

---

## MAIORES E MENORES ESTRUTURAS DE FINANCIAMENTO DE EMPRESAS BRASILEIRAS E CHILENAS DE 2008 A 2013

Taciana Rodrigues de Souza<sup>1</sup>

Tarcísio Pedro da Silva<sup>2</sup>

---

▪ Artigo recebido em: 15/09/2015 ▪▪ Artigo aceito em: 05/03/2018 ▪▪▪ Segunda versão aceita em: 16/03/2018

### RESUMO

O objetivo da pesquisa foi analisar as maiores e as menores estruturas de financiamento de empresas brasileiras e chilenas de 2008 a 2013. Deste modo, a pesquisa caracteriza-se como descritiva, documental e quantitativa. A amostra é composta por 63 empresas de capital aberto, sendo 34 brasileiras pertencentes ao índice Brasil 50 (IBrX-50) listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (B3) e 29 chilenas pertencentes ao índice Chile 40 (IPSA-40) listadas na Bolsa de Valores de Santiago. Ressalta-se que as variáveis utilizadas neste estudo foram: estrutura dos ativos (EA), outros benefícios fiscais que não o endividamento (OBF), singularidade (SG), tamanho (TM), endividamento de curto prazo (ECP) e endividamento de longo prazo (ELP). Os resultados mostram que quanto a EA, a Telef Brasil foi a maior de 2008 a 2010 e a Chilena Entel de 2011 a 2013. Já a menor EA do período analisado foi a Sonda. Além disso, percebe-se que a Cosan Ltda apresentou a maior SG e quanto ao tamanho a Petrobrás é a maior e a Forus, a menor. Quanto ao ECP verifica-se que as empresas brasileiras apresentam maiores endividamentos comparadas com as chilenas, com exceção de 2011 que a Csav teve o maior ECP. No que se refere ao ELP observa-se que as empresas brasileiras apresentaram maiores endividamento de longo prazo.

**Palavras-Chaves:** Estrutura de Financiamento, Teoria do *Trade-Off*, Teoria do *Pecking Order*.

---

<sup>1</sup> Doutoranda no Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS. Av. Unisinos, 950. Bairro Cristo Rei – Caixa Postal 275. CEP: 93022-000 – São Leopoldo – RS – Brasil. Telefone: (51) 3591-1122. E-mail: [taciana.rodrigues.souza@gmail.com](mailto:taciana.rodrigues.souza@gmail.com).

<sup>2</sup> Doutor pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis pela Fundação Universidade Regional de Blumenau – FURB. Professor no Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCC/FURB). Endereço: Rua Antônio da Veiga, 140 Sala D-202. Bairro Victor Konder – Caixa Postal 1507. CEP: 89012-900 – Blumenau – SC – Brasil. Telefone: (47) 3321-0565. E-mail: [tarcisio@furb.br](mailto:tarcisio@furb.br)

## HIGHER AND LOWER FINANCING STRUCTURES OF BRAZILIAN AND CHILEAN COMPANIES FROM 2008 TO 2013

### ABSTRACT

The objective of the research was to analyze the largest and lower financing structures of Brazilian and Chilean companies from 2008 to 2013. Thus, the research is characterized as descriptive, document and quantitative. The sample consists of 63 public companies, 34 Brazilian belonging to Brazil 50 Index (IBrX-50) listed on the Stock Exchange, Commodities and Futures Exchange (B3) and 29 Chilean belonging to Chile 40 index (IPSA-40) listed in the Santiago Stock Exchange. It is noteworthy that the variables used in this study were: structure of assets (EA), other tax benefits than debt (OBF), singularity (SG), size (TM), short-term debt (ECP) and over indebtedness term (ELP). The results show that the EA, the Tel Brazil was the largest 2008-2010 and the Chilean Entel 2011 to 2013. Already the smallest EA analyzed period was the Probe. Also, we realize that Cosan Ltd. had the highest SG and in size Petrobras is the largest and Forus, the smallest. As for the ECP, turns out those Brazilian companies have higher debts compared with the Chilean, except for 2011 that CSAV had the highest ECP. With regard to the ELP it is observed that Brazilian companies had higher long-term debt.

**Key Words:** Financing Structure, Trade-Off Theory, Pecking Order Theory.

### 1 INTRODUÇÃO

A estrutura de financiamento refere-se à combinação existente entre o volume utilizado pela organização quanto ao capital próprio e ao de terceiro, ou seja, é o modo como a empresa financia os seus recursos e é um assunto amplamente debatido no meio acadêmico. De forma geral, o capital próprio está atrelado, no caso de sociedades anônimas, aos recursos provenientes das emissões de ações e no caso de outros tipos de sociedades, refere-se aos recursos que são captados dos sócios e dos proprietários. O capital de terceiros, por sua vez, são os recursos obtidos por meio de empréstimos bancários e pela emissão de títulos de dívidas (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002).

Conforme Gitman e Madura (2003, p. 344) ressaltam, a estrutura de capital ou a estrutura de financiamento é como uma composição de "dívida de longo prazo e capital próprio mantida pela empresa, e uma das áreas mais complexas da tomada de decisão financeira devido a sua inter-relação com outras variáveis consideradas na decisão financeira". Esta definição indica complexidade e responsabilidade envolvida, uma vez que decisões tomadas inadequadamente no que consiste a estrutura de capital podem gerar, para a empresa, um alto custo de capital.

Nesta perspectiva, o endividamento originaria benefícios para a organização somente até o ponto em que não compromettesse a saúde financeira da organização. Um custo alto de falência poderia comprometer a imagem da organização, bem como dificultar a relação com os fornecedores

de capital devido aos conflitos de interesse que há entre acionistas, credores e gestores (PEROBELLI; FAMÁ, 2003).

Para qualquer organização, uma estrutura de capital que seja adequada e o modo de sua formação são decisões críticas. Sob o ponto de vista teórico é possível uma combinação ótima de dívidas e capital próprio (ABOSEDE, 2012). Neste sentido, a escolha, por parte das empresas, da sua estrutura de capital, pode ser explicada por meio de duas diferentes e mais populares teorias de finanças corporativas: Trade-off e Pecking Order (DEREEPER; TRINH, 2015). De acordo com Iquiapaza et al. (2009, p.01), enquanto que a teoria Trade-off “explica que a estrutura de capital ótima maximiza os benefícios e minimiza os custos e riscos do endividamento, chegando a maximização do valor da empresa”, a teoria Pecking Order refere-se a “uma hierarquia de preferência pela fonte de recurso interna e por último a fonte de recurso externa”.

De forma geral, o Trade-Off propõe que há um limite para usar os recursos de terceiros, que ocorre quando os custos de endividamento são maiores do que os benefícios gerados por meio das dívidas. Já na abordagem Pecking Order, a organização escolhe seus recursos de modo hierárquico. Inicialmente utiliza os recursos internos, por meio dos lucros retidos, na sequência busca-se as fontes externas de maior facilidade e menor custo (financiamento) e posteriormente, as fontes externas de maior dificuldade e maior custo (emissão de ações) (MYERS, 1977).

Os resultados da pesquisa de Nakamura et al. (2007) foram consistentes com a teoria do Pecking Order e do Trade-off. A pesquisa mostra que empresas brasileiras mantêm certa lógica de controle e de flexibilidade (Pecking Order), juntamente ao fato de possuírem um nível ótimo de dinâmica de ajuste das dívidas de curto prazo (Trade-off). Por outro lado, Ghosh e Cai (2004) testam empiricamente se a estrutura de financiamento segue “a estrutura ótima de capital” e os resultados sugerem que a empresa só vai ajustar à estrutura ótima de capital quando o nível de dívida está fora de um intervalo. Além disso mencionam que as organizações preferem utilizar o financiamento interno ao utilizar o financiamento externo e que quando são necessários os fundos externos, uma empresa prefere o financiamento da dívida ao financiamento de capital.

Além destas teorias, pode-se afirmar que existem duas grandes ideologias teóricas sobre a estrutura de capital. A primeira consiste em uma abordagem tradicionalista (convencional), cuja representação ocorre principalmente por Durand (1952). Já a segunda, consiste nas proposições de Modigliani e Miller (1958), considerando abordagens modernas das finanças corporativas e foram ampliadas as contribuições.

Na primeira ideologia, Durand (1952) polarizou a discussão teórica acerca da importância da estrutura de capital para o valor das organizações, enfatizando a existência de uma estrutura considerada ótima. Segundo seu estudo, uma empresa deve endividar-se até atingir o ponto considerado mínimo de custo médio ponderado de capital.

Na abordagem moderna, Modigliani e Miller (1958) sustentam que para o valor da empresa, seria irrelevante a forma como se financiam, pois, o que

determina o seu valor são as decisões de investimentos, considerando um mercado perfeito. Para Miller (1977), as pesquisas em finanças começaram a considerar características não abordadas, pois o modelo anterior é válido apenas em um mercado perfeito. Da mesma forma, em 1963, Modigliani e Miller complementam em considerando, os aspectos tributários, que o valor da empresa e o retorno do acionista crescem devido ao endividamento.

Devido a fatores não abordados anteriormente pelos autores, novos estudos passaram a considerar as imperfeições do mercado como: custos de impostos (MODIGLIANI; MILLER, 1963; MILLER, 1977), custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976; MYERS, 1977), custos de falência (TITMAN, 1984) e assimetria informacional (MYERS; MAJLUF, 1984). Miller (1977) ressalta que as pesquisas passaram a enfatizar os fatores que explicam o modo de financiamento e, assim, formaram-se novas teorias sobre a estrutura de capital.

Diante deste contexto, apresenta-se a questão que norteia esta pesquisa: Quais são as maiores e as menores estruturas de financiamento de empresas brasileiras e chilenas de 2008 a 2013? Desta forma, o objetivo é analisar as maiores e as menores estruturas de financiamento de empresas brasileiras e chilenas de 2008 a 2013.

Este estudo justifica-se, pois, a estrutura de capital ainda é um dos assuntos mais polêmicos e complexos, dentre os temas discutidos pela teoria de finanças corporativas. Localizam-se diversas pesquisas empíricas e teóricas sobre este tema. Entretanto, ainda não há uma resposta unânime referente a melhor ou a mais adequada estrutura de capital para uma empresa (MYERS, 1984; BRADLEY; JARRELL; KIM, 1984; TITMAN; WESSELS, 1988; RAJAN; ZINGALES, 1995; PEROBELLI; FAMÁ, 2003).

Além disso, a opção por pesquisar empresas dos países Brasil e Chile deve-se ao fato de que Myers (2003) argumenta que os países em desenvolvimento apresentam mais imperfeições no mercado. Assim, as decisões no que consistem aos financiamentos deveriam ser mais relevantes nestas nações e maior é a probabilidade de compreensão da estrutura de capital das empresas. Deste modo, o artigo está estruturado, além da parte introdutória, pelo referencial teórico, abordando conceitos importantes sobre estrutura de capital, teoria do Trade-Off e do Pecking Order. Em seguida é evidenciada a metodologia, os resultados da pesquisa e as considerações finais.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste referencial são abordados conceitos importantes com o propósito de sustentar as análises da pesquisa. Sendo assim, inicialmente apresenta-se o tema estrutura de financiamento e em seguida a teoria do *Trade-Off* e a do *Pecking Order*.

### 2.1 Estrutura de Capital

A discussão teórica quanto à relevância da estrutura de capital para o valor das empresas foi polarizada por duas relevantes correntes: a de Durand

(1952), na qual enfatizou que há uma estrutura de capital ótima para as empresas, e de Modigliani e Miller (1958), na qual demonstraram que é irrelevante o modo como as empresas são financiadas, considerando determinadas condições.

No que se refere à estrutura de capital, a primeira corrente foi sobre a teoria convencional de Durand (1952). Esta teoria postula que há uma combinação de fontes de financiamento, na qual o custo médio ponderado de capital (WACC, na língua inglesa) é mínimo. Assim, maximiza-se o valor da empresa, tendo em vista que existe uma adequada utilização das fontes de capitais próprios e de terceiros.

O capital de terceiros, segundo Durand (1952), tem um custo menor do que o capital próprio e permite deduções de juros no imposto de renda. Entretanto, quanto maior o nível de endividamento da empresa, maior é o risco de falência. Assim, instigando o custo dos recursos de terceiros a crescer marginalmente mais do que os recursos próprios. Deste modo, seria aceitável o nível de endividamento até o ponto determinado quando o custo marginal dos recursos de terceiros se equilibrasse com o custo dos recursos próprios.

Contrapondo a ideia tradicional proposta por Durand (1952), Modigliani e Miller (1958) afirmam que a escolha da estrutura de capital, quando se considera mercados perfeitos, é irrelevante para o valor da empresa. Isto significa que para maximizar o valor de mercado e minimizar o WACC é indiferente estabelecer um nível determinado de endividamento, visto que o seu valor não é determinado pelo modo como a empresa é financiada, mas pela composição dos seus ativos.

A discussão a respeito da melhor estrutura de capital a ser utilizada, tornou-se um assunto polêmico desde a publicação de Modigliani e Miller (1958). Três proposições foram enunciadas. A primeira propõe que o valor de mercado não depende da estrutura de capital e a segunda que o WACC é constante, na medida em que se eleva o custo dos recursos próprios, aumenta-se progressivamente a utilidade dos recursos de terceiros. Já a terceira destaca que a empresa apenas aceitará projetos de investimentos quando o retorno for maior do que a taxa de desconto e que independe do modo de seu financiamento (MODIGLIANI; MILLER, 1958).

Contudo, isto se baseia em pressupostos de mercados perfeitos caracterizados pela ausência de impostos, inexistência de custos dos títulos ou de falência e inexistência de custo de corretagem. Além disso, parte-se do princípio de que os investidores possuem informações iguais aos administradores. Posteriormente é negada a posição anterior e são reelaborados os argumentos iniciais em razão da irrelevância da estrutura de capital em mercados perfeitos e da inexistência de impostos, que impulsiona a teoria moderna da estrutura de capital. A partir disso, algumas pesquisas se contrapõem ou complementam esta hipótese básica (MODIGLIANI; MILLER, 1963).

Nas pesquisas de Modigliani e Miller (1958) foi acrescentada a tributação do imposto de renda de pessoa física. Com isto, se diminuiu o benefício fiscal obtido, pois o pagamento de tributos sobre os ganhos auferidos faz com que os credores possam exigir maiores taxas de juros para compensar os riscos, o que

umenta o custo do capital de terceiros. Haverá sempre um ponto de equilíbrio com o uso de recursos de terceiros, porém não haverá um nível ideal de endividamento. Assim, o valor de qualquer organização, em equilíbrio, independe da sua estrutura de capital (MILLER, 1977).

Deste modo, outros fatores como os impostos (MODIGLIANI; MILLER, 1963; MILLER, 1977), os custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976; MYERS, 1977), os custos de falência (TITMAN, 1984), bem como a assimetria de informações (MYERS; MAJLUF, 1984), ao longo do tempo, pelo desenvolvimento de novas pesquisas, foram vinculadas ao tema. Por meio destes estudos, sugeriu-se considerar uma troca entre custos e benefícios resultantes das dívidas para se determinar a estrutura de capital ótima para uma empresa. Esta análise relacionada a influência dos custos e dos benefícios resultou na teoria do *Trade-Off*.

Nesta mesma perspectiva, Dereeper e Trinh (2015) mencionam que desde o estudo de Miller e Modigliani, de 1958, a teoria da estrutura de capital tem se desenvolvido e em relação ao dilema da estrutura de capital. Além disso, construir a estrutura de capital das empresas irá depender, principalmente, de teorias e de muitas perspectivas (ABOSEDE, 2012). Os autores sugeriram explicações alternativas e dentre as mais conhecidas há a teoria do *Trade-Off* (MODIGLIANI; MILLER, 1963; MILLER, 1977; De ANGELO; MASULIS, 1980) e a teoria do *Pecking Order* (MYERS, 1984), conforme ressaltado nas seções seguintes.

## 2.2 Teoria do Trade-Off

Os questionamentos sobre a temática que envolve estrutura de capital, com o propósito de explicar o valor das organizações, apresentada e defendida por Modigliani e Miller (1958, 1963) continuam em evidência, com destaque a relevância da estrutura ao desenvolvimento das organizações. Entretanto, o arcabouço teórico de estrutura de capital foi construído, desde as proposições de Modigliani e Miller e também com o auxílio de diversas correntes, como a teoria do *Trade-Off*, do *Pecking Order*, da agência, entre outras que postulam que é relevante o modo como as empresas se financiam.

A teoria do *Trade-Off* se desenvolveu devido ao fato de que as empresas efetivamente combinam, em sua estrutura de capital, as dívidas e os recursos próprios. Por meio disso, se desenvolveu então a teoria do endividamento, na qual uma alavancagem considerada ótima é resultante de uma ponderação entre os seus benefícios e os seus custos. O endividamento ótimo, que contribuiu para o máximo valor da organização, se refere àquele em que o ganho marginal do imposto se iguala com ao custo marginal (MILLER, 1977).

Os custos de agência são introduzidos para a teoria do *Trade-Off* por Jensen e Meckling (1976) ao observarem os conflitos existentes entre acionistas e credores no momento da divisão dos direitos e das obrigações. Este conflito de interesse surge quando os interesses são divergentes entre credores e acionistas e surge principalmente em casos de dificuldades financeiras por parte da empresa.

A irrelevância da alavancagem é sensível à inclusão dos custos de monitoramento, falência e outros custos decorrentes do financiamento por meio de dívida. A dedução financeira estimula empresas menos voláteis e mais lucrativas, a serem mais alavancadas e endividadas, pois os custos esperados de falência são menores. Organizações com maiores proporções de ativos tendem a usar mais as dívidas, visto que o custo de insolvência é menor. Por sua vez, as organizações mais antigas, maiores, diversificadas e transparentes têm menor probabilidade de falir e menos custos de monitoramento, razão para se endividarem mais (DEANGELO; MASULIS, 1980).

A análise do *Trade-Off* de Myers (1984) evidencia que no momento em que a organização eleva o seu endividamento, amplia também o seu benefício fiscal e, conseqüentemente, aumenta o seu valor. Porém, por outro lado, na medida em que a empresa aumenta o seu endividamento, eleva os seus custos para enfrentar dificuldades financeiras. Deste modo, de acordo com esta teoria, a organização necessita de uma mensuração dos impactos tanto dos benefícios fiscais, quanto das dificuldades financeiras, de modo que se encontre um ponto em que o endividamento consiga maximizar o valor da empresa.

Neste sentido, Titman e Wessels (1988) salientam que empresas que possuem ativos específicos que são capazes de estabelecer um custo alto para os seus fornecedores e clientes, possuem índices com níveis de baixo endividamento. E um fator que pode explicar esta situação é a presença dos custos de transação que pode exercer um papel significativo no processo de tomada de decisão que se refere à estrutura de capital.

As empresas de grande porte possuem a tendência de apresentarem níveis maiores de endividamento e da mesma forma que organizações que apresentam proporções de ativos fixos altos relacionados com os ativos totais apresentam níveis mais elevados de endividamento (RAJAN; ZINGALES, 1995).

O processo de escolha do *Trade-Off* abrange dois aspectos contrários: de um lado, há o efeito dos benefícios fiscais que incentivam o uso de dívidas; por outro lado, há o efeito dos custos de falência que são esperados. Estes custos implicam na tendência, em maior proporção, de uma organização se tornar inadimplente em uma situação em que haja um alto nível de endividamento (NAKAMURA; MARTIN; KAYO, 2004).

As empresas, por meio desta corrente teórica, buscam um endividamento considerando um ponto ótimo entre os benefícios fiscais e os custos das dificuldades financeiras. Assim, o valor de uma empresa é baseado em três partes distintas: a primeira é o seu valor de alavancagem, cuja empresa é financiada totalmente por recursos próprios; a segunda baseia-se no valor dos benefícios fiscais, no qual há dedução do imposto de renda pelos juros das dívidas e, por fim, o terceiro refere-se à diminuição do seu valor das dificuldades financeiras, descontando os custos de falência (diretos e indiretos) e os custos de agência (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2006).

Considerando empresas brasileiras, Brito, Corrar e Batistella (2007) demonstraram que a composição dos ativos, o risco, o tamanho e o crescimento das vendas são considerados aspectos que determinam a estrutura de capital das organizações, entretanto, apenas o tamanho está relacionado

com a teoria do *Trade-Off*. De acordo com Bastos, Nakamura e Basso (2009), a corrente teórica denominada de contrabalanço ou *Trade-Off* postula que as organizações tenham uma estrutura de capital ótima. Nesta teoria acredita-se que há uma combinação de recursos próprios e de terceiros ótima que é capaz de maximizar o valor das empresas.

Nas pesquisas empíricas, mesmo havendo intenso embasamento teórico, ainda existe, de modo geral, divergências no que consistem os fatores determinantes da estrutura de capital sob a perspectiva do *Trade-Off*. Algumas variáveis que foram referenciadas na literatura sobre o tema, como a tangibilidade, tamanho, benefício fiscal e risco não apresentaram resultados uniformes (BASTOS; NAKAMURA; BASSO, 2009).

A teoria do *Trade-Off* se estabeleceu “a partir da combinação de economias fiscais decorrentes do uso de dívidas e custos de falência esperados decorrentes do excesso de endividamento”. Com base nesta teoria, dois aspectos interferem no processo de tomada de decisões de endividamento das organizações, “por um lado as economias fiscais esperadas pelo uso crescente de dívida e, por outro, os custos de falência esperados que se manifestam para níveis elevados de endividamento, a partir do qual se tornam maiores quanto mais endividada for a empresa” (NAKAMURA et al., 2007, p. 74).

### 2.3 Teoria do Pecking Order

No campo da estrutura de capital, outra hipótese desenvolvida por Myers (1984) é a denominada de teoria do *Pecking Order* ou também chamada de ordem de preferência. Nesta teoria se considera a assimetria de informação existente no mercado de capitais quando em relação às tendências dos negócios, visto que os gestores são mais informados em comparação com os investidores da empresa (MYERS; MAJLUF, 1984).

Neste sentido, Ross (1977), em seu modelo, parte da mesma premissa observada por Myers (1984), cujas pessoas envolvidas na organização apresentam maior conhecimento a respeito dos fluxos esperados quando se compara com os investidores e, conseqüentemente, os investidores compreenderão uma emissão de dívida por parte da empresa como um sinal de que se está saudável.

O surgimento do *Pecking Order* deve-se principalmente as pesquisas de Myers e Majluf (1984) e de Myers (1984). Estes autores consideram que é a organização que possui oportunidades de crescimento e destacam que a sua estrutura de capital é razão das alterações dos componentes que formam a organização. Deste modo, para financiar os ativos estabelecidos e as ações para novas oportunidades de crescimento, se deveria utilizar as dívidas.

No que consiste a valoração, uma empresa apresenta o risco de ser subavaliada pelo mercado, caso o investidor não tenha informações suficientes do seu valor, principalmente quando se compara com informações que os gestores possuem. Se uma empresa resolve financiar um investimento ou adquiri-la por oferta de ações, os investidores interpretam que a decisão ocorreu devido as ações estarem acima de valor justo. Uma subprecificação da oferta

será resultado dessa interpretação e poderá ser tão forte ao ponto de novos investidores poderem capturar um retorno maior dos investimentos e haver uma perda para os antigos acionistas (MYERS; MALJUF, 1984).

Esta teoria surge a partir da assimetria informacional, uma vez que os gestores compreendem mais os riscos, valores e oportunidades do que os agentes externos. Isto se deve ao fato de que pessoas ligadas às empresas e aos administradores têm mais informações sobre as suas oportunidades de investimento, saúde financeira, riscos do negócio, etc., do que os seus investidores. Assim, possuem como preferência financeira, os recursos internos e para evitar alterações inesperadas no momento de pagar os dividendos, as empresas ajustam suas políticas com as oportunidades de investimentos (MYERS, 1984).

O gasto de capital varia conforme o fluxo de caixa gerado e caso o fluxo seja maior se investe no mercado de título de dívida e liquidam-se as dívidas. Caso contrário, recorre-se ao caixa ou se vendem os títulos. A assimetria de informação faz com que não seja precificado o valor correto da empresa, seus investimentos e suas emissões de dívidas e de suas ações. Para diminuir os impactos, buscam-se recursos que têm menores riscos. E ao contrário do *Trade-off*, não há estrutura definida de capital e nível ótimo de endividamento. Deste modo, entende-se o motivo pelo qual as empresas com lucratividade alta preferem contrair menos dívidas e nas empresas com lucratividade menor, a fonte é o capital de terceiros (MYERS, 1984).

De acordo com Titman e Wessels (1988), as teorias sugerem que a estrutura de capital ou o grau de endividamento é escolhido com base em atributos próprios que determinarão os diversos custos e benefícios das decisões quanto aos financiamentos. Entretanto, quando estes atributos são expressos de modo abstrato e não são diretamente observados, a comprovação das teorias seria dificultada. Para as empresas, de acordo com Harris e Raviv (1991), um modo de minimizar a queda nos preços destas ações seria um novo investimento ser financiado por meio de fontes próprias ou emitindo títulos de dívidas menos arriscadas. Inicialmente, utilizariam os recursos internos para em seguida usar as dívidas de baixo risco.

Na teoria do *Pecking Order*, de acordo com Frank e Goyal (2003), o comportamento referente aos níveis de endividamento está relacionado com os custos presentes no mercado. Neste sentido, os gestores irão analisar o modo como os investidores agirão no mercado no momento de escolher a fonte de financiamento da empresa. Esta corrente procura explicar de modo melhor, a forma das preferências das organizações.

Utilizando o trabalho de Titman e Wessels (1988), Perobelli e Famá (2003) investigaram, como base, os determinantes da estrutura de capital em organizações latino-americanas e concluíram que os determinantes do endividamento variam conforme o País. Entretanto, o *Pecking Order* parece surgir em todos os casos estudados, ao mostrar que organizações mais lucrativas são menos endividadas.

Na concepção de Damodaran (2004), uma razão para os gestores preferirem buscar, inicialmente, os recursos de menores custos, estabelecendo

certa hierarquia entre os recursos de capital deve-se ao fato de que os gestores valorizam o controle e a flexibilidade, e preocupam-se com os custos de capital e com o futuro. No que se refere à estrutura de capital, as empresas não apresentam metas, pois não há interesse no aumento do nível de recursos de terceiros, na situação em que os fluxos de caixa internos são suficientes para financiar os projetos futuros. Neste caso, haveria um decréscimo no nível de recursos de terceiros até o momento em que investimentos não são capazes de exceder os fluxos de caixa internos que já foram gerados.

A teoria do *Pecking Order*, para Nakamura et al. (2007, p. 73), possui como base a ideia de que os gestores “se pautam por uma hierarquia para definir que recursos serão utilizados para financiar seus projetos. Mesmo que os administradores sigam tal hierarquia não fica invalidada a ideia de um nível ótimo de endividamento na linha proposta pela denominada teoria do *Trade-Off*”.

### 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Este estudo busca analisar as maiores e as menores estruturas de financiamento de empresas brasileiras e chilenas de 2008 a 2013. Deste modo, a pesquisa caracteriza-se como descritiva no que consiste aos seus objetivos, documental no que se refere aos procedimentos metodológicos e quantitativa quanto à análise dos dados.

A população é composta por todas as empresas de capital aberto brasileiras pertencentes ao índice Brasil 50 (IBrX-50) listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (B3) e chilenas pertencentes ao índice Chile 40 (IPSA-40) listadas na Bolsa de Valores de Santiago, utilizado a composição da carteira apresentada no quadrimestre de setembro a dezembro de 2014. Da população excluíram-se os bancos, companhias de seguro e *holdings* em razão de apresentarem peculiaridades diferentes quanto aos níveis de alavancagem financeira e as empresas que não apresentaram todos os dados fundamentais para esta pesquisa e as que constavam em duplicidade na população. Assim, o Quadro 1 evidencia-se as empresas que compõe a amostra.

**Quadro 1 – Amostra da pesquisa**

<b>Empresas da amostra</b>				
Empresas Brasileiras do IBrX- 50	AMBEV S/A	ESTACIO PART	LOJAS AMERIC	SID NACIONAL
	BRF AS	FIBRIA	LOJAS RENNER	SOUZA CRUZ
	CCR AS	GAFISA	MRV	SUZANO PAPEL
	CEMIG	GERDAU	NATURA	TELEF BRASIL
	CIA HERING	HYPERMARCAS	OI	TIM PART S/A
	COSAN	JBS	P.ACUCAR-CBD	USIMINAS
	COSAN LTD	KLABIN S/A	PDG REALT	VALE
	CYRELA REALT	KROTON	PETROBRAS	
	EMBRAER	LOCALIZA	SABESP	
Empresas Chilenas do IPSA- 40	AESGENER	CGE	ENDESA	RIPLEY
	AGUAS-A	CMPC	ENERSIS	SALFACORP
	ANDINA-B	COLBUN	ENTEL	SK
	ANTARCHILE	CONCHATORO	FALABELLA	SONDA
	BANMEDICA	COPEC	FORUS	SQM-B
	BESALCO	CSAV	IAM	

	CCU	ECL	LAN	
	CENCOSUD	EMBONOR-B	PARAUCO	

Fonte: Dados da pesquisa (2015).

Conforme observado no Quadro 1, a amostra da pesquisa foi composta por 34 empresas brasileiras do IBrX-50 e 29 chilenas do IPSA-40, totalizando então 63 organizações. Definida e selecionada a amostra para a realização deste estudo, para se efetuar a coleta dos dados foram acessados os sites da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo – B3 (<http://www.bmfbovespa.com.br>) e da Bolsa de Valores de Santiago (<http://www.bolsadesantiago.com>). As informações coletadas foram o segmento de atuação, uma vez que o critério de seleção da amostra foi verificar o segmento para que fossem excluídas as empresas financeiras, seguradoras e *holdings*.

As informações financeiras referentes os anos de 2008 a 2013 das empresas foram coletadas diretamente das bases de dados *Thomson Finacial®* e *Worldscope*, coletado no sítio eletrônico da *Thomson ONE Banker* e os valores monetários foram convertidos em dólares americanos. Os dados são provenientes de balanços patrimoniais, demonstrações do resultado do exercício e informações referente aos mercados disponíveis nestes bancos de dados. Para a realização deste estudo, no quadro 2 apresentam-se as variáveis utilizadas, as *proxys* e as justificativas em estudos anteriores.

#### Quadro 2 – Variáveis da pesquisa

Variáveis	Proxy	Autores
Estrutura dos ativos (EA)	Estoque + Imobilizado / Ativo Total	Titman e Wessels (1988); Perobelli e Famá (2002 e 2003).
Outros benefícios fiscais que não o endividamento (OBF)	Depreciação / Ativo Total	Titman e Wessels (1988) e Perobelli e Famá (2002 e 2003)
Singularidade (SG)	Despesas de Vendas / Receita Líquida	Titman e Wessels (1988) e Perobelli e Famá (2002 e 2003)
Tamanho (TM)	Logaritmo do Ativo Total Médio	Rajan; Zingales (1995), Gomes e Leal (2000), Perobelli e Famá (2003), Titman e Wessels (1988), Perobelli e Famá (2002) e Bastos e Nakamura (2009).
Endividamento de curto prazo (ECP)	Passivo Circulante / Ativo Total	Bastos, Nakamura, Basso (2009) e Espinola (2013).
Endividamento de longo prazo (ELP)	Passivo Não Circulante / Ativo Total	Bastos, Nakamura, Basso (2009) e Espinola (2013).

Fonte: Dados da pesquisa (2015).

No Quadro 2 são evidenciadas as variáveis utilizadas nesta pesquisa que foram definidas principalmente com base na proposta de Titman e Wessels (1988) e no estudo de Perobelli e Famá (2002 e 2003). Para os determinantes de estrutura de financiamento, selecionaram-se as seguintes variáveis: a estrutura dos ativos, os outros benefícios fiscais que não os gerados pelo endividamento da empresa, o grau de singularidade e o seu tamanho.

Além destas variáveis, foram utilizadas para verificar a estrutura de financiamento, o valor do endividamento total, endividamento de curto e longo prazo propostas nos trabalhos de Bastos, Nakamura e Basso (2009) e Espinola (2013), conforme Quadro 2.

Com base nas evidências encontradas na literatura, as variáveis determinantes nas decisões de financiamentos, entre outras, são: a estrutura dos ativos, o tamanho e a singularidade (PEROBELLI; FAMÁ, 2003). A estrutura dos ativos influencia nas decisões de financiamento das empresas, uma vez que organizações com mais ativos, que podem ser utilizados como garantia, ou mesmo ativos identificados pelos investidores com maior valor colateral poderiam endividar-se mais (THIES; KLOCK, 1992; RAJAN; ZINGALES, 1995).

Caso os ativos tangíveis sejam avaliados pelo mercado, mais facilmente haverá então uma relação positiva entre o volume de ativos tangíveis e o nível de endividamento, uma vez que a oferta de garantias diminui o custo da dívida. Deste modo, “quanto maior o valor dos ativos tangíveis detidos pela empresa, maior sua propensão ao endividamento. Pela mesma razão, quanto maior o valor de seus ativos intangíveis, menor deveria ser sua propensão ao endividamento” (PEROBELLI; FAMÁ, 2002, p. 36).

No que se refere aos outros benefícios fiscais que não o endividamento, de acordo com Perobelli e Famá (2002, p. 37), “empresas que contam com benefícios fiscais advindos da depreciação e com subsídios deveriam ter menos incentivo ao endividamento, pois tirariam menos proveito do incentivo fiscal gerado pelo pagamento de juros”. De mesma forma, um modelo de estrutura ótima de capital foi desenvolvido por DeAngelo e Masulis (1980), na qual argumentam que há substitutos dos benefícios fiscais do endividamento, tais como os créditos dos impostos e as vantagens fiscais antes das amortizações.

No que consiste a singularidade, as organizações que apresentam um grau elevado deveriam ser consideradas mais conservadoras, o que levaria a evitar o endividamento. E em consequência disso, evitariam o risco de falência, uma vez que geram um custo elevado para a sociedade ao serem liquidadas. Existe uma probabilidade mais elevada das empresas possuírem maiores custos com o endividamento para organizações que negociam produtos muito singulares. Isto acontece devido ao valor de mercado residual dos produtos enfrentarem perdas grandes em caso de falência (PEROBELLI; FAMÁ, 2003).

Quanto ao tamanho, as empresas de grande porte têm menos possibilidade de falência, visto que são mais diversificadas, comparadas com empresas de pequeno porte. Acrescenta-se ainda que normalmente pagam menores taxas de juros e recebem opções de créditos melhores, o que proporciona uma elevação nas vantagens da dívida. Assim, as organizações maiores possuem a tendência de serem melhor alavancadas quando se compara com empresas menores. Provavelmente, as organizações menores têm maior dificuldade de acesso aos mercados de financiamento de longo prazo e optam pelo endividamento de curto prazo. É possível afirmar que o seu tamanho se relaciona positivamente com a alavancagem (GOMES; LEAL, 2000).

O que justifica esta relação, de acordo com Perobelli e Famá (2002, p. 37), deve-se ao fato de que “empresas maiores tendem a apresentar maior

acessibilidade aos recursos financeiros e maior diversificação de seus negócios, o que resulta em menor probabilidade de dificuldades financeiras e reduz os custos de falência e o ônus do endividamento”.

No que se refere ao endividamento de curto prazo (ECP) e ao endividamento de longo prazo (ELP), por meio do seu estudo, Harris e Raviv (1991) realizaram um levantamento das pesquisas sobre estrutura de capital. Os resultados mostram que o endividamento das organizações está relacionado positivamente com maiores ativos tangíveis, oportunidade de crescimento da empresa e tamanho.

## 4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Com o intuito de alcançar o objetivo desta pesquisa, nesta seção aborda-se a descrição e análise dos dados. Assim, na Tabela 1 é apresentada as análises descritivas das variáveis de estrutura de financiamento das empresas brasileiras e chilenas.

**Tabela 1- Estatística descritiva das variáveis das empresas brasileiras e chilenas**

	Variáveis	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Empresas Brasileiras	EA	204	0,0155	2,4202	0,6206	0,3750
	OBF	204	0,0006	0,1857	0,0387	0,0314
	SG	204	0,0000	12,2590	0,4025	1,3905
	TM	204	0,4766	264,1765	20,2371	46,5887
	ECP	204	0,0000	0,6058	0,2277	0,1283
	ELP	204	0,0230	0,7138	0,3307	0,1541
Empresas Chilenas	EA	174	0,0317	1,9380	0,8480	0,3485
	OBF	174	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
	SG	174	0,0000	0,3734	0,1147	0,1006
	TM	174	0,2317	25,9959	6,0354	6,6604
	ECP	174	0,0000	0,5237	0,2063	0,1066
	ELP	174	0,0006	0,5436	0,2883	0,1108

Fonte: Dados da pesquisa (2015).

De acordo com a Tabela 1 observa-se que quanto as empresas brasileiras, algumas empresas não evidenciaram variáveis como singularidade (SG) e endividamento de curto prazo (ECP). Mesmo assim optou-se por manter estas empresas na amostra analisada, uma vez que sua exclusão poderia comprometer a viabilidade da análise realizada com as empresas do IBRX-50 e IPSA-40.

Além disso, o valor máximo refere-se ao tamanho (TM), demonstrando assim que as organizações brasileiras pesquisadas são de grande porte. Além de apresentar maior média (20,2371), também obteve maior discrepância em relação ao valor de mínimo (0,4766) e máximo (264,1765). O valor do desvio padrão foi o mais elevado (46,5887). A menor média refere-se a variável OBF de 0,0387 e o desvio padrão de 0,0314.

Quanto as empresas chilenas verificam-se que determinadas organizações não apresentam valores de singularidade (SG) e de endividamento de curto prazo (ECP). Novamente a variável tamanho (TM) foi a

que apresentou o maior valor de média, sendo de 6,0354 e maior desvio padrão de 6,6604. Observa-se, entretanto, que todas as organizações chilenas não evidenciaram a variável OBF.

Deste modo, para que a análise realizada fosse mais precisa, evidencia-se a estrutura de financiamento das empresas brasileiras, e em seguida das chilenas separadas por ano, conforme proposto neste estudo. Assim, no Quadro 3 é possível observar as três maiores, bem como as três menores empresas no que se refere as variáveis (EA, OBF, SG, TM, ECP e ELP) das organizações brasileiras, conforme os anos de 2008 a 2013.

**Quadro 3 – Variáveis de estrutura de financiamento das empresas brasileiras**

Variáveis	MAIORES			MENORES		
	1ª	2ª	3ª	1ª	2ª	3ª
EA2008	Telef Brasil	Oi	Localiza	Hyper-marcas	Pdg Realt	Lojas Americ
EA2009	Telef Brasil	Oi	Sabesp	Hyper-marcas	Gafisa	Pdg Realt
EA2010	Telef Brasil	Oi	Tim Part S/A	Sabesp	Ccr As	Hyper-marcas
EA2011	Oi	Telef Brasil	Usiminas	Sabesp	Ccr As	Kroton
EA2012	Oi	Telef Brasil	Usiminas	Sabesp	Ccr As	Kroton
EA2013	Oi	Telef Brasil	Usiminas	Sabesp	Cosan Ltda	Kroton
OBF2008	Localiza	Tim Part S/A	Telef Brasil	Cyrela Realt	Mrv	Pdg Realt
OBF2009	Localiza	Tim Part S/A	Telef Brasil	Pdg Realt	Mrv	Cyrela Realt
OBF2010	Tim Part S/A	Telef Brasil	Fibria	Pdg Realt	Mrv	Gafisa
OBF2011	Tim Part S/A	Telef Brasil	Fibria	Mrv	Cyrela Realt	Pdg Realt
OBF2012	Tim Part S/A	Localiza	Telef Brasil	Mrv	Hyper-marcas	Cyrela Realt
OBF2013	Tim Part S/A	Telef Brasil	Oi	Mrv	Pdg Realt	Cyrela Realt
SG2008	Cosan Ltda	Natura	Hyper-marcas	Mrv	Usiminas	Vale
SG2009	Cosan Ltda	Natura	Hyper-marcas	Mrv	Vale	Jbs
SG2010	Cosan Ltda	Natura	Hyper-marcas	Mrv	Cemig	Vale
SG2011	Cosan Ltda	Natura	Hyper-marcas	Mrv	Cemig	Gerdau
SG2012	Cosan Ltda	Natura	Hyper-marcas	Mrv	Gerdau	Usiminas
SG2013	Cosan Ltda	Natura	Hyper-marcas	Mrv	Vale	Cemig
TM2008	Petrobras	Vale	Gerdau	Cia Hering	Estácio Part	Kroton
TM2009	Petrobras	Vale	Gerdau	Cia Hering	Estácio Part	Kroton
TM2010	Petrobras	Vale	Gerdau	Cia Hering	Estácio Part	Kroton
TM2011	Petrobras	Vale	Gerdau	Cia Hering	Estácio Part	Kroton
TM2012	Petrobras	Vale	Gerdau	Cia Hering	Estácio Part	Kroton
TM2013	Petrobras	Vale	Gerdau	Cia Hering	Estácio Part	Kroton
ECP2008	Lojas Americ	Natura	Lojas Renner	Mrv	Cyrela Realt	Cosan Ltda
ECP2009	Lojas Americ	Natura	Lojas Americ	Mrv	Cyrela Realt	Kroton

	Renner				Realt	
ECP2010	Lojas Americ	Souza Cruz	Lojas Renner	Mrv	Cyrela Realt	Fibria
ECP2011	Gafisa	Lojas Americ	Souza Cruz	Mrv	Cyrela Realt	Fibria
ECP2012	Lojas Renner	Natura	Lojas Americ	Mrv	Cyrela Realt	Fibria
ECP2013	Souza Cruz	P.Acucar-Cbd	Lojas Renner	Mrv	Cyrela Realt	Vale
ELP2008	Cyrela Realt	Klabin S/A	Localiza	Kroton	Lojas Renner	Estácio Part
ELP2009	Sid Nacional	Cyrela Realt	Klabin S/A	Kroton	Lojas Renner	Natura
ELP2010	Sid Nacional	Cyrela Realt	Mrv	Estácio Part	Souza Cruz	Tim Part S/A
ELP2011	Sid Nacional	Cyrela Realt	Mrv	Cia Hering	Souza Cruz	Tim Part S/A
ELP2012	Sid Nacional	Mrv	Cyrela Realt	Cia Hering	Ambev S/A	Tim Part S/A
ELP2013	Sid Nacional	Mrv	Cyrela Realt	Cia Hering	Ambev S/A	Souza Cruz

Fonte: Dados da pesquisa (2015).

É importante ressaltar que quando se observa a estrutura de financiamento, de acordo com a estrutura dos ativos das empresas brasileiras, no ano de 2008, 2009 e 2010 a Telef Brasil obteve a primeira colocação. Nos anos de 2011, 2012 e 2013 foi a segunda colocada, ficando atrás somente da Oi, que nos anos anteriores obteve a melhor posição entre a amostra brasileira. A Hypermarchas foi a que apresentou a menor estrutura dos ativos (EA) em 2008 e 2009 e a Sabesp, entre 2010 a 2013.

No que se refere à variável outros benefícios fiscais que não o endividamento (OBF), a Localiza foi a que apresentou o maior número em 2008 e 2009 e a Tim Part S/A, nos anos de 2010 a 2013. A Cyrela Realt apresentou o menor número em 2008, a Pdg Realt em 2009 e 2010 e a MRV em 2011 a 2013, desconsiderando as empresas que obtiveram zero nesta variável.

No que consiste à singularidade (SG), por um lado, observa-se que a Cosan Ltda, a Natura e a Hypermarchas foram as empresas brasileiras da amostra que apresentaram maiores valores para esta variável, respectivamente, nos anos de 2008 a 2013. De outro lado, a menor singularidade pertence a MRV, entretanto esta empresa apresentou valores zerados. Então, não considerando a MRV, a Usiminas (em 2008), a Vale (2009 e 2013), a Cemig (2010 e 2011) e a Gerdau (2012) foram as que apresentaram menores singularidades.

Quanto ao tamanho (TM) das empresas, que foi calculado com base no logaritmo do ativo total médio, observa-se que a Petrobrás, a Vale e a Gerdau são as maiores. Já a Cia Hering, a Estácio Part e a Kroton são as organizações menores, considerando o período analisado de 2008 a 2013, comparadas com as demais da amostra brasileira.

Observa-se que no ano de 2008 e 2010, a empresa brasileira que obteve maior ECP foram as Lojas Americ. Em 2009 e 2012 foram as Lojas Renner, em 2011 foi a Gafisa e em 2013 foi a Souza Cruz. Já a MRV e a Cyrela Realt apresentaram

valores zerados, significando que não possuem endividamentos de curto prazo (ECP), nos anos de 2008 a 2013. Então, desconsiderando estas empresas, os menores endividamento de curto prazo pertencem a Cosan Ltda (2008), Kroton (2009), Fibria (2010 a 2012) e Vale (2013).

Percebe-se que a Cyrela Realt no ano de 2008 e a Sid Nacional de 2009 a 2013 foram as empresas brasileiras que tiveram maiores endividamentos de longo prazo (ELP). Enquanto que a Kroton e em seguida a Lojas Renner obtiveram menores ELP em 2008 e 2009. No ano de 2010, a Estácio Part se destacou por apresentar menor valor para esta variável e a Cia Hering, também, obteve menor valor, nos anos de 2011 a 2013.

Além de verificar a estrutura de financiamento das empresas brasileiras, no Quadro 4 é possível observar as três maiores e as três menores organizações quanto as variáveis de estrutura de financiamento dos anos de 2008 a 2013 da amostra chilena.

**Quadro 4 – Variáveis de estrutura de financiamento das empresas chilenas**

Variáveis	MAIORES			MENORES		
	1ª	2ª	3ª	1ª	2ª	3ª
EA2008	Entel	Aguas-A	Ecl	Sonda	Salfacorp	Csav
EA2009	Entel	Cap	Aguas-A	Sonda	Salfacorp	Csav
EA2010	Entel	Aguas-A	Endesa	Sonda	Falabella	Salfacorp
EA2011	Entel	Aguas-A	Endesa	Sonda	Falabella	Salfacorp
EA2012	Entel	Aguas-A	Endesa	Sonda	Falabella	Salfacorp
EA2013	Entel	Aguas-A	Cap	Sonda	Falabella	Salfacorp
SG2008	Forus	Ccu	Ripley	Colbun	Eneris	Iam
SG2009	Forus	Ccu	Ripley	Colbun	Eneris	Iam
SG2010	Forus	Ripley	Andina-B	Colbun	Eneris	Iam
SG2011	Forus	Ripley	Andina-B	Colbun	Eneris	Iam
SG2012	Forus	Andina-B	Ccu	Colbun	Eneris	Iam
SG2013	Ripley	Forus	Andina-B	Colbun	Eneris	Iam
TM2008	Eneris	Antarchile	Copec	Forus	Besalco	Embonor-B
TM2009	Eneris	Antarchile	Copec	Forus	Besalco	Embonor-B
TM2010	Eneris	Antarchile	Copec	Forus	Besalco	Embonor-B
TM2011	Eneris	Antarchile	Copec	Forus	Besalco	Embonor-B
TM2012	Eneris	Antarchile	Copec	Forus	Besalco	Embonor-B
TM2013	Eneris	Antarchile	Copec	Forus	Besalco	Embonor-B
ECP2008	Salfacorp	Besalco	Banmedica	Parauco	Colbun	Aesgener
ECP2009	Forus	Ccu	Ripley	Agua-A	Endesa	Iam
ECP2010	Banmedica	Besalco	Lan	Parauco	Iam	Colbun
ECP2011	Csav	Banmedica	Besalco	Parauco	Colbun	Cmpc
ECP2012	Banmedica	Salfacorp	Besalco	Parauco	Ecl	Iam
ECP2013	Salfacorp	Banmedica	Besalco	Parauco	Colbun	Cmpc
ELP2008	Parauco	Lan	Aguas-A	Forus	Sonda	Salfacorp
ELP2009	Lan	Parauco	Aguas-A	Forus	Embonor-B	Conchatoro
ELP2010	Parauco	Lan	Aesgener	Forus	Embonor-B	Conchatoro
ELP2011	Lan	Aesgener	Parauco	Forus	Embonor-B	Sonda
ELP2012	Aesgener	Lan	Aguas-A	Forus	Embonor-B	Sonda
ELP2013	Lan	Aesgener	Parauco	Forus	Sonda	Csav

Fonte: Dados da pesquisa (2015).

De acordo com os resultados do Quadro 4, verifica-se que a Entel obteve a maior estrutura dos ativos de 2008 a 2013. Já a menor EA de 2008 e 2009 pertencem a Sonda e a Salfacorp, respectivamente. Em 2010 a 2013, a Sonda permaneceu na primeira posição como menor EA e a Falabella obteve segunda colocação. No que se refere a outros benefícios fiscais que não o endividamento (OBF), verifica-se que todas as empresas chilenas obtiveram pontuações zeradas e por este motivo não foi demonstrado no Quadro 8.

A maior singularidade (SG) pertence a Forus de 2008 a 2012 e a Ripley, em 2013. Observa-se que seis empresas obtiveram zero nesta variável, sendo a Aguas-A, Colbun, Endesa, Enersis, Entel e IAM. Deste modo, desconsiderando estas organizações, a ECL (2008 a 2011), a SQM-B (2012) e a ECL (2013) têm menores singularidades.

Quando se verifica o tamanho das organizações chilenas, nos anos analisados, com base no seu ativo total médio, percebe-se que a Enersis, Antarchile e Copec foram as maiores. Enquanto que a Forus, Besalco e Embonor-B foram os menores.

No que consiste a mais endividada no curto prazo (ECP), percebe-se que cada ano foi uma empresa diferenciada. Em 2008 e 2013 foi a Salfacorp, em 2009 foi a Forus, em 2011 foi a CSAV, em 2010 e 2012 foi a Banmedica. Verifica-se que a Parauco apresenta o menor nível de ECP nos anos de 2008, 2010 a 2013 e a Agua-A, em 2009. Cabe destacar, entretanto, que a Parauco e a Agua-A apresentaram valores zerados de endividamento de curto prazo (ECP). Assim, a Colbun (2008, 2011 e 2013), a Endesa (2009), a lam (2010) e a ECL (2012) foram as empresas que obtiveram menores ECP.

Observa-se que a Parauco (2008 e 2010), a Lan, (2009, 2011 e 2013) e a Aesgener (2012) apresentaram o maior valor encontrado de endividamento de longo prazo (ELP). O menor ELP pertence à Forus (2008 a 2013).

De maneira geral, alguns estudos verificaram os determinantes de estrutura de capitais das organizações (TITMAN; WESSELS, 1988; FAMA; FRENCH, 2002; PEROBELLI; FAMÁ, 2003; BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007). Entretanto, este estudo buscou, com base nos determinantes encontrados pelos autores, verificar a estrutura de capitais das organizações.

Assim, realizando uma análise comparativa da amostra, percebe-se que a maior EA de 2008 a 2010 é da Telef Brasil e em 2011 a 2013 é da chilena Entel. A menor EA de 2008 a 2013 pertencem a empresa do Chile, Sonda. Quanto a SG percebe-se que tanto a MRV (brasileira), quanto a Colbun (chilena) apresentaram valores zerados para esta variável, entretanto a brasileira Cosan Ltda apresentou as maiores singularidades nos anos analisados. Observando o tamanho, a Petrobrás é a maior empresa da amostra e a Forus, a menor.

No que consiste ao endividamento de curto prazo (ECP), verifica-se que os maiores em 2008 a 2010, 2012 e 2013 pertencem a empresas brasileiras e em 2011 o maior ECP é da chilena Csav. Observa-se que no ano de 2008, a Parauco teve o maior endividamento de longo prazo (ELP) da amostra e a Forus, o menor. No ano de 2009 a 2013, a Sid Nacional foi a empresa com maior ELP, enquanto que 2009, a Kroton foi o menor e nos anos de 2010 a 2013 a Forus, novamente obteve o menor ELP.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em síntese, a estrutura de capital é o modo como as empresas financiam os seus recursos. Na literatura financeira discute-se e testa-se diversas abordagens teóricas, como o *Trade-Off* e o *Pecking Order*, entre outros estudos. Enquanto a primeira sugere um nível ótimo de endividamento, que ocorre pelo equilíbrio entre custos e benefícios com o uso da dívida, a segunda aponta que não há uma estrutura ótima, mas que as empresas têm uma hierarquia na escolha das fontes de financiamento, com base nos custos. Desta forma, a diversidade de resultados encontrados, leva a conclusão de que ainda há lacunas a se pesquisar.

Nesta perspectiva, o objetivo da pesquisa foi analisar as maiores e as menores estruturas de financiamento de empresas brasileiras e chilenas de 2008 a 2013. Sendo assim, para que o objetivo fosse alcançado, realizou-se uma pesquisa descritiva quanto ao objetivo, documental quanto aos procedimentos metodológicos e quantitativa quanto à análise de dados.

Deste modo, neste estudo foi evidenciada a estrutura de financiamento anual de 63 empresas de ambos os países, sendo 34 brasileiras do IBrX-50 e 29 chilenas do IPSA-40 dos anos de 2008 a 2013. Esta estrutura foi verificada por meio das variáveis: estrutura dos ativos (EA), outros benefícios fiscais que não o endividamento (OBF), singularidade (SG), tamanho (TM), endividamento de curto prazo (ECP) e endividamento de longo prazo (ELP).

De maneira geral, alguns estudos verificaram os determinantes de estrutura de capital das organizações (TITMAN; WESSELS, 1988; FAMA; FRENCH, 2002; PEROBELLI; FAMÁ, 2003; BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007). Entretanto, este estudo buscou, com base nos determinantes encontrados pelos autores, verificar a estrutura de financiamento das organizações.

Assim, realizando uma análise comparativa da amostra de ambos os países, os resultados mostram que a maior EA de 2008 a 2010 é da Telefônica Brasil e em 2011 a 2013 é da chilena Entel. A menor EA de 2008 a 2013 pertencem a empresa do Chile, Sonda. Quanto a SG, a brasileira Cosan Ltda apresentou as maiores singularidades nos anos analisados. Observando o tamanho das organizações, a Petrobrás é a maior empresa da amostra e a Forus, a menor.

No que consiste ao endividamento de curto prazo (ECP), verifica-se que os maiores em 2008 a 2010, 2012 e 2013 pertencem a empresas brasileiras e em 2011 o maior ECP é da chilena Csav. Observa-se que no ano de 2008, a Parauco teve o maior endividamento de longo prazo (ELP) da amostra e a Forus, o menor. No ano de 2009 a 2013, a Sid Nacional foi a empresa com maior ELP, enquanto que 2009, a Kroton foi o menor e nos anos de 2010 a 2013 a Forus, novamente obteve o menor ELP.

De forma geral este estudo apresenta algumas limitações como a amostra selecionada, na qual se baseia somente nas empresas de capital aberto brasileiras do IBrX-50 e chilenas do IPSA-40. Estas implicações mostram que há diferenças quando se observa empresas de países distintos e o fato destes grupos serem maiores no Brasil pode representar uma interferência no

grau das relações entre as variáveis e para futuros estudos ressalta-se que estes aspectos devem ser observados. Além disso, o período observado também é um fator limitante e outras variáveis poderiam explicar a estrutura de financiamento. Deste modo, sugere-se que para estudos futuros a utilização de outra amostra, de empresas de outros países ou mesmo de outro período a fim de comparar com os resultados encontrados.

## REFERÊNCIAS

- ABOSEDE, A. J. Pecking Order Theory Of Capital Structure: Another Way To Look At It. **Journal of Business Management and Applied Economics**, v. 1, n. 5, p. 01-11, 2012.
- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. **Revista Contabilidade & Finanças USP**, v. 20, n. 50, p. 75-94, 2009.
- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; BASSO, L. F.C. Determinants of capital structure of publicly-traded companies in Latin America: an empirical study considering macroeconomic and institutional factors. **Revista de Administração Mackenzie (RAM)**, v. 10, n. 6, p. 47-77, 2009.
- BRADLEY, M.; JARRELL, G. A.; KIM, E. On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 857-878, 1984.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Principles of corporate finance**. 8. ed. Irwin: McGraw Hill, New York, 2006.
- 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 e Finanças USP**, v. 18, n. 43, p. 9-19, 2007.
- DAMODARAN, A. **Finanças Corporativas. Teoria e Prática**. 2ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.
- DEANGELO, H.; MASULIS, R. W. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. **Journal of Financial Economics**, v. 8, n. 1, p. 3-29, 1980.
- DEREEPER, S.; TRINH, Q. D. Trade-Off Theory or Pecking Order Theory with a State-Ownership Structure: The Vietnam Case. **International Review of Business Research Papers**. v. 11, n. 1, p. 114-132, 2015.
- DURAND, D. Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In: **Conference on research on business finance**, New York, p. 215-262, 1952.
- ESPINOLA, L. F. P. **Determinantes da estrutura de capital na crise financeira global**. Tese (Doutorado). Universidade de São Paulo, 2013.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. **Review of Financial Studies**, v. 15, n. 1, p. 1-33, 2002.
- FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Testing the pecking order theory of capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 67, n. 2, p. 217-248, 2003.

GHOSH, A.; CAI, F. Optimal Capital Structure Vs Pecking Order Theory: A Further Test. **Journal of Business & Economics Research**, v. 2, N. 8, 2004.

GITMAN, L. J.; MADURA, J. **Administração financeira: uma abordagem gerencial**. Porto Alegre: Bookman, 2003.

GOMES, G. L.; LEAL, R. P. C. **Determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsas de valores**. In: LEAL, R. P. C.; COSTA JR., N. C. A.; LEMGRUBER, E. F. *Finanças Corporativas*, São Paulo: Atlas, p. 42-57, 2000.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297-355, 1991.

IQUIAPAZA, R. A. et al. Estrutura de Capital e Decisões de Financiamento: Testando a Hipótese de Pecking Order pelas Componentes do Déficit. **Revista Eletrônica de Gestão**, v. 2, n. 1, p. 40-60, 2009.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

MILLER, M. H. Debt and taxes. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 2, p. 261-275, 1977.

MODIGLIANI, F. MILLER, M. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.

\_\_\_\_\_. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MYERS, S. C. Determinants of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, v. 5, n. 2, p. 147-175, 1977.

\_\_\_\_\_. Financing of corporations. **Handbook of the Economics of Finance**. v. 1, n. 1, p. 215-253, 2003.

\_\_\_\_\_. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575-592, 1984.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-222, 1984.

NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L., FORTE, D.; CARVALHO FILHO, A. F.; COSTA, A. C. F.; AMARAL, A. C. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 44, p. 72-85, 2007.

NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; KAYO, E. K. Proposta para a determinação da estrutura de capital ótima, na prática. **Revista de Administração UNISAL**, v. 1, n. 1, p. 25-37, 2004.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 37, n. 3, p. 33-46, 2002.

\_\_\_\_\_. Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 7, n. 1, p. 9-35, 2003.

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.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira**: corporate finance. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

ROSS, S. A. The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. The Bell **Journal of Economics**. v. 8, n. 1, p. 23-40, 1977.

THIES, C. F.; KLOCK, M. S. Determinants of capital structure. **Review of Financial Economics**, v. 1, n. 2, p. 40-53, 1992.

TITMAN, S. The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 1, p. 137-151, 1984.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 1, p. 1-19, 1988.