanini (2011, p. 21) também confirmam essas preferências em seu estudo.

Santos Póvoa e Nakamura (2015) afirmam que são bastante escassas as pesquisas dedicadas ao estudo da composição do endividamento, pois os estudos sobre estrutura de capital tratam, em sua maioria, o endividamento de forma homogênea. Rauh e Sufi (2010) analisaram a estrutura de dívida de 305 empresas norte americanas, e o resultado obtido foi que três quartos das empresas objeto do estudo tinham ao menos dois ou mais tipos de dívida em seu passivo, ou seja, não se pode considerar o endividamento como um item homogêneo nas pesquisas. Ainda afirmam que “ao considerar a heterogeneidade na composição do endividamento propõe-se uma nova abordagem ou o uso de novas lentes para o estudo da estrutura de capital das empresas” (SANTOS PÓVOA; NAKAMURA, 2015, p.31). Denis e Mihov (2002) desenvolveram essa abordagem, separando as dívidas em três tipos: dívida bancária, dívida não bancária e dívida por meio de títulos corporativos, e afirmam que as dívidas bancárias tendem a ter o prazo mais curto, alta prioridade de recebimento e mais flexibilidade em negociações, enquanto os títulos tendem a ter maior maturidade, prioridade baixa e uma flexibilidade menor.

Fama (1985) já havia afirmado em seus estudos que os custos de produção de informações para o endividamento por meio de títulos são muito altos para empresas de pequeno porte, que optam por dívidas bancárias. Após esse estudo clássico, outros

autores procuraram explicar o endividamento: Para Nakamura (1993), essas dívidas diminuem o custo de informação e monitoramento para empresas de porte menor, enquanto tal vantagem não é relevante para as grandes empresas. Já Krishnaswami *et al.* (1999) explicam que as dívidas lançadas por meio de títulos geram muitos custos, o que dificulta seu lançamento pelas empresas menores. Colla, Ippolito e Li (2013, p.29, tradução nossa) informam que “grandes empresas com alta qualidade de crédito tendem a ter acesso a diferentes fontes de financiamento, enquanto pequenas firmas sem classificação dependem exclusivamente ou de debêntures ou de financiamentos bancários”.

Além dessa desvantagem na emissão de títulos, há pouca oferta de créditos de longo prazo no mercado brasileiro. Na prática, existe somente o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES (COELHO, 2007). De acordo com Nakamura e Mota (2002), tal característica de mercado pode ser prejudicial às empresas e ao curso normal de suas atividades, visto que restringe a tomada de recursos de longo prazo - tanto sob forma de capital próprio quanto sob forma de capital de recursos.

Neste quesito, Silva e Valle (2008) fizeram uma pesquisa onde foi analisada a estrutura de capital de empresas brasileiras e americanas no período de 1999 a 2003. Os resultados sinalizam que as empresas brasileiras possuem maior endividamento total, enquanto as americanas têm dívidas de longo prazo maiores que as brasileiras. Somado a isso, mostrou que as empresas maiores tendem a ter uma dívida total maior. Esta pesquisa confirma o fato de que o Brasil ainda tem poucas opções de crédito em longo prazo. Nakamura e Mota (2002) ainda afirmam que nos Estados Unidos da América os fundos de longo prazo cobrem a demanda das empresas, além de os bancos disponibilizarem os mais variados tipos de financiamento de longo prazo, enquanto no Brasil mesmo as empresas de grande porte não dispõem dessa abundância, sendo um dos países com menor endividamento de longo prazo do mundo. Apesar disso, Santos Póvoa e Nakamura (2015, p.20) concluíram com sua pesquisa que “as dívidas subsidiadas pelo governo foram apontadas como relevantes para as empresas brasileiras, independentemente de seu porte, mas principalmente para aquelas que apresentavam maior risco financeiro.”.

Brito, Corrar e Batistella (2007) constataram que a estrutura de capital é influenciada pelo tamanho da empresa: quanto maiores, mais endividadas e maior a proporção de dívidas de longo prazo, o que mostra um acesso ao mercado de dívidas de longo prazo mais facilitado do que para as pequenas, em virtude, principalmente, dos

créditos concedidos pelo BNDES. Diversos outros estudos tiveram o mesmo foco, utilizando *panel data*, que analisa dados ao longo do tempo: Kouki e Said (2012), na França, e Wahab e Ramli (2014), na Malásia, constataram que o tamanho da firma é relativamente negativa ao endividamento, já Gaud *et al.* (2003) encontraram o oposto.

Na contabilidade, o endividamento é representado pelo passivo, que é classificado de diversas formas, o que será explicado e conceituado na próxima seção, de acordo com a literatura e legislação existente.

PASSIVO E SUA ESTRUTURA

O endividamento das empresas é medido a partir dos dados presentes em seus passivos, portanto é necessário um estudo mais aprofundado sobre os mesmos, o que se buscou fazer nesta seção.

Hendriksen e Van Breda (1999) definem o passivo como as exigibilidades referentes a valores a pagar de operações já realizadas, com vencimento futuro. Já a *Financial Accounting Standards Boards* (FASB, 2000, p.8, tradução nossa) diz que são “prováveis sacrifícios futuros de benefícios econômicos decorrentes de obrigações presentes de uma determinada entidade em transferir ativos ou prestar serviços a outras entidades no futuro, como resultado de transações ou eventos passados”.

Ainda a respeito do tema, a Lei 6.404/76, legislação vigente para as empresas brasileiras constituídas sobre a forma de sociedade anônima – onde enquadram-se as empresas do Novo Mercado, foco da presente pesquisa - dispõe a respeito da classificação das contas do balanço patrimonial:

Art. 178. No balanço, as contas serão classificadas segundo os elementos do patrimônio que registrem, e agrupadas de modo a facilitar o conhecimento e a análise da situação financeira da companhia.

(...) § 2º No passivo, as contas serão classificadas nos seguintes grupos:

I – passivo circulante;

II – passivo não circulante; e

III – patrimônio líquido

(...) Art. 180. As obrigações da companhia, inclusive financiamentos para aquisição de direitos do ativo não circulante, serão classificadas no passivo circulante, quando se vencerem no exercício seguinte, e no passivo não circulante, se tiverem vencimento em prazo maior, observado o disposto no parágrafo único do art. 179 desta Lei.

O Pronunciamento Técnico do Comitê de Pronunciamento Contábil (CPC) 26 explicita os critérios para a classificação do passivo:

O passivo deve ser classificado como circulante quando satisfizer qualquer dos seguintes critérios:

(a) espera-se que seja liquidado durante o ciclo operacional normal da entidade;

(b) está mantido essencialmente para a finalidade de ser negociado;

- (c) deve ser liquidado no período de até doze meses após a data do balanço; ou
 - (d) a entidade não tem direito incondicional de diferir a liquidação do passivo durante pelo menos doze meses após a data do balanço (ver item 73). Os termos de um passivo que podem, à opção da contraparte, resultar na sua liquidação por meio da emissão de instrumentos patrimoniais não devem afetar a sua classificação.
- Todos os outros passivos devem ser classificados como não circulantes.

Luiz, Santana e Ricardino Filho (2004) realizaram estudos sobre o *disclosure* do passivo em relação aos padrões internacionais de contabilidade e concluíram que as informações apresentadas nas demonstrações contábeis da amostra ainda evidenciam o passivo de forma tradicional, evidenciando em sua maioria o passivo referente às obrigações legais.

Além destes tipos de passivos, o *International Financial Reporting Standards (IFRS)* apresentou um manual no ano de 2012, classificando o passivo em Arrendamentos, Benefícios Definidos, Taxas Diferidas, Financeiro, Provisões e Contingentes. Os mesmos são conceituados nos Pronunciamentos Técnicos CPC 06, 33, 32, 39, e 25 respectivamente.

O Passivo será categorizado de acordo com a classificação proposta pelo IFRS, dividida em Arrendamentos, Benefícios Definidos, Taxas Diferidas, Financeiro, Provisões e Contingentes.

ESTUDOS RELACIONADOS

Sobre o desempenho de empresas, Grzebieluckasa *et al.* (2008, p.85), obtiveram como resultados que “somente o endividamento de curto prazo influenciou estatisticamente e negativamente na performance medida pelas variáveis ROE e ROA”.

Valle e Albanez (2012, p.65), em sua pesquisa sobre a estrutura de capital escrevem sobre o risco: “empresas menos arriscadas, com menor probabilidade de falência, conseguem maior acesso a recursos de terceiros.” Já segundo Bastos, Nakamura e Basso (2009, p.70) “empresas que possuem um nível de risco maior são mais cautelosas em contrair dívidas, principalmente de longo prazo e (...) maior quantidade de obrigações contábeis de Curto Prazo e/ou dívidas financeiras onerosas de Curto Prazo”.

Bancell e Mitoo, em seu estudo de 11 empresas francesas em meio à crise financeira mundial, afirmaram que estas tiveram dificuldade em obter empréstimos bancários. Ainda apontam que as empresas que tinham um financiamento interno maior, poucas dívidas de curto prazo e caixa alto tiveram um menor impacto frente à crise.

Rajan e Zingales (1995), afirmam que empresas maiores tendem a ser mais diversificadas e a irem à falência com menos regularidade e Silva e Valle (2008), que quanto maior o tamanho de uma empresa, maior seu potencial de endividamento. Pela pesquisa a ser realizada com empresas de grande porte, o resultado esperado será de uma maior quantidade de empréstimos a longo prazo em relação às pequenas empresas, corroborando com Stohs e Mauer (1996), Ozkan (2002) e Silva e Valle (2008), que, em seus estudos, demonstraram que a relação entre o tamanho da empresa e o prazo de suas dívidas é positiva

Bastos, Nakamura e Basso (2009), em seu estudo sobre a estrutura de capital na América Latina, teve como resultado que o Brasil é o país mais endividado entre os países pesquisados. Além disso, evidenciam que o endividamento de Longo Prazo é menor que aquele de Curto Prazo. Segundo eles, a participação das companhias em mercados de capitais abertos torna as empresas menos endividadas, por conta do menor custo de financiamento.

Com base nos estudos relacionados, será feita uma análise dos dados obtidos nos balanços financeiros das empresas. Como o país onde as empresas estão inseridas enfrenta um período de recessão, é esperado um aumento na dificuldade de obterem financiamentos e uma diminuição no volume dos passivos de Longo Prazo, substituindo-os por aqueles de Curto Prazo.

PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A pesquisa realizada neste estudo é classificada quanto aos seguintes aspectos: (a) pela forma de abordagem do problema, (b) de acordo com seus objetivos e (c) com base nos procedimentos técnicos utilizados.

Pela forma de abordagem do problema, a pesquisa é classificada como quantitativa, tendo em vista que fez uma análise volumosa de relatórios financeiros emitidos pelas empresas. Beuren (2012, p. 92) afirma que “caracteriza-se pelo emprego de instrumentos estatísticos, tanto na coleta quanto no tratamento de dados, [...] não é tão profundo na busca do conhecimento da realidade dos fenômenos, uma vez que se preocupa com o comportamento geral dos acontecimentos”. Além disso, também é qualitativa, definida por Beuren (2012) como uma análise mais profunda dos dados, em relação às pesquisas realizadas nas notas explicativas sobre o passivo.

De acordo com os objetivos da pesquisa, a mesma é considerada uma pesquisa descritiva, por descrever as fontes de financiamento das empresas. Para Rudio (2007, p. 71), “estudando o fenômeno, a pesquisa descritiva deseja conhecer a sua natureza, sua composição, processos que o constituem ou nele se realizam.”.

Com base nos procedimentos técnicos utilizados, se caracteriza como documental, pois utilizou relatórios e dados listadas no mercado de capitais brasileiro, Bm&fBovespa, listadas no segmento Novo Mercado . De acordo com Martins (2007, p. 35), a pesquisa documental “tem por finalidade reunir, classificar e distribuir os documentos de todo gênero dos diferentes domínios da atividade humana”.

A coleta de dados se deu por meio da internet, onde se encontram os balanços patrimoniais e dados de todas as empresas listadas. Esses dados podem ser obtidos em relatórios financeiros anuais obrigatórios para a participação no mercado. Foram utilizadas as Demonstrações Financeiras trimestrais, obtidas na Economática® e as Notas Explicativas anuais para uma pesquisa mais aprofundada, dispostas no site da Bm&fBovespa.

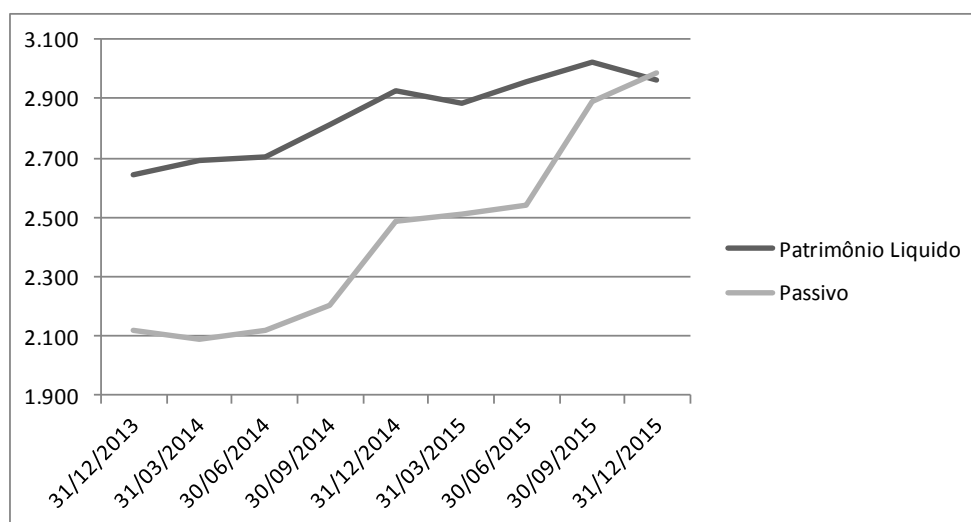
As amostras foram os balanços patrimoniais em sua totalidade e suas notas explicativas. Tais dados foram utilizados para a análise, com a utilização de instrumentos estatísticos descritivos, a saber o percentual, a média e o desvio-padrão. Além disso, os passivos foram classificados de acordo com o critério da IFRS citado no referencial teórico. O setor estudado foi a listagem do Novo Mercado, do qual hoje fazem parte 128 empresas. Segundo a Bm&fBovespa (2009, p.3), “a melhoria da qualidade das informações prestadas pela companhia e a ampliação dos direitos societários reduzem as incertezas no processo de avaliação e de investimento e, conseqüentemente, o risco” (BM&FBOVESPA, 2009, p.3).

Das 128 empresas, foram excluídas das amostras as empresas de cunho Financeiro, por se tratar de empresas que têm o passivo com características diferentes das outras, e as empresas com Patrimônio Líquido negativo. Assim, a amostra contou com um total de 109 empresas, que foram classificadas em Bens Industriais, Consumo Cíclico, Consumo Não Cíclico, Outros, Materiais Básicos, Petróleo Gás e Biocombustível, Saúde, Tecnologia da Informação, Telecomunicações e Utilidade Pública.

ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS

O endividamento, segundo Machado *et al.* (2016, p.14), quando utilizado no momento em que a empresa está em crescimento, pode ocasionar uma boa alavancagem financeira. Entretanto, quando o mesmo é utilizado em tempos de crise, seus objetivos são outros, tais como a proteção dos riscos financeiros e operacionais. A fim de elucidar tal comportamento, apresentamos os gráficos seguir, que caracterizam os passivos das empresas analisadas. Os valores dos gráficos serão apresentados em milhões de reais, salvo quando disposto o contrário. O Gráfico 1 demonstra o comportamento da média do Patrimônio Líquido e do Passivo de todas as empresas da análise.

Gráfico 1 – Estrutura de Capital



Fonte: Elaborado pelo Autor (2016)

O Gráfico 1 evidencia que mesmo com o PIB em recessão, as empresas aumentaram seus Passivos, o que pode ser explicado por Silva e Valle (2008), a respeito do potencial de endividamento. Com o passar dos trimestres, as empresas aumentaram, em média, o valor dos passivos, e em 2015 o valor do capital de terceiros médio emparelhou com o Patrimônio Líquido médio. Provavelmente, diante do cenário econômico recessivo vivenciado nos últimos anos, as empresas precisaram recorrer a uma maior quantidade de capital de terceiros para manter sua operação e, por essa razão, se tornaram mais endividadas do ano de 2013 até o ano de 2015. A Tabela 1 mostra o endividamento em números, já o Gráfico 2 traz a reta da média dos endividamentos de cada setor.

Tabela 1- Endividamento (em %)

	Bens Industriais	Consumo Cíclico	Consumo Não Cíclico	Financeiro e Outros	Materiais Básicos	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	Saúde	Tecnologia da Informação	Telecomunicações	Utilidade Pública	Média
31/12/2013	42,59%	40,86%	51,45%	35,88%	56,39%	15,51%	34,71%	36,90%	2,94%	29,50%	34,67%
31/03/2014	42,84%	39,98%	51,45%	35,35%	55,25%	14,61%	34,83%	37,09%	2,89%	28,62%	34,29%
30/06/2014	42,44%	38,19%	52,14%	34,49%	55,38%	14,54%	32,96%	34,96%	3,39%	30,90%	33,94%
30/09/2014	44,48%	38,82%	53,25%	34,47%	57,39%	14,98%	36,17%	34,35%	0,66%	31,28%	34,58%
31/12/2014	44,79%	39,38%	56,06%	29,91%	58,19%	18,31%	39,17%	37,07%	2,95%	33,68%	35,95%
31/03/2015	46,71%	38,93%	58,77%	31,33%	61,66%	18,31%	40,52%	37,99%	2,89%	33,77%	37,09%
30/06/2015	46,16%	38,63%	58,19%	31,08%	60,61%	18,27%	40,74%	37,77%	0,64%	32,54%	36,46%
30/09/2015	48,16%	39,67%	62,44%	30,72%	69,12%	18,89%	45,20%	40,25%	0,62%	33,52%	38,86%
31/12/2015	48,55%	40,47%	63,46%	33,06%	70,30%	17,12%	46,63%	40,12%	3,27%	29,58%	39,26%
Variação	5,96%	-0,39%	12,01%	-2,82%	13,92%	1,61%	11,91%	3,22%	0,33%	0,08%	4,58%
Máximo de Endividamento	100,32%	88,48%	105,53%	81,62%	95,81%	51,57%	63,76%	69,04%	0,64%	72,29%	72,91%
Mínimo de endividamento	0,00%	0,01%	9,33%	5,45%	38,57%	0,01%	0,07%	3,72%	0,62%	0,94%	5,87%
Desvio padrão	25,55%	25,05%	24,70%	19,06%	20,31%	17,65%	16,36%	24,52%	-	20,21%	21,49%

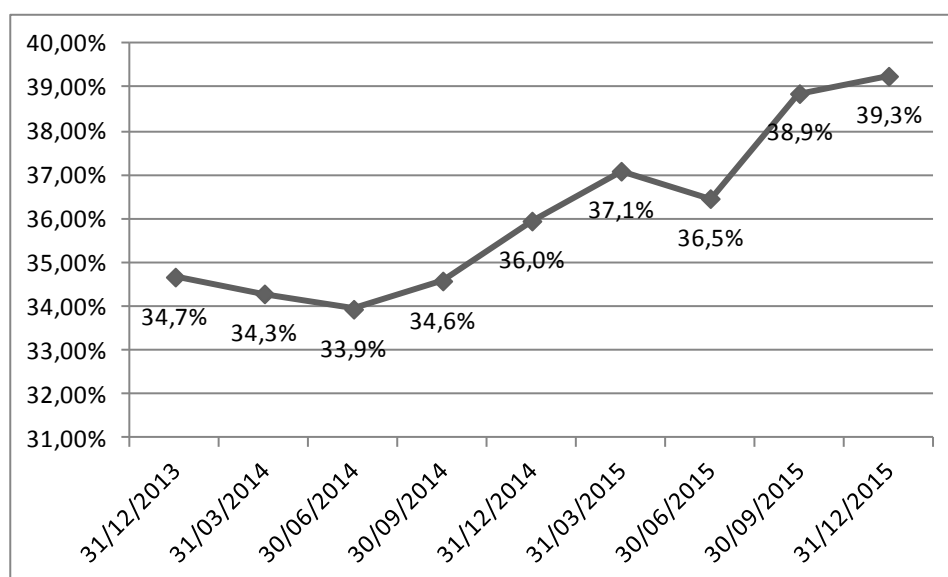
Fonte: Elaborado pelo Autor (2016)

A Tabela 1 demonstra os níveis de endividamentos das empresas nos nove trimestres analisados. Identificou-se que, no geral, as empresas apresentaram um endividamento crescente ao longo do período, porém a análise setorial permitiu identificar segmentos que não acompanharam esta tendência. Os Setores que demonstraram um aumento no endividamento foram, em ordem decrescente: Materiais Básicos (13,9%), Consumo Não- Cíclico (12%), Saúde (11,9%), Bens Industriais (5,9%), Tecnologia da Informação (3,2%), Petróleo, Gás e Biocombustíveis (1,6%), Utilidade Pública (0,07%) e Telecomunicação (0,3%).

Os setores que apresentaram queda no endividamento foram os setores: Consumo Cíclico (0,3%) e Financeiro e Outros (2,8%), contudo, a variação apresentada foi pouco significativa. A média de endividamento girou em torno de 35%, no entanto, pelas análises de mínimo e máximo, identifica-se empresas cujo endividamento tende a zero, e, em contrapartida, empresas com passivo a descoberto. Salienta-se, no entanto, que trata-se de casos extremos, uma vez que o desvio padrão máximo foi de 25,55%, demonstrando que o endividamento das empresas da amostra não se distancia muito da média. Os segmentos de “Telecomunicações” e “Petróleo, Gás e Biocombustíveis” se mantiveram com os valores muito abaixo da média, o oposto foi dado pelos setores Materiais Básicos e Consumo Não- Cíclico.

Para ilustrar o endividamento geral, com base na tabela 1, apresenta-se o gráfico 2, que demonstra o comportamento médio do endividamento das empresas estudadas. Nota-se que o indicador apresenta uma pequena queda no primeiro semestre de 2014, no entanto, a seguir apresenta um pico de crescimento em quase todo o período analisado.

Gráfico 2 - Endividamento

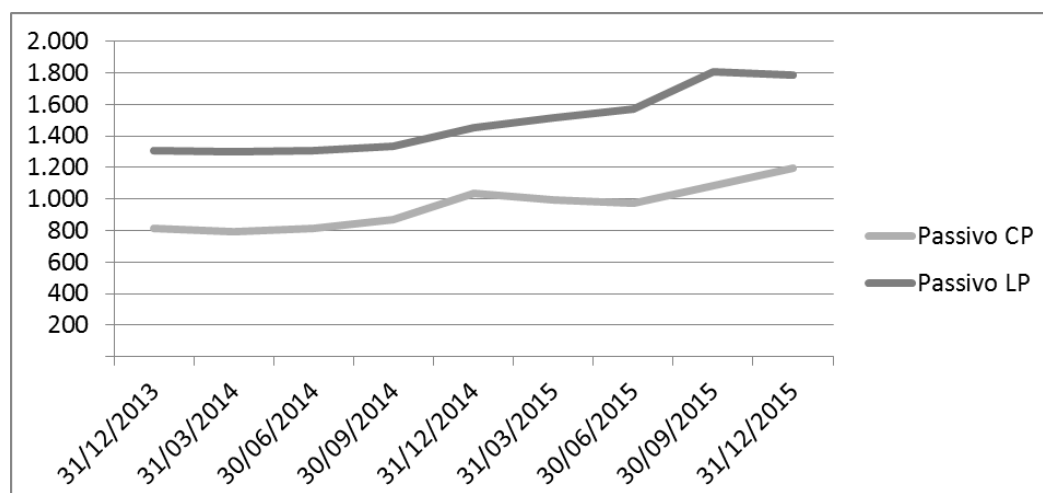


Fonte: Elaborado pelo Autor (2016)

Através dos Gráficos 1 e 2 é possível concluir que, apesar de o Passivo ter aumentado, o Patrimônio Líquido, assim como o Ativo, não o acompanharam na mesma proporção, causando um aumento no percentual do endividamento das empresas.

No estudo de Bastos, Nakamura e Basso (2009, p.70), ocorreu uma diminuição no volume dos passivos de Longo Prazo das empresas, substituindo-os por aqueles de Curto Prazo. Essa afirmação motivou a elaboração do Gráfico 3, que demonstra o comportamento do Passivo de Curto e Longo Prazo das empresas, nos anos de 2013 a 2015:

Gráfico 3 – Média dos Passivos



Fonte: Elaborado pelo Autor (2016)

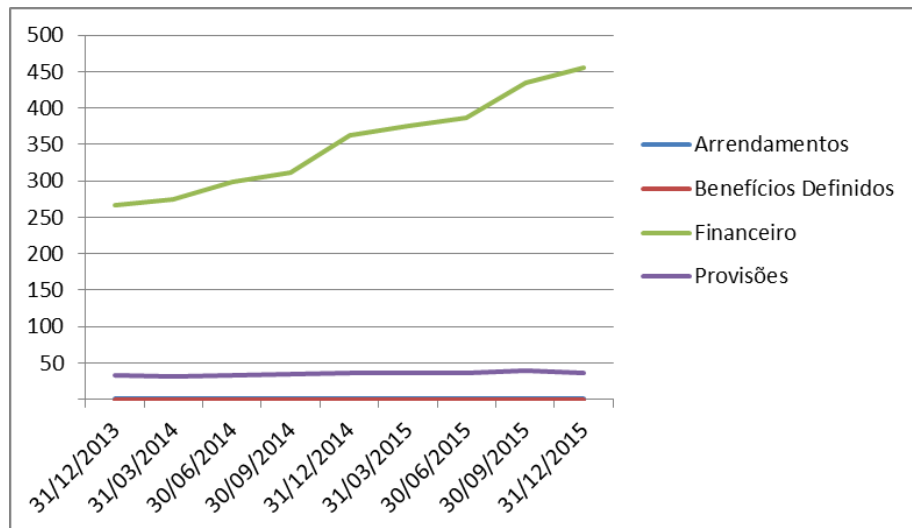
Conforme explicitado no gráfico, tanto o Passivo de Curto Prazo quanto o Passivo de Longo Prazo apresentaram crescimento no período. Entretanto, é possível observar uma estagnação e subsequente queda no passivo de Longo Prazo no período compreendido entre setembro e dezembro de 2015, enquanto o Passivo a Curto Prazo apresentou um crescimento no mesmo intervalo de tempo. Tais resultados reforçam o comportamento identificado no estudo de Bastos, Nakamura e Basso (2009), que em função do risco gerado pela crise, aumenta a quantidade de dívidas a Curto Prazo.

Grzebieluckasa *et al.* (2008, p.85) afirmam que o endividamento de curto prazo afeta diretamente a performance medida por indicadores de rendimento. Em função disto, ilustra-se a composição do Passivo através dos Gráficos 4 e 5.

O Balanço Patrimonial extraído da Economática® é composto de diversas contas, mas, para fins deste estudo, classificou-se os passivos de acordo com a classificação apresentada no estudo do IFRS: Arrendamentos, Benefícios Definidos,

Taxas Diferidas, Passivo Financeiro. O Passivo Contingente não é reconhecido no Balanço Patrimonial, logo não foi incluído no gráfico.

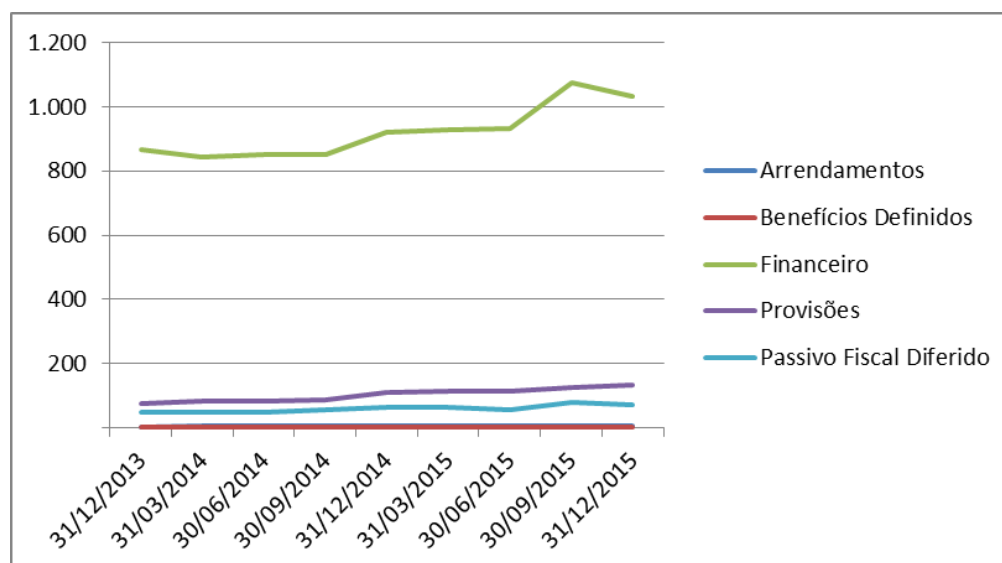
Gráfico 4- Comportamento do Passivo Circulante



Fonte: Elaborado pelo Autor (2016)

O Passivo Financeiro de Curto Prazo apresentou um aumento significativo de 70%, corroborando com as ideias de Bastos, Nakamura e Basso (2009). Já os outros passivos não apresentaram grandes variações. Pode-se perceber que o passivo financeiro e as provisões são as contas que representam grande parte do passivo. A linha dos arrendamentos acompanha a de Benefícios Definidos. O Passivo Fiscal Diferido não está presente pois é um Passivo de Longo Prazo.

Gráfico 5 – Comportamento do Passivo Não-Circulante

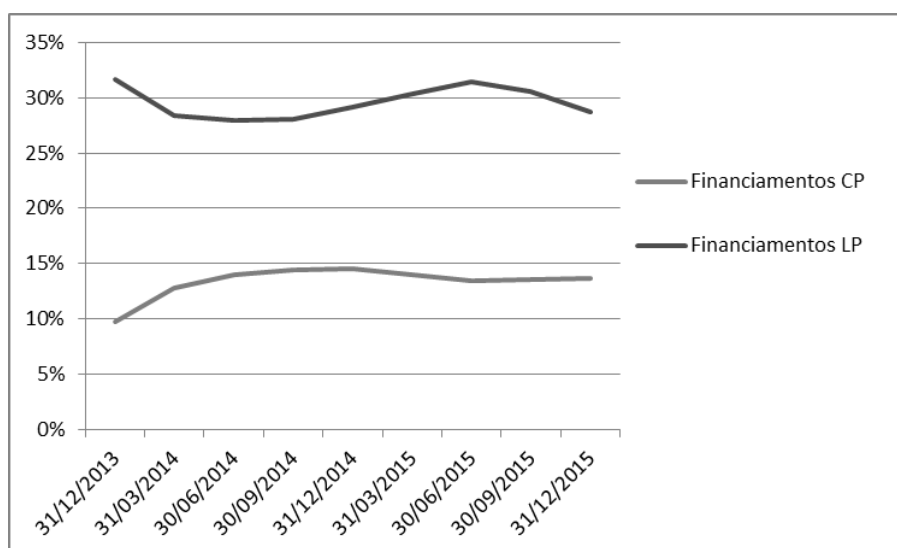


Fonte: Elaborado pelo Autor (2016)

Em relação ao Passivo Não Circulante, o passivo Financeiro de Longo Prazo também cresceu, entretanto, no fim de 2015 começou a sofrer uma queda, o que corrobora o pensamento de Bastos *et al.* (2009, p.70) sobre o Longo Prazo. A reta de Passivo Fiscal Diferido discorda com a teoria de *trade off*, resultado também identificado por Bastos, Nakamura e Basso (2009).

O passivo que se mostrou mais volumoso foi o Financeiro, seguindo a teoria *Pecking Order* de Myers e Majluf, que de acordo com o ordenamento de dívidas, é a segunda opção de escolha das empresas. Seu comportamento é dado pelo Gráfico 6.

Gráfico 6 – Comportamento do Financiamento em Relação ao Passivo



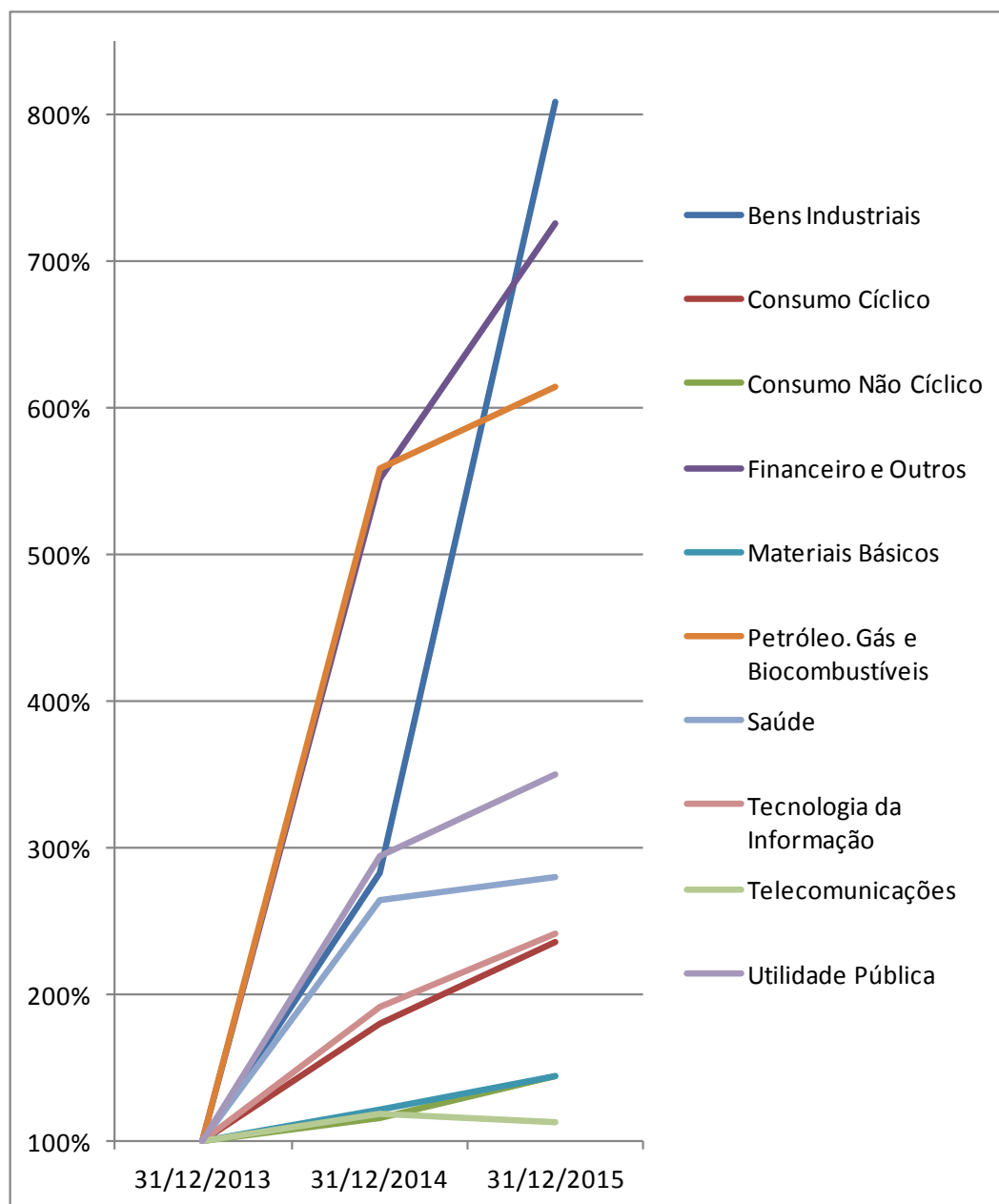
Fonte: Elaborado pelo Autor (2016)

Como pode ser observado no Gráfico 6, os Financiamentos de Longo Prazo superaram os Financiamentos de Curto Prazo e apresentaram um comportamento mais instável no intervalo, com períodos de queda e crescimento mais expressivos, enquanto os financiamentos de Curto Prazo se mantiveram relativamente estáveis.

Já os Gráficos 3 e 6 contrariam os achados de Bancell e Mitoo (2011), pois demonstram que mesmo com o risco da crise, as empresas aumentaram os valores dos Passivos, assim como os de seus financiamentos, tanto de Longo como de Curto Prazo.

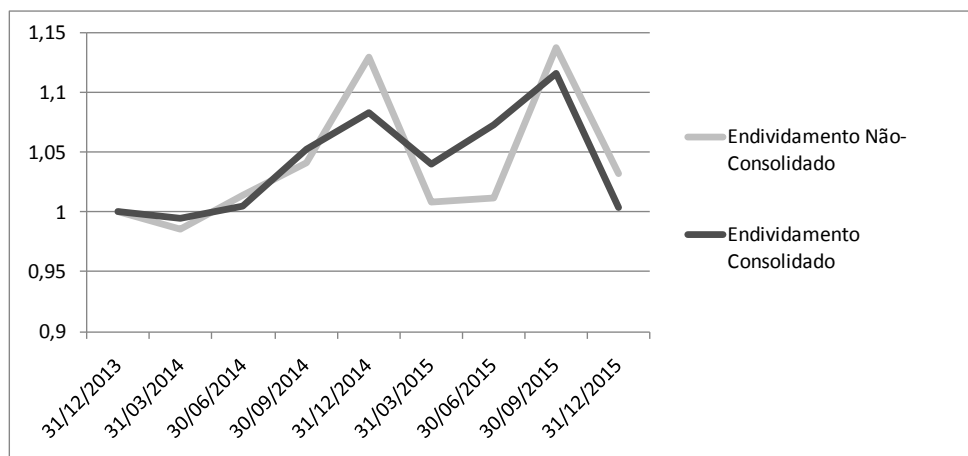
O Passivo Contingente, analisado nas notas anuais das companhias, assim como o passivo e todas suas contas, apresentou um aumento no período. Ele foi analisado de acordo com as classificações das empresas:

Gráfico 7- Passivo Contingente



Fonte: Elaborado pelo Autor (2016)

O Gráfico 7 mostra que os setores que mais sofreram com um aumento no Passivo Contingente nos anos de 2014 e 2015 foram os de Bens Industriais, Financeiro e Outros e Petróleo, Gás e Biocombustíveis. O setor de Consumo Não Cíclico acompanhou o de Materiais Básicos. O setor de Telecomunicações, apesar de não ser possível perceber pelo gráfico, foi o setor com o maior Passivo Contingente em relação ao Passivo Total.

Gráfico 8 – Endividamento Consolidado x Não Consolidado

Fonte: Elaborado pelo Autor (2016)

Como pode ser visto no Gráfico 8, salienta-se que as empresas que fazem parte de um grupo econômico, sendo controladas ou não, tiveram uma variação no endividamento de forma mais suave que aquelas que não fazem parte de um grupo, podendo ser objeto de estudo futuro.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho procurou analisar quais as principais características do passivo das empresas listadas do Novo Mercado nos anos de 2014 e 2015. Santos Póvoa (2015) informa que as características das empresas apresentam relações com os distintos instrumentos de dívida e a estrutura de capital pode ser melhor compreendida observando o endividamento.

Póvoa e Nakamura (2014) afirmaram que no Brasil, apesar de muito presentes as pesquisas sobre a estrutura de capital, todas consideram o endividamento de forma homogênea, o que motivou a produção desta pesquisa.

Foi possível constatar que as empresas do Novo Mercado, nos anos de 2014 e 2015, aumentaram, em média, o valor de seu passivo com o passar dos trimestres e em 2015 seu valor se igualou ao Patrimônio Líquido. As empresas requisitaram uma maior quantidade de capital de terceiros e tornaram-se mais endividadas.

Com a análise feita sobre o endividamento geral das empresas, foi possível verificar que a maior parte dos setores teve um aumento, além de encontrar empresas com passivo a descoberto e empresas sem endividamento. O crescimento do endividamento confirma o achado de Bastos, Nakamura e Basso (2009), que afirmam

que o crescimento do PIB tem uma relação negativa com o endividamento. Com a análise setorial foi possível concluir que as empresas têm características diferentes umas das outras.

Tanto o Passivo de Curto Prazo quanto o Passivo de Longo Prazo apresentaram crescimento no período, assim como o passivo que representa a maior parte do todo, o Financeiro. O Passivo Contingente, não incluído no total do passivo, também aumentou. Além disso, as empresas que fazem parte de um grupo apresentaram uma variação no endividamento mais suave.

As limitações do trabalho foram que, devido à grande quantidade de documentos referentes ao Passivo Contingente, só foi possível a coleta dos valores das notas explicativas anuais das empresas compostas na amostra, além da falta de filtragem dos dados em relação ao desvio padrão.

Espera-se que este trabalho contribua para novas pesquisas de Contabilidade em relação ao Passivo das empresas, que levem a um melhor entendimento de como ele as afeta, especialmente em economias emergentes e ambientes turbulentos como o Brasil, que sofrem com altas taxas e com a falta de variedades de financiamentos bancários em Longo Prazo.

REFERÊNCIAS

BANCEL, Franck; MITTOO, Usha R.. **Financial flexibility and the impact: Evidence from France**. International Journal Of Managerial Finance, v. 7, n. 2, p.179-216, 2011.

BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; BASSO, L. F. C. **Determinantes Da Estrutura De Capital Das Companhias Abertas Na América Latina: Um Estudo Empírico Considerando Fatores Macroeconômicos E Institucionais**. Revista de Administração Mackenzie, v. 10, n. 6, art. 91, p. 47-77, 2009.

BEUREN, I. M. **Caracterização Da Pesquisa Em Contabilidade**. In.:_____. Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 91-116.

BM&FBOVESPA. **Novo Mercado**. São Paulo, 2009. Disponível em: <http://bvmf.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder_NovoMercado.pdf>. Acesso em: 18 jun. 2016.

BRASIL. Presidência da República. **Lei Nº 6.404, De 15 De Dezembro De 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 18 jun. 2016.

BRITO, G.A S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. **Fatores Determinantes Da Estrutura De Capital Das Maiores Empresas Que Atuam No Brasil.** Revista Contabilidade & Finanças, n. 43, p. 9-19, 2007.

BURKOWSKI, É.; PEROBELLI, F. F.; ZANINI, A. **A Identificação De Preferências E Atributos Relacionados À Estrutura De Capital Em Pequenas Empresas.** RAE electron. São Paulo, v. 8, n. 1, Junho 2009. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1676-56482009000100003&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 18 jun. 2016.

COELHO, A. C. D. **Qualidade Informacional E Conservadorismo Nos Resultados Contábeis Publicados No Brasil.** 2007. 240f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

COLLA, P.; IPPOLITO, F.; LI, K. **Debt Structure And Debt Specialization.** The Journal Of Finance. [s. L.], p. 2117-2141.Sep. 2013.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento Técnico Cpc 26 (R1).** 2011. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/Arquivos/Documentos/312_CPC_26_R1_rev%2008.pdf>. Acesso em: 18 jun. 2016.

COUTO, V., FABIANO, D., RIBEIRO, K.. **Gestão Financeira De Curto Prazo: Uma Análise Do Comportamento Das Empresas Do Ibovespa Em Resposta À Crise Econômica.** Revista De Contabilidade Do Mestrado Em Ciências Contábeis Da Uerj, América do Norte, 16, jun. 2012. Disponível em: <<http://atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/UERJ/article/view/1279/1195>>. Acesso em: 20 nov. 2016.

DENIS, D.; MIHOV, V. **The Choice Among Bank Debt, Non-Bank Private Debt And Public Debt: Evidence From New Corporate Borrowings.** Journal of Financial Economics, p. 3-28, 2002.

DURAND, D. **Cost Of Debt And Equity Funds For Business: Trends And Problems Of Measurement.** Conference on research on business finance, p. 215-247, New York: National Bureau of Economic Research, 1952. Disponível em: <<http://www.nber.org/chapters/c4790.pdf>>. Acesso em: 30 ago. 2016.

FASB. **Financial Accounting Series, Proposed Amendmentto FASB Concepts Statement No. 6 To Revise The Definition Of Liabilities.** London, oct. 27 2000. Disponível em: <<http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobkey=id&blobwhere=1175818772648&blobheader=application%2Fpdf>> Acesso em: 18 jun. 2016.

FAMA, E. **What's Different About Banks?** Journal of Monetary Economics, v. 15, p. 29-36, 1985.

GAUD, P.; JANI, E.; HOESLI, M.; BENDER, A. **The Capital Structure Of Swiss Companies: An Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data.** European Financial Management, v. XI, n. 1, p. 51-69, 2005.

GRZEBIELUCKASA, C. *et al.* **A estrutura de capital e a performance das firmas: uma análise empírica em companhias abertas no Brasil.** Revista Brasileira de Estratégia, v. 1, n. 1, p. 73-88, 2008.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria Da Contabilidade.** 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

IFRS. **Classification Of Liabilities.** London, 2012. Disponível em: <<http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Education/Documents/Framework-based%20teaching%20presentations/1.%20Classification%20of%20liabilities.pptx>>. Acesso em: 18 jun. 2016.

KOUKI, M.; SAID, H. B. **Capital Structure Determinants: New Evidence From French Panel Data.** International Journal Of Business And Management, [s.l.], v. 7, n. 1, p.214-229, 30 dez. 2011. Canadian Center of Science and Education.

KRISHNASWAMI, S.; SPINDT, P. A.; SUBRAMANIAM, V. (1999) **Information Asymmetry, Monitoring, And The Placement Structure Of Corporate Debt.** Journal of Financial Economics, 51, p. 407-434.

LUIZ, I. G.; SANTANA, L.; RICARDINO FILHO. **Um Estudo Do Disclosure Do Passivo À Luz Dos Padrões Internacionais De Contabilidade.** Brazilian Business Review, v. 1, n. 2, p. 91-105, 2004.

MACHADO, L. K. C. *et al.* **A Relevância Da Estrutura De Capital No Desempenho Das Firms: Uma Análise Multivariada Das Empresas Brasileiras De Capital Aberto.** Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (repec), [s.l.], v. 9, n. 4, p.397-414, 26 jan. 2016. ABRACICON: Academia Brasileira de Ciências Contábeis. <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v9i4.1313>.

MARTINS, G. A. **Manual Para Elaboração De Monografias E Dissertações.** 3ª Ed. São Paulo: Atlas, 2007.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. **The Cost Of Capital, Corporation Finance And The Theory Of Investment.** The American Economic Review, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MOTA, A. F.; COELHO, A. C. D.; HOLANDA, A. P. **Opção Por Endividamento Na Estrutura De Capital: Evidências Em Firms Brasileiras.** Contextus, Fortaleza, p.138-165, jan. 2014. Quadrimestral.

MYERS, S. C. ; MAJLUF, N. S. **Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Informations That Investors Do Not Have.** Journal of Financial Economics, v. 13, p. 187-221, 1984.

NAKAMURA, L. I. **Commercial Bank Information: Information For The Structure Of Banking.** In L. J. White, & M. Klausner (Eds.), Structural change in banking. Homewood: Business One Irwin, 1993.

NAKAMURA, W. T.; MOTA, A. S. **Decisões De Estrutura De Capital De Empresas Brasileiras: Um Estudo Empírico.** In: ASSEMBLEIA DO CONSELHO LATINO-AMERICANO DE ESCOLAS DE ADMINISTRAÇÃO – CLADEA, 37, 2002, Porto Alegre. Anais... Porto Alegre: CLADEA 2002.

OZKAN, A. *The Determinants Of Corporate Debt Maturity: Evidence From UK Firms*. Applied Financial Economics, Oxford, v. 12, n. 1, p. 19-24, 2002.

POVOA, A. C. S.; NAKAMURA, W. T. **Homogeneidade Versus heterogeneidade da estrutura de dívida: um estudo com dados em painel**. Rev. contab. finanç., São Paulo , v. 25, n. 64, p. 19-32, Abr. 2014. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772014000100003&lng=en&nrm=iso>. Acesso em 28 ago. 2016. <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772014000100003>.

PÓVOA, A. Cr. S.; NAKAMURA, W. T. **Relevância Da Estrutura De Dívida Para Os Determinantes Da Estrutura De Capital: Um Estudo Com Dados Em Painel**. Revista Contemporânea de Contabilidade, Florianópolis, v. 12, n. 25, p. 03-26, maio 2015. ISSN 2175-8069. Disponível em: <<https://periodicos.ufsc.br/index.php/contabilidade/article/view/2175-8069.2015v12n25p03>>. Acesso em: 21 jun. 2016.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. *What do we know about capital structure? Some evidence from international data*. The journal of Finance, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, 1995.

RAUH, J. D.; SUFI, A. *Capital Structure And Debt Structure. Review Of Financial Studies*. Oxford University Press for Society for Financial Studies, v. 23, p. 4242-4280, 2010.

RIBEIRO FILHO, J. F.; LOPES, J.; PEDERNEIRAS, M. **Estudando Teoria Da Contabilidade**. Atlas, 2009. 357 p.

ROSS, S. A. *et al. Fundamentos De Administração Financeira*. 9. ed. Porto Alegre: Amgh, 2013. 806 p.

RUDIO, F. V. **Introdução Ao Projeto De Pesquisa Científica**. 34. Ed. Petrópolis: Vozes, 2007.

SERASA EXPERIAN. **Inadimplência Atinge Mais Da Metade Das Empresas E Bate Recorde, Revela Serasa Experian**. São Paulo, 10 de julho de 2016. Disponível em: <<http://noticias.serasaexperian.com.br/inadimplencia-atinge-mais-da-metade-das-empresas-e-bate-recorde-revela-serasa-experian/>>. Acesso em: 18 jun. 2016.

SILVA, A. F.; VALLE, M. R. **Análise Da Estrutura De Endividamento: Um Estudo Comparativo Entre Empresas Brasileiras E Americanas**. Revista de Administração Contemporânea, v. 12, n. 1, p. 201-229, 2008.

SILVA, E. S. *et al . Capital Structure Of Brazil, Russia, India And China By Economic Crisis*. RAM, Rev. Adm. Mackenzie, São Paulo , v. 17, n. 3, p. 105-131, Jun. 2016. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1678-69712016000300105&lng=en&nrm=iso>. Acesso em 20 nov. 2016. <http://dx.doi.org/10.1590/1678-69712016/administracao.v17n3p105-131>.

STOHS, M. H.; MAUER, D. C. *Determinants Of Corporate Debt Maturity Structure*. The Journal of Business, Chicago, v. 69, n. 3, p. 279-312, Jul. 1996.

VALLE, M. R.; ALBANEZ, T. **Juros altos, fontes de financiamento e estrutura de capital: o endividamento de empresas brasileiras no período 1997-2006.** Revista de Contabilidade e Organizações, São Paulo, v. 6, n. 16, p. 49-72, dec. 2012. ISSN 1982-6486. Disponível em: <<http://www.journals.usp.br/rco/article/view/52667>>. Acesso em: 28 nov. 2016. doi:<http://dx.doi.org/10.11606/rco.v6i16.52667>.

WAHAB, S. N. A. A.; RAMLI, N. A. *The Determinants of Capital Structure: An Empirical Investigation of Malaysian Listed Government Linked Companies.* International Journal Of Economics And Financial Issues, [s. L.], v. 4, n. 4, p.930-945, Oct. 2014. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2364238>>. Acesso em: 20 ago. 2016.