



**FACULDADE DE TECNOLOGIA E CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS - FATECS**

**CURSO: CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**ÁREA: AVALIAÇÃO DE EMPRESAS - ESTRUTURA DE CAPITAL**

**DETERMINANTES DA TEORIA DE CUSTO DE AGÊNCIA E A SUA APLICAÇÃO  
EM EMPRESAS BRASILEIRAS NÃO FINANCEIRAS DE CAPITAL ABERTO NO  
ANO DE 2008**

**PAULO HENRIQUE DE MESQUITA BORIN**

**RA Nº 2068000/3**

**PROF. ORIENTADOR:**

**JOÃO ALBERTO DE ARRUDA**

**Brasília/DF, junho de 2009**

**PAULO HENRIQUE DE MESQUITA BORIN**

**DETERMINANTES DA TEORIA DE CUSTO DE  
AGÊNCIA E A SUA APLICAÇÃO EM  
EMPRESAS BRASILEIRAS NÃO  
FINANCEIRAS DE CAPITAL ABERTO NO  
ANO DE 2008**

Monografia apresentada como um dos requisitos  
para conclusão do curso de Ciências Contábeis do  
UniCEUB – Centro Universitário de Brasília.

Prof(a). Orientador(a): João Alberto de Arruda

**Brasília/DF, junho de 2009**

**PAULO HENRIQUE DE MESQUITA BORIN**

**DETERMINANTES DA TEORIA DE CUSTO DE  
AGÊNCIA E A SUA APLICAÇÃO EM  
EMPRESAS BRASILEIRAS NÃO  
FINANCEIRAS DE CAPITAL ABERTO NO  
ANO DE 2008**

Monografia apresentada como um dos requisitos  
para conclusão do curso de Ciências Contábeis do  
UniCEUB – Centro Universitário de Brasília.

Prof(a). Orientador(a): João Alberto de Arruda

**Banca examinadora:**

---

**Prof. João Alberto de Arruda**  
**Orientador(a)**

---

**Prof. Giovani Rossetti Segadilha**  
**Examinador(a)**

---

**Prof. Rogério Ramos Marques**  
**Examinador(a)**

**Brasília/DF, junho de 2009**

## RESUMO

Desde a divulgação o artigo de M&M as conseqüências geradas no desempenho das empresa pela decisão da política de capital é um dos temas que mais gera discussão no mundo acadêmico. As idéias propostas por M&M de que a forma de financiamento não interferiria no desempenho futuro da empresa foi amplamente debatida propiciando a evolução do assunto. Pesquisas posteriores ao trabalho de M&M abordavam o assunto de diferentes ângulos. As pesquisas não tomaram um direção única surgindo diversas correntes sobre o assunto. Em 1991, Harris e Raviv, publicaram um artigo que mostravam as principais correntes existentes: teoria de Custos de Agência, teoria de assimetria de informações, teoria de mercado de Insumo/produto e Teoria do Controle Corporativo. Dentre essas correntes uma que merece especial é a teoria de Custos de Agência. A teoria de Custos de Agência foca na relação de agência, onde um indivíduo denominado principal, contrata um outro indivíduo denominado agente. O agente deve ajudar o principal a fim de que esse alcance com mais facilidade seus objetivos. Nas empresas a relação de agência foca maior atenção em duas formas de relação: na relação entre administradores e acionistas, e na relação entre acionistas e credores. Esse trabalho testou algumas hipóteses defendidas pela teoria de custo de agência . As hipóteses de que o aumento de capital de terceiros diminuí as disponibilidades se mostrou válida, assim como empresas que tem maior participação de capital de terceiros tem um maior retorno sobre o patrimônio líquido. Outra hipótese confirmada na amostra é que empresas melhor avaliadas tinham uma maior participação de capital de terceiros. Contudo a hipótese de que o aumento de capital de terceiros iria fazer com que a empresa tivesse um maior retorno sobre o ativo total não se mostrou aplicável na amostra.

### **Palavras-chave:**

Estrutura de capital, administração financeiras, avaliação de empresas, Teoria de Agência

# LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Efeito da Alavancagem sobre o Valor das ações da Empresa B...22

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Srta. Pagell.....	30
Tabela 2 - Resumo dos determinantes da estrutura de capital.....	37

# Sumário

1-INTRODUÇÃO .....	1
1.1 – DEFINIÇÃO DO PROBLEMA.....	4
1.2 OBJETIVOS.....	9
1.2.1 <i>Objetivo Geral</i> .....	9
1.2.2 <i>Objetivos específicos</i> .....	10
1.2.3 <i>Resumo das hipóteses levantadas:</i> .....	10
1.2.4 <i>Restrições da pesquisa</i> .....	10
2. ESTRUTURA DE CAPITAL .....	12
2.1 ESTRUTURA DE CAPITAL DA EMPRESA NA VISÃO CLÁSSICA.....	12
2.2 ESTRUTURA DE CAPITAL DA EMPRESA VISÃO NEOCLÁSSICA.....	15
2.3 PRINCIPAIS CORRENTES TEÓRICAS SEGUNDO HARRIS E RAVIV . .....	18
2.3.1 <i>Teoria dos Custos de Falência</i> .....	19
2.3.1.1 Lei 11.101/2005 – Lei de Falência e de Recuperação de Empresas.....	20
2.3.1.2 Teoria do Trade-Off.....	22
2.3.1.3 Teoria do Trade-Off no Brasil.....	23
2.3.1.4 Teoria da Sinalização.....	24
2.3.2 <i>Teoria de Insumo/mercado</i> .....	26
2.3.3 <i>Teoria do Controle Corporativo:</i> .....	27
2.3.4 <i>Custos de Agência</i> .....	28
2.3.4.1 Conflitos entre os acionistas e os gestores.....	29
2.3.4.1.1 Lei de Sox.....	33
2.3.4.2 Conflitos entre os acionistas e os credores.....	34
2.3.5. <i>Quadro resumo das correntes teóricas segundo Harris e Raviv</i> .....	36
3. METODOLOGIA .....	38
3.1 UNIVERSO DA PESQUISA EXPLORATÓRIA .....	38
3.2 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS DA PESQUISA EXPLORATÓRIA .....	39
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	43
5. ANÁLISE DO DADOS.....	46
6. CONCLUSÃO.....	50
6. REFERÊNCIAS.....	52
7. APÊNDICE .....	ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.

## 1-INTRODUÇÃO

Para que uma empresa realize investimentos, expanda e assim aumente seu ativo, é necessário que ela levante capital. Segundo Gitman (2004, p. 264) “o termo capital denota os fundos de longo prazo de uma empresa”. No Brasil, por a maior parte do crédito concedido ser de curto prazo, o “termo capital é muitas vezes utilizado para o total dos fundos da empresa independentemente de sua maturidade.” (Assaf Neto e Guasti Lima, 2009, p. 526). Durante o trabalho será adotado o termo capital como o total de fundos da empresa, independente se eles forem de curto ou longo prazo.

A empresa pode levantar capital de duas maneiras: por meio de capital próprio, ou por meio de capital de terceiros. “O **capital de terceiros** inclui todos os fundos levantados pela empresa junto a credores e é representado, basicamente por empréstimos e financiamentos.” (Assaf Neto e Guasti Lima, 2009, p. 526). No balanço patrimonial, o financiamento junto à capital de terceiros (também conhecido como capital de credores) é contabilizado no passivo circulante e no passivo não circulante, localizado no lado direito do balanço patrimonial.

O **capital próprio** ou capital dos proprietários “consiste nos recursos investidos pelos acionistas da empresa.” (Assaf Neto e Guasti Lima, 2009, p. 526). Segundo Santos (2008, p. 15) a contabilização desses recursos provenientes dos proprietários é feita no patrimônio líquido, também localizado no lado direito do balanço. A soma do **capital de terceiros** e do **capital próprio** é denominado o **passivo total** da empresa (Passivo mais Patrimônio Líquido). Segundo Santos (2008, p. 18) quanto maior for à utilização de capital de terceiros frente à capital próprio, maior será o seu índice de endividamento da empresa, ou maior será o seu grau de alavancagem.

“Tanto sócios quanto os credores esperam justa remuneração pelo fornecimento dos fundos” (Silva, 2006 p.288). Geralmente a remuneração do capital de terceiro é pré-fixado e se dá pelo pagamento de juros. Já no financiamento por capital próprio a remuneração, segundo Silva (2006), normalmente, não é pré-fixado e depende do desempenho futuro da empresa e ocorre com o recebimento de dividendos e juros sobre capital próprio nas Sociedades Anônimas, ou na

distribuição de lucros nas empresas limitadas, a isso são somados os ganhos de capital provenientes da valorização da empresa.

Como explica Assaf Neto e Guasti Lima (2009, p. 498) quando a empresa analisa os possíveis projetos de investimento, a taxa mínima de remuneração que tanto acionistas quanto credores esperam receber por financiar a empresa deve ser considerado nos custos desse projeto. A taxa mínima de retorno esperada/exigida é chamada de custo de capital. O custo de capital é normalmente formado com base em uma taxa livre de risco (a taxa livre de risco é feita baseada em investimentos de baixíssimo risco como poupança ou títulos públicos) somado a um prêmio de risco associado à empresa avaliada e ao projeto de investimento avaliado.

“Quanto maior for a participação de dívidas na estrutura de capital, maior o risco da empresa.” (Assaf Neto e Guasti Lima, 2009, p. 526). Em contrapartida, quanto maior for à utilização de capital de terceiros, mais baixo tende a ser o custo de capital médio da empresa (*ceteris paribus*), dentre os principais motivos para esse menor custo de capital é que, nas Sociedades Anônimas, a remuneração do capital de terceiro (juros) é totalmente dedutível da base de cálculo do imposto de renda e da contribuição social das empresas. A decisão do que a empresa financia ou irá financiar junto a terceiros e o que a empresa financia junto aos próprios acionistas é conhecida como política de **estrutura de capital**.

Em geral uma empresa pode escolher várias alternativas de estrutura de capital “apenas como exemplo, citamos as ações ordinárias e preferenciais, as debêntures, os *warrants*, os *swaps*, o *leasing*, os empréstimos e financiamentos tradicionais, derivativos, entre tantos outros” (Melo e Sirihal, 1999). As quantidades de combinações tendem ao infinito. Como serão exploradas durante o trabalho, muitas são as variáveis que devem ser consideradas na decisão de qual será a melhor estrutura de capital de uma empresa. As conseqüências dessa decisão sobre o desempenho futuro da empresa e, conseqüentemente, na geração de riqueza para os acionistas é um dos campos que mais gera estudos e controvérsias dentro da administração financeira.

Segundo Barros (2005, p. 23) essas controvérsias decorrem da multiplicidade de abordagens possíveis sobre o tema, pois são inúmeras as variáveis envolvidas como risco, tributos, comportamento dos acionistas e administradores, comportamento de credores, valor de ativo permanente, grau de

especialização da empresa, dentre várias outras variáveis. Na tentativa de responder quais seriam essas conseqüências para a empresa pela escolha da forma de financiamento, está sendo construída no mundo, principalmente depois dos trabalhos de Modigliani e Miller, uma vasta literatura sobre estrutura de capital. Literatura essa que tem avançado com a divulgação de trabalhos científicos.

“As teorias de estrutura de capital são desenvolvidas através da utilização de modelos. Estes modelos, para serem operacionalizáveis, necessitam de algumas abstrações, sendo a principal delas a redução dos títulos representativos da estrutura de capital em dois únicos e mais importantes papéis: as ações ordinárias e os títulos de dívida simples (não conversíveis em ações).” (Sirihal e Melo, 199, p. 2)

O marco inicial da literatura sobre estrutura de capital é de difícil precisão, entretanto o trabalho divisor de águas sobre o tema foi apresentado, em 1958, por M&M- M&M. Neste trabalho M&M, apresentaram sua teoria que, sob várias restrições econômicas - mercado perfeito, ausência de impostos -, defendia que a decisão da estrutura de capital não teria influência para o desempenho futuro da empresa e assim não teria influência sobre a riqueza de seus acionistas. Como conseqüência, a empresa deveria ter o mesmo valor caso mantivesse uma estrutura de capital com predominância de capital de terceiros, ou se praticamente não utilizasse capital de terceiros. Segundo Barros (2006, p. 37) desde a apresentação do trabalho de M&M, suas idéias tem sido alvo de vários debates, contribuindo para o aumento do interesse sobre o tema.

As pesquisas posteriores ao trabalho de M&M abordavam o assunto de diferentes ângulos. Com base em testes empíricos, que observavam o comportamento de algumas variáveis, alguns pesquisadores aceitavam as idéias de M&M, enquanto outros as rejeitavam. Assim, as pesquisas não tomaram uma direção única de pensamento, devido, principalmente, a dificuldade de isolamento das variáveis para testes.

Em 1991, Harris e Raviv publicaram no *“The Journal of Finance”* um artigo relevante para a teoria sobre estrutura de capital. “Harris&Raviv apresentam um levantamento das principais correntes teóricas surgidas e das evidências empíricas produzidas sobre o tema, propiciando um panorama da diversidade do tema.” (, 2006 p. 24). Isso ajudou a esclarecer quais eram as principais frentes de pesquisas sobre estrutura de capital que tinham sido produzidas até ali.

Segundo Barros (2006, p. 24), no artigo publicado em 1991, Harris&Raviv dividiram as teorias sobre a estrutura de capital em quatro grandes correntes. Essas correntes remetiam principalmente às variáveis comportamentais e o efeito dessas variáveis comportamentais sobre o risco e o retorno exigido tanto de credores quanto de acionistas.

A primeira dessas quatro correntes trazia conceitos inspirados nos **Custos de Agência**, que tratava dos conflitos de interesses entre gestores e acionistas e entre acionistas e credores. A segunda baseada no conceito de **assimetria de informações**, que se baseava nos diferentes níveis de acesso a informações tidas pelos gestores, acionistas e fornecedores. A terceira teoria se referia à relação entre o “**mercado de Insumo/produto**”, que focava nas forças competitivas do mercado e seus relacionamentos entre fornecedores, consumidores e competidores. A quarta e última teoria se relacionava ao **Controle Corporativo**, e estudava implicações da escolha da estrutura de capital nos direitos de voto e possível tomada hostil do controle (*takeover hostile*). No decorrer do trabalho serão explicadas com maior detalhamento cada uma dessas correntes.

Essa divisão, feita por Harris e Raviv, serviu de base para vários trabalhos como pode-se observar em artigos publicados em 2009 em revistas mundialmente conceituadas como: “*International Journal of Business and Management*”, “*Journal of Small Business Management*” e “*Management Accounting Research*.” Assim como no mundo, no Brasil o trabalho de Harris e Raviv também é tido como base para vários trabalhos científicos, como por exemplo, os trabalhos desenvolvidos por Eid Jr. (1996) e Moraes (2005).

## 1.1 – Definição do problema

“Dentre todas as correntes de pesquisa propostas por Harris e Raviv - estrutura de capital, uma das mais prolíficas aborda a questão da estrutura de capital pelo ângulo dos “Custos de Agência” (*agency costs*).” (Barros, 2005, p. 24). A teoria dos Custos de Agência analisa a influência dos conflitos de interesse entre acionistas, credores e administradores e a consequência desses conflitos para a determinação da estrutura de capital. Segundo Moraes (2005, p. 21), a corrente de pensamento que abordava os Custos de Agência teve início em 1976, pelo artigo

publicado por Jensen & Meckling no *Journal of Financial Economics* com o nome de: *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*.

Como explica Moraes (2005, p. 21), a Teoria de Custo de Agência se baseia na relação de agência. A relação de agência se dá quando um indivíduo, denominado **principal**, atribui a outro, denominado **agente**, autoridade para tomada de decisão. Espera-se que o agente tome decisões que busquem atender aos interesses do principal. A relação de agência deve ajudar a aumentar a riqueza do principal, uma vez que o agente irá adicionar seus recursos pessoais para ajudar o principal a atingir mais facilmente seus objetivos.

Como explica Kayo e Famá (1997, p.2), a suposição de que o agente sempre irá agir em benefício do principal pode ser considerada simplista por não considerar alguns possíveis vieses de comportamento do agente. Jensen & Meckling (1976) desenvolveram seu trabalho focando que é praticamente impossível, assegurar que o agente tome sempre decisões ótimas para o principal, uma vez que o agente também possui interesses pessoais no trabalho. Isso gera um conflito de interesses entre o principal e o agente.

O primeiro conflito de interesse apontado por Kayo e Famá (1997, p.3) diz respeito ao conflito de interesses entre acionistas e administradores. Como explica Barros (2005, p. 24-26) o conflito de interesse entre os acionistas (principal) e os administradores (agente) existe, pois existem objetivos diferentes entre os acionistas e administradores dentro da organização. Esses objetivos diferentes decorrem ao fato do agente também buscar aumento de sua riqueza e qualidade de vida pessoal com o trabalho.

Decisões tomadas pelos administradores na empresa que busquem alcançar seus objetivos pessoais podem ser, muitas vezes, conflitantes com os objetivos dos acionistas. Como explica Kayo e Famá (1997, p. 3), essa divergência de objetivos ocorre principalmente, pois a maior parte do lucro, proveniente do trabalho do administrador, vai para os acionistas e não para o administrador.

Segundo Barros (2005, p. 24-26), os objetivos tendem a ficar mais conflitantes, quando o administrador não é remunerado com base na lucratividade da organização. Barros (2005, p. 24) segue falando que na visão de Meckling (1976), como a remuneração do administrador é limitada ao seu salário, o administrador tende a buscar outras formas para aumentar sua riqueza pessoal.

Esse aumento da riqueza pessoal pode ocorrer com o consumo de mordomias como motoristas, jatinhos, carros importados e outras regalias pagas com o dinheiro dos acionistas.

Como explica Kayo e Famá (1997, p. 3), o conflito de interesses entre administradores e acionistas leva a empresa a um novo cenário, sendo esse diferente daquele cenário que seria obtido se a administração só tivesse tomado decisões ótimas ao acionista. A diferença do que seria a empresa se o administrador só tivesse decisões ótimas para o acionista e a real situação é denominada como “perda residual” (Jensen e Meckling, 1976, p.308 apud Barros, 2005). Para diminuir a perda residual, os acionistas podem estabelecer ou aumentar os meios de controle ou ainda distribuir incentivos ao administrador para que seus objetivos fiquem mais próximo aos objetivos do acionista. O administrador ainda pode criar métodos de controle de seu trabalho para demonstrar que suas ações estão sendo direcionadas aos interesses dos acionistas. Segundo Kayo e Famá (1997, p. 4), a soma da perda residual, com os gastos com controle, incentivos ao administrador é conhecida como custo de agência de capital próprio.

A Teoria de Custo de Agência, segundo Kayo e Famá (1997, p. 3), relaciona que o gasto com mordomias por parte dos administradores é diretamente proporcional as disponibilidades em caixa livre da empresa, uma vez que a teoria considera que os administradores ficam mais inclinados a realizar gastos supérfluos quando estiverem administrando uma empresa com recursos livres. “Quanto maior o fluxo de caixa livre disponíveis, mais discricionário é o comportamento do administrador.” (Kayo e Famá, 1997, p. 3). A Teoria de Custo de Agência, segundo Kayo e Famá (1997, p. 3) defende assim, a maior utilização de capital de terceiros para reduzir os Custos de Agência de capital próprio, visto que como o capital de terceiros geralmente é remunerado de maneira pré-fixada, ele exigirá remuneração periódica diminuindo o caixa disponível. Essa estratégia só realmente irá gerar conseqüências se realmente a utilização de capital de terceiros diminuir as disponibilidades de caixa. **Hipótese 1 - espera-se assim que as empresas com maior participação de capital de terceiros tenham menor parcela de investimentos alocados em disponibilidades.**

Outra estratégia que pode ser tomada pelos acionistas é distribuir prêmios aos administradores com base ao lucro ou meta atingida da empresa, essa

estratégia, conforme matéria da revista *Infomoney* (2008), é amplamente utilizada nos Estados Unidos. No Brasil cada vez mais empresas começam a utilizar essa tática. Contudo a remuneração dos administradores, principalmente da alta administração, vinculada a resultados ainda não é muito transparente, sendo de difícil comprovação.

A utilização de capital de terceiros segundo Kayo e Famá (1997, p. 3) pode levar a empresa a outro tipo de custo de agência, o chamado de “custo de agência das dívidas”. O custo de agência das dívidas está embutido nos juros cobrados pelos credores para financiar as empresa. Esse custo de agência decorre do que Jaffe (2002, p. 347-349) define como “estratégias egoísticas” que podem ser tomada pelos acionistas contra os credores. Como explica Kayo e Famá (1997, p. 3) nas estratégias egoísticas “os acionistas transferem riqueza para si em detrimento dos credores”. Jaffe (2002, p. 347-349) divide em três, as estratégias egoísticas:

- Estratégia egoística número 1: uma empresa com elevado índice de participação de capital de terceiros é incentivada a optar sempre por projetos com elevado potencial de lucro, mesmo que o risco desses projetos seja mais elevado. De acordo com Jensen e Meckling (1976, p. 334), se o projeto for bem sucedido os acionistas ficam com a maior parte do lucro uma vez que a remuneração junto a terceiros é pré-fixada, não variando de acordo com a lucratividade da empresa. Caso o projeto leve a empresa a falência os credores assumem a maior parte dos riscos, pois a maior parte do capital já era proveniente dos próprios credores.

**Hipótese 2 - segundo essa estratégia espera-se que empresas com maior participação de capital de terceiros tenham um maior retorno (lucro) tanto em relação ao patrimônio líquido (capital próprio investido), quanto sobre o investimento total (Ativo total).**

- Estratégia egoística número 2: em empresas com elevado nível de participação de capital de terceiros, os acionistas podem deixar de investir capital, mesmo que sejam apresentados bons projetos de investimento. Isso decorre ao fato de que os pagamentos com juros a credores são, normalmente, pré-fixados. Assim em empresas com elevado índice de capital de terceiros um volume considerável de recursos provenientes dos lucros da atividade será automaticamente direcionado ao pagamento de dívidas. Os acionistas são remunerados com base no lucro restante.

- Estratégia egoística número 3: em uma empresa com grande potencial de falência e com elevada participação de capital de terceiros pode-se adotar a estratégia de realizar distribuição de lucros de forma exagerada como forma de diminuir o ativo a ser repartido ou renegociado com os credores.

Como forma de reduzir o risco de que a empresa adote alguma(s) estratégia(s) egoística(s), Moraes (2005, p. 22-23) coloca que os credores geralmente avaliam as empresas com base em vários critérios. Dentre essas critérios estão: a reputação da empresa no mercado, a média de crescimento que a empresa tem apresentado em vários anos, a lucratividade, o tamanho de seu patrimônio, o quanto a empresa possui no seu imobilizado. Essa análise busca avaliar o verdadeiro risco em financiar determinada empresa. A partir dessa análise de risco o credor irá determinar qual será a sua remuneração exigida para financiar a empresa.

A avaliação de risco é muito importante para credores quando esses financiam empresas. É impossível que os credores consigam evitar que as empresas realizem alguma das estratégias egoísticas, isso decorre, principalmente, ao fato que os acionistas e credores geralmente não possuem as mesmas informações sobre o que ocorre na empresa. Acionistas podem adotar alguma das estratégias egoística sem que os credores tomem conhecimento, ou ainda podem adotar alguma das estratégias depois que o financiamento foi concedido. Como o empréstimo normalmente é pré-fixado é bastante complicado que os credores consigam mudar as decisões da empresa.

Como explica Moraes (2005, p. 23 e 24) a avaliação de risco terá influência direta nos juros que serão cobrados no financiamento junto ao capital de terceiros. Assim essa análise terá influência direta na política de capital a ser escolhida. Empresas com boa reputação e mais bem avaliadas conseguirão se financiar a taxas menores e tenderão a ter uma maior participação de capital de terceiros. Pinto (2005, p. 2) relata que um fator importante na análise de risco é o tamanho da empresa, empresas maiores, geralmente tendem a ter uma avaliação melhor de credores. Isso ocorre por vários motivos como: menor possibilidade de falência caso um novo investimento não dê certo, mais fácil acesso a fontes de financiamento, dentre vários outros apontados por Pinto. **Hipótese 3 – Espera-se que empresas maiores tenham maior participação de capital de terceiros.**

Essa reputação não é fácil de ser obtida e por isso como fala Moraes (2005, p. 24) pela Teoria de Agência, empresas bem avaliadas não irão querer correr riscos desnecessário e perder essa boa avaliação, assim essas empresas tenderão a optar por investimentos mais conservadores.

Como explica Moraes (2005, p. 24) empresas, não tão bem avaliadas, terão um custo maior para se financiar junto a terceiros. Assim somente investimentos com maior potencial de lucro poderão se mostrar atraentes para essas empresas, já que os custos de capital serão maiores. As empresas com pior avaliação tendem, com isso, a correr maiores riscos em seus projetos de investimento. Com a escolha de investimentos mais arriscados, aumenta também o risco dessas empresas para os acionistas, diminuindo o índice de preço de mercado por ação sobre lucro contábil por ação. **Hipótese 4 – Espera-se que empresas maiores tenham um maior índice preço por lucro contábil por ação.**

O índice preço de mercado por lucro contábil por ação é por si importante indicador para avaliação de risco da empresa, pois ele “mensura quanto os investidores estão dispostos a pagar por unidade de lucro divulgado” (Santos, 2008 p. 28). Esse índice elevado sugere “que os investidores estão considerando a empresa menos arriscada e, por isso, estão projetando perspectivas favoráveis sobre a capacidade de geração de fluxos de caixa futuros.” (Santos, 2008, p. 29). Assim, quanto maior for o índice preço de mercado por lucro contábil por ação menor deve ser o risco da empresa e com isso, menor deverá ser o retorno mínimo exigido pelos credores e maior deve ser a participação de capital de terceiros. **Hipótese 5 – Quanto maior for o índice preço de mercado por lucro contábil por ação, maior deve ser a participação de capital de terceiros.**

A Teoria de Custo de Agência nos apresenta possíveis determinantes (hipóteses), mas até que ponto essas hipóteses levantadas são aplicáveis a empresas brasileiras listadas na Bovespa?

## **1.2 Objetivos**

### **1.2.1 Objetivo Geral**

Esse trabalho busca verificar alguns determinantes da Teoria de Agência e verificar se esses determinantes podem ser aplicados nas empresas brasileiras. A possibilidade de aplicação dessas hipóteses abre a possibilidade para que a Teoria de Custo de Agência seja aplicável a empresas brasileiras não financeiras listadas na Bovespa.

### **1.2.2 Objetivos específicos**

- Levantar a evolução do conhecimento sobre a teoria de estrutura de capital, destacando as principais teorias, até chegar à Teoria de Custo de Agência;
- Testar se as hipóteses levantadas se aplicam a empresas brasileiras listadas na Bovespa;
- Caso as hipóteses se mostrem aplicáveis, destacar que benefícios a utilização dessa teoria poderia trazer na análise de empresas brasileiras listadas na Bovespa.

### **1.2.3 Resumo das hipóteses levantadas:**

- 1 - Quanto maior for a participação de capital de terceiro, menores serão as disponibilidades da empresa.
- 2 – Quanto maior for a participação de capital de terceiros, maior será o retorno tanto sobre o capital próprio, quanto sobre o investimento total.
- 3 – Empresas maiores terão maior participação de capital de terceiros
- 4 – Empresas menores terão menor relação preço de mercado por ação/lucro contábil por ação
- 5 – Quanto maior for o índice preço de mercado por lucro contábil por ação, maior deve ser a participação de capital de terceiros.

### **1.2.4 Restrições da pesquisa**

Quando se faz alguma análise sobre determinado grupo de empresas recomenda-se que seja feita uma análise em anos subsequentes, entretanto pela falta de recurso foram coletados os dados informados apenas no final do ano de

2008. O ambiente econômico presente ao final de 2008 estava marcado pela instabilidade econômica o que poderia interferir negativamente para a pesquisa. Contudo como todas as hipóteses levantadas faziam comparações entre empresas, esperava-se que todas as empresas da amostra teriam sofrido com a crise e assim a mostra não perderiam a capacidade de comparação.

Outro fato relevante é que existem outras variáveis, além do tamanho e do índice lucro por ação sobre o valor contábil por ação, que também interferem na avaliação da empresa. Novamente pela falta de recursos será avaliada apenas essas duas variáveis para avaliar e auferir risco a empresa.

## **2. ESTRUTURA DE CAPITAL**

A teoria sobre Estrutura de Capital foi bastante influenciada pela teoria econômica, por isso o trabalho discorre inicialmente sobre a Visão Clássica e a Visão Neoclássica.

A Visão Clássica, segundo Lameira (2001, p. 198), se iniciou por volta de 1870, quando os economistas começavam a se preocupar com a alocação dos recursos escassos entre todas as alternativas existentes. A grande idéia existente era que o indivíduo buscava alocar os recursos de modo que esse maximizasse sua satisfação pessoal ou o sua utilidade.

Segundo Lameira (2001, p. 19), o fim da época clássica ocorreu por volta de 1929 com a chegada da Grande Depressão e o fim da Primeira Grande Guerra. Nessa época de grande turbulência as empresas pediam uma explicação para o que estava ocorrendo. Foi assim que os economistas perceberam que a ciência econômica da época, estava ultrapassada, pois não estava mais fornecendo dados suficientes para analisar a economia e ajudar a solucionar a grave crise.

Com o fim do que é conhecido como Visão Clássica, tem se iniciado a Visão Neoclássica que se dá, conforme Fernandez (2008), a partir de 1929. Na visão clássica a economia para de se preocupar apenas com a alocação dos recursos e começa a ver a empresa interagindo com o ambiente no qual ela estava inserida. Um dos maiores enfoques dos estudos desse período passa a ser os problemas enfrentados pelas grandes empresas. Keynes foi um dos representantes mais importantes dessa época. Destaca-se também nessa época a utilização da matemática no estudo da ciência econômica.

### **2.1 Estrutura de capital da empresa na visão clássica**

Os primeiros estudos sobre empresas começaram, segundo Lameira (2001, p. 20), no início do século XX. Os estudos sistematizados, que observam a empresa interagindo com o ambiente, sobre finanças empresariais se iniciaram, porém, somente no período neoclássico.

Lameira (2001, p. 20) diz que na Visão Clássica de Finanças de Empresas, a partir de agora descrita apenas como Visão Clássica, a empresa era vista como sendo um simples diagrama de fluxos financeiros, onde a forma de captação dos recursos não terá influência o retorno dos investimentos. Segundo a teoria existente, o trabalho dos gestores deveria ser a análise dos fluxos financeiros de cada projeto proposto e a escolha para realizar os mais rentáveis.

Como explica Lameira (2001, p. 20-24) no início da Visão Clássica a premissa básica era a de que não existia nenhuma divergência de interesses entre os acionistas e os administradores. Nessa época, reconheciam que conflitos poderiam existir, mas caso eles ocorressem, poderiam ser resolvidos facilmente por meio de contratos onde seriam oferecidos incentivos aos administradores sobre os objetivos alcançados. Para que esses contratos funcionassem, os acionistas deveriam direcionar o tipo de financiamento que os administradores deveriam optar, colocando limites para os níveis de participação de capital de terceiros na empresa, dessa maneira tanto os acionistas como os administradores sempre teriam os mesmos objetivos.

Para Lameira (2001, p. 22), é na Visão Clássica que começou a ser construída uma base conceitual para o entendimento da origem das empresas e o papel do administrador como gestor da empresa. O administrador era o responsável por selecionar os projetos que a empresa deveria optar e também pela gestão desses projetos, ou seja, ele deveria decidir quando a empresa deveria crescer ou parar. Era sua responsabilidade também convencer os acionistas de que sua decisão era a mais acertada. Essas questões são importantes para a teoria de estrutura de capital, uma vez que, a decisão do tipo de financiamento a ser utilizado, nada mais era do que a resposta para a necessidade de financiamento da empresa para a realização dos projetos.

Para Lameira (2001, p. 22), as análises dos projetos serviram como base para a evolução de pesquisa sobre o comportamento dos agentes econômicos, assim como, para a evolução contratual e muitos outros temas ligados à forma de se compor uma estrutura de capital.

O poder dos gestores sobre os projetos que deveriam ser seguidos acabou por direcionar mais um importante papel ao seu trabalho, que era o de gerenciar riscos. Nesse gerenciamento de riscos, o administrador tinha que organizar a

produção e compor a organização da maneira mais eficiente possível, de modo que fosse criado um ambiente colaborativo onde todos se ajudassem, objetivando o alcance de determinadas metas.

Quando são aceitos esses poderes dos administradores, os conflitos entre os administradores e acionistas começam a aparecer, pois surgem discussões como o grau de alavancagem financeira ideal, ou ainda discussões entre os próprios acionistas sobre o rumo que a organização deverá tomar.

Segundo Lameira (2001, p. 27-29), o ano de 1907 teve grande importância para a construção da teoria de capital, pois foi nesse ano que foi divulgada o Teorema de Separação de Fisher que viria a servir de base para outras teorias sobre estrutura de capital. Fisher elaborou o seu Teorema com a premissa da existência de um mercado de financiamento e captação perfeita onde as taxas de juros, tanto para empréstimo quanto para o investimento fossem a mesma. Segundo Lameira (2001, p. 29) o teorema de Fischer dizia que “em um mercado perfeito, a decisão do investidor quanto a investir depende somente do fluxo de caixa do investimento e das taxas de retorno, não dependendo da preferência pessoal dele quanto ao momento mais apropriado para si, de consumir”

Segundo Lameira (2001, p. 29), por esse Teorema o acionista consegue separar a decisão de “onde” investir da decisão de “quando” investir. A decisão de onde investir vem pela análise dos fluxos de caixa projetados do investimento. O quando investir diz respeito também aos fluxos projetados assim como às preferências pessoais.

No Teorema de Fisher, o investidor individual perde sua importância no contexto de financiamento, visto que a empresa pode vir a contrair empréstimos de capital de terceiros no mercado a mesma taxa. Embora o Teorema de Fisher mostre pouca aplicação na prática, visto que leva em conta a necessidade de um mercado perfeito, o Teorema de Fisher teve grande importância na evolução do conhecimento da estrutura de capital, uma vez que ele foi base para o trabalho de M&M como será visto a seguir, trabalho esse que é considerado o divisor de águas da teoria relacionada.

## 2.2 Estrutura de capital da empresa visão neoclássica

Segundo Lameira (2001, p. 30), depois da Grande depressão de 1929, que atingiu principalmente os Estados Unidos, a teoria econômica começou a ter um maior direcionamento de esforços para as empresas. Vários pesquisadores começaram a discutir inúmeras questões das empresas a fim de se tentar encontrar respostas para a crise ocorrida e como se poderiam evitar novas crises. Dentre essas questões estavam o valor da empresa e como esse valor era influenciado pela forma como a empresa captava recursos. Dentre os estudiosos que pesquisaram sobre esse tema Modigliani e Miller, de agora em diante identificados como M&M, obtiveram significativo destaque.

M&M, conforme relata Houston e Brigham, (1999), publicaram em 1958, o que foi chamado de “artigo de finanças mais importante já escrito” (Brigham e Houston, 1999, p. 474). Segundo M&M a empresa teria sempre duas opções para financiar suas atividades. Essas opções seriam tomar emprestado junto a terceiros ou tomar emprestado junto aos sócios.

M&M elaboraram seu primeiro Teorema, também considerando, assim como Fischer, a existência de um Mercado Perfeito:

“Se o montante a ser gerado de retorno, e a ser distribuído, não é afetado pelas decisões de financiamento, e se os investidores podem se endividar nas mesmas condições que uma empresa, desde que esta decida “empenhar” (dar em garantia de pagamento) suas ações, então as decisões referente à estrutura financeira não alteram o valor da empresa.” (Lameira, p. 33)

Lameira (2001, p. 33) fala que a idéia central dessa premissa é que as empresas têm a capacidade de anular as decisões da empresa quanto à fonte de financiamento, uma vez que em um mercado perfeito todas as fontes de financiamento cobrariam a mesma taxa de retorno. Assim, por exemplo, no caso de pagamento de dividendos a fonte para esse pagamento poderia vir da emissão de novas ações, ou de um financiamento junto a terceiros. Ou se caso uma empresa decidisse amortizar a dívida junto a terceiros, o recurso também poderia vir da

emissão de novas ações, ou ainda da obtenção de novos financiamentos junto a terceiros.

Barros (2005, p. 37) explica que M&M entendiam que a proporção de empréstimos realizado junto a terceiros (capital de terceiros) em relação ao capital dos acionistas (capital próprio) é irrelevante para determinar o valor de mercado da empresa, logo que na existência de um Mercado perfeito, o custo de capital médio da empresa não iria se alterar.

Conforme Barros (2005, p. 38), utilizando essa premissa os M&M chegaram à seguinte fórmula para determinar o valor da empresa:

$$\text{Valor da empresa} = \frac{\text{Lucro esperado antes do pagamento de juros}}{\text{Taxa exigida de retorno}}$$

A partir desse raciocínio do primeiro Teorema surgiu a base para o segundo Teorema M&M:

“Supondo que o total de retorno a se distribuído pela empresa não é afetado pelas decisões financeiras desta empresa, e que os investidores podem comprar ou vender as ações, nos termos que a empresa pode negociar no mercado, então a decisão sobre pagar ou não pagar dividendos não afeta o valor da empresa.” Lameira (2001, p. 34)

Segundo Lameira (2001, p. 34) a idéia central desse Teorema é que a empresa é incapaz de modificar seu valor de mercado apenas com a decisão de pagar ou não dividendo. A única maneira de a empresa aumentar ou diminuir seu valor é pelo aumento ou diminuição da projeção de seus lucros futuros.

Como fala Barros (2005, p. 39), M&M implícita ou explicitamente utilizam de diversos pressupostos para formular seus Teoremas, uns menos e outros mais restritivos que os outros. Dentre eles:

- não existe custo de falência;
- todas as empresas têm a mesma classe de risco;
- todos os indivíduos têm o mesmo conhecimento, tanto dentro quando fora da organização;
- não existe divergência entre os objetivos dos sócios e dos administradores;

- não há impostos sobre lucro;
- indivíduos podem emprestar e tomar emprestado à mesma taxa de juros disponível para as empresas.

Vários desses pressupostos são pouco aplicáveis na prática, mas a corrente existente aceitava os Teoremas de M&M, dizendo que, mesmo que fossem considerar outras variáveis, o resultado prático não seria muito diferente do que o proposto por M&M.

Barros (2005, p. 40) aponta que umas das falhas mais graves dos Teoremas de M&M é a presunção da ausência de impostos incidindo sobre os lucros da corporação. Como explica Houston e Brigham (1999, 474) “a legislação tributária permite às empresas deduzir pagamentos de juros como despesa, mas os pagamentos de dividendos aos acionais não são dedutíveis.” Gitman (2004, p. 448) fala que “a possibilidade de dedução dos juros significa que o custo do capital de terceiros para a empresa é subsidiado pelo governo”. Com a inclusão dessa variável, o valor da empresa alavancada poderia ser calculado como valor de uma empresa não alavancada somado ao valor do benefício fiscal.

Na verdade a legislação brasileira aceita que as empresas remunerem o capital próprio através de juros sobre capital próprio, mas para que seja mantida uma linha de raciocínio sobre a teoria de estrutura de capital, essa possibilidade será abordada mais para frente no trabalho.

Depois de debate no meio acadêmico, M&M se convenceram que esse, realmente, era um fator muito importante que eles não haviam considerado. M&M assim, em 1963, publicaram um artigo de continuação, no qual deixaram de lado o pressuposto de que não há imposto sobre as empresas.

M&M consideram que o valor da empresa financiada com capital de terceiros deve ser maior exatamente ao montante economizado pelo benefício fiscal, com essa nova informação como explica Barros (2005, p. 41-43) na visão de M&M “um aumento da alavancagem levará a uma diminuição do custo médio”, isso ocorria desde que todas as outras variáveis continuassem constantes.

Em uma primeira análise, na visão de M&M, que a alavancagem deveria diminuir o custo médio da empresa, desde que essa alavancagem nunca comprometesse a capacidade da empresa de pagar os compromissos assumidos. Esse ponto de vista segundo Barros (2005, p. 41-43) é conhecido como ponto de

vista “tradicionalista” e nessa visão podia-se entender que ao maximizar o valor da empresa, a empresa deveria ser financiada inteiramente com capital de terceiros.

Segundo Barros (2005, p. 41) opondo-se a essa análise, M&M segue em seu trabalho ressaltando que “qualquer aumento da alavancagem financeira por meio de um maior endividamento traduz-se num risco maior para o acionista da empresa”. Uma empresa com elevado grau de financiamento por capital de terceiros se torna muito dependente de seus lucros, pois o fato do capital de terceiros possuir data de vencimento faz com que a empresa necessite remunerar esse capital mesmo se ela tiver prejuízo, cenário esse não ocorrido com o endividamento por meio do capital próprio, com isso uma empresa com elevada participação de capital de terceiros possui um risco maior. Dessa maneira não é possível considerar que as outras variáveis não se modifiquem. Esse risco maior irá se traduzir em uma maior exigência de retorno por parte dos acionistas, ou seja, aumento do capital próprio.

Então, uma maior alavancagem por si só poderia reduzir o valor do custo de capital da empresa, em contrapartida uma maior alavancagem aumenta o risco do negócio então os sócios exigiriam um maior retorno, na visão de M&M esse aumento do risco é gradual ao nível de endividamento. M&M reconhecem assim o benefício de se utilizar o capital de terceiros, mas esses autores defendem que esse benefício não é tão significativo.

### **2.3 Principais correntes teóricas segundo Harris e Raviv .**

Segundo Solomon (1977, apud Barros, 2005) “até a publicação por Arthur S. Dewing, em 1920, do livro *The financial policy of corporation*, os estudiosos se interessavam pelas instituições e seus agrupamentos e não pela empresa como agente econômico individual.”

Até esse momento a teoria sobre estrutura de capital focava seus estudos visualizando a empresa de fora para dentro, ao invés de dentro para fora. A partir de 1920, o enfoque começa se voltar para dentro da empresa. Começou a ser estudado o relacionamento da empresa com o ambiente, surgiram nessa época os conflitos decorrentes do relacionamento da empresa com funcionários, acionistas e com o meio em que ela estava inserida.

O estudo do relacionamento mais amplo da empresa com vários agentes fez com que se adicionassem mais variáveis ao estudo da teoria de estrutura de capital. Como explica Barros (2005, p. 23), pela impossibilidade de se analisar todas as variáveis juntas, tanto as variáveis comportamentais e não comportamentais que influenciavam na decisão da política de estrutura de capital foi criada uma vasta literatura sobre o tema. Essa literatura era caracterizada pela multiplicidade de abordagens, sendo difícil de obter um consenso sobre o assunto.

Como relata Moraes (2005, p. 20) em 1991, Harris e Raviv publicam um artigo muito importante para a teoria de estrutura de capital. Nesse artigo Harris e Raviv apresentaram um levantamento das principais correntes teóricas surgidas sobre a estrutura de capital propiciando um panorama sobre toda teoria até aquele momento. Em seu artigo os autores relacionaram os trabalhos sobre estrutura de capital em quatro principais correntes:

- Teoria da Sinalização: teoria inspirada no conceito de assimetria de informação entre os agentes econômicos, que teve como pioneiro Ross (1977);
- Teoria de Insumo/mercado: aborda a escolha da estrutura de capital como parte de sua estratégia mercadológica, início por volta da década de 80;
- Teoria do Controle Corporativo: envolvendo as implicações sobre a estrutura de capital dos direitos de voto e da possibilidade takeover hostil. Sem início definido, mas Stulz (1988) e Harris & Raviv (1988) são os principais autores.
- Custos de Agência: estudo sobre os conflitos entre gestores e acionistas e o conflito entre acionistas e os credores, pioneiro Jensen & Meckling (1976);

### **2.3.1 Teoria dos Custos de Falência**

Várias visões alternativas a M&M se atentaram à existência de Custos de Falência, M&M não consideravam essa variável. “Na prática a falência pode ter um custo bastante alto” (Houston e Brigham, 2004 p.475). Esses custos são separados por Barros (2005, p. 44-45) em custos diretos e indiretos. São ditos diretos, quando os custos vinculam-se diretamente ao processo legal envolvido na reestruturação da empresa, entre esses custos estão custos com advogados, contadores, peritos. Barros (2005, p. 44-45) diz que esses custos não são muito significativos para

empresas de grande porte, entretanto tem um peso considerável para pequenas empresas.

Barros (2005, p. 44) fala que os custos indiretos são “mais difíceis de definir e estimar” (Barros, p. 44). Esses custos incluem a perda da credibilidade na empresa como, por exemplo, dificuldade de contrair empréstimos junto a terceiros, ou dificuldade para encontrar acionistas que invistam na empresa, piora nas condições de negociação com fornecedores, saída de funcionários fundamentais para empresas mais estabilizadas.

Como explicam Brigham e Houston (1999, p.475) somente a “ameaça de falência, e não apenas a própria falência, pode fazer surgir esse problemas”. “É provável que, quanto mais dívidas uma empresa incluir em sua estrutura de capital, mais problemas relacionados com falência venham à tona.” (Brigham e Houston, 1999 p.476). “Isso ocorrerá porque um maior endividamento aumenta a probabilidade de falência e, portanto, seus custos esperados”. (Barros, p. 45).

A Teoria de Custo de Falência propõe que quanto mais a empresa se endivida juntamente a terceiros, mais irão surgindo situações típicas de empresas em situação de falência. Os custos indiretos são mais facilmente observáveis, por exemplo: conforme a empresa vai se financiando com bancos, mais difícil será para essa empresa conseguir novos financiamentos a taxas reduzidas, assim como, a medida que a empresa vai se endividando juntamente a fornecedores, mais difícil será uma boa negociação na compra de novos produtos pois irá aumentar o risco de a empresa não conseguir quitar seus compromissos. Pode-se entender então que o risco de falência desempenha um papel de freio à elevação da participação de capital de terceiros, visto que uma utilização excessiva desse capital aumenta os custos relativos à falência.

### **2.3.1.1 Lei 11.101/2005 – Lei de Falência e de Recuperação de Empresas**

Quando se fala sobre a Teoria de Custo de Falência é importante citar:

“A Lei nº 11.101/2005, apelidada de “Nova Lei de Falências”, trouxe importantes modificações no sistema falimentar brasileiro, tornando-o mais flexível e menos burocrático. A principal bandeira da nova legislação institui a “Recuperação Judicial”. Antigamente focava-se a falência; hoje foca-se a recuperação.” (Nunes, Oliveira e Tsukahara, 2009, p. 1)

Essa lei ganhou o apelido - Lei de Recuperação das Empresas, porque o foco da lei é a recuperação das empresas em crise e não apenas a quitação dos débitos dos credores da empresa.

Merece destaque assim o conceito de recuperação judicial. A Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005 – Lei de Falências –, define a recuperação judicial nos seguintes termos:

Art. 47. A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica. (BRASIL, 2005, art. 47).

A Lei nº 11.101/2005 estabelece vários meios de recuperação judicial entre eles:

“concessão de prazos e condições especiais para pagamento das obrigações vencidas ou vincendas, alterações do controle societário, (...) substituição total ou parcial dos administradores do devedor ou modificação dos seus órgãos administrativos; concessão aos credores de direito a eleição em separado de administradores e de poder de veto, (...) redução salarial”, entre outros. (Nunes, Oliveira e Tsukahara, 2009, p. 1)

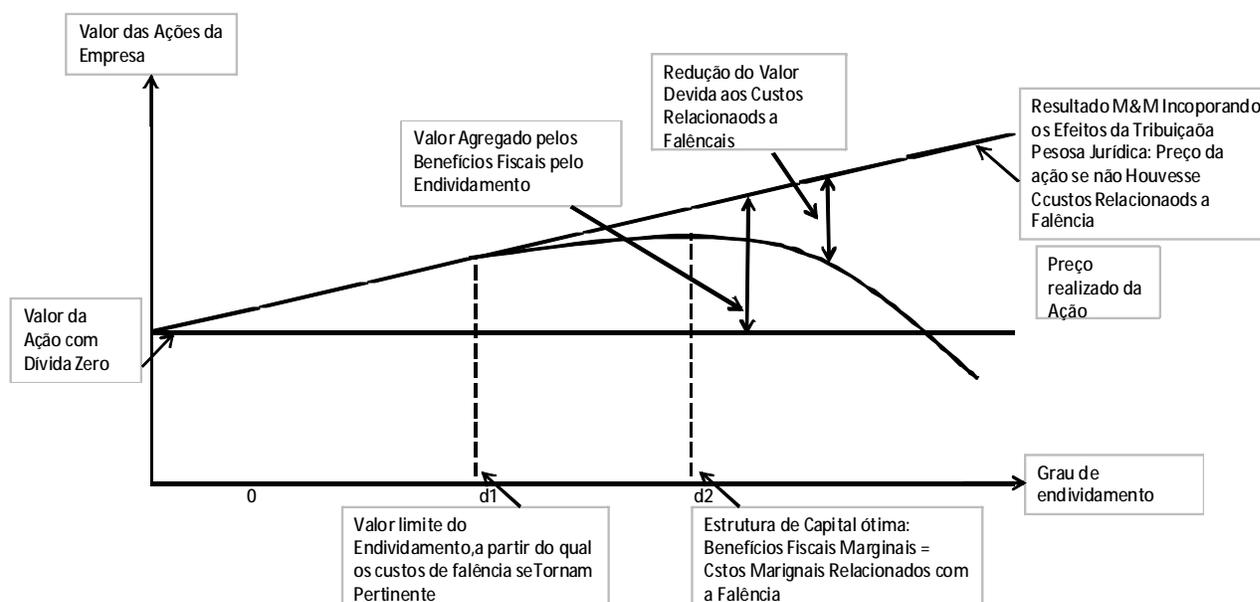
Segundo a referida Lei, durante o processo de recuperação judicial o juiz poderá determinar uma série de ações como a constituição do comitê de credores, nomeação do administrador judicial e a suspensão de todas as ações ou execuções contra o devedor.

A Lei de Falência e de Recuperação de Empresas diminui o risco de falência das empresas, mas não derruba os cenários propostos pela Teoria dos Custos de Falência. A Teoria de Custo de Falência propõe que quanto mais a empresa aumente sua participação de capital de terceiros, mas irão surgir situações típicas de empresas em situação de falência. Essas situações típicas podem até ser amenizadas com a Lei 11.101/05, entretanto, elas não devem desaparecer, por exemplo: certamente empresas em processo de recuperação judicial e terá menor poder de barganha junto a fornecedores, terá maior dificuldade para contrair novos empréstimos a juros baixos.

### 2.3.1.2 Teoria do Trade-Off

A Teoria dos Custos de Falência levou ao desenvolvimento do que se conhece como Teoria do Trade-Off, que segundo Brigham e Houston (1999 p. 476) é a teoria “pela qual as empresas avaliam os benefícios do financiamento via dívidas (tratamento tributário favorável para pessoa jurídica) em relação às taxas de juros mais altas e Custos de Falência.” Segue abaixo um gráfico feito por Brigham e Houston, nesse gráfico esses autores conseguem resumir a Teoria do Trade-Off.

Gráfico 1 – Efeito da Alavancagem sobre o Valor das ações da Empresa B



Fonte: Houston e Brigham, 1999, p.476

Seguem algumas considerações propostas por Houston e Brigham (1999, p. 476 . 477) sobre o gráfico:

- Como os juros da dívida com capital de terceiros são dedutíveis, torna a dívida, junto a terceiros, mais barata, do que a dívida junto a sócios. Gitman (2004, p. 448) diz que isso é devido, pois parte do custo é “subsidiado pelo governo”. Assim a utilização do capital de terceiros faz com que “uma parcela maior do lucro operacional da empresa (LAJIR) seja canalizada para os investidores, de modo que, quanto maior for o volume de dívidas utilizado pela empresa, maior será o valor dela e o preço de suas ações.” (Brigham e Houston, 1999 p.477). Com isso se não

levarmos em consideração as outras variáveis pode-se dizer que o valor da empresa será máximo se for utilizado 100% de capital de terceiros para o financiamento.

- Como explica (Brigham e Houston, 1999 p. 477) “as empresas raramente usam endividamento de 100 por cento (...) as empresas limitam sua utilização de dívidas a fim de manter baixos os custos relacionados à falência.”

- Como se pode observar no gráfico em d1, como explica Houston e Brigham (1999, p. 477), o risco de falência é tão baixo que é considerado irrelevante. A partir de D1 esse risco começa a se tornar cada vez mais importante e reduzir o benefício fiscal. Entre D1 e D2 o custo relacionado à falência reduz, mas não eliminam totalmente o benefício fiscal de maneira que o valor da ação sobe. A partir de D2 o risco de falência excede o benefício fiscal, sendo assim a partir desse limite se a proporção de capital de terceiro aumentar em comparação ao do capital próprio, o valor da ação tende a cair.

Entretanto, é muito difícil colocar essa teoria na prática devido à dificuldade em identificar os pontos D1 e D2. Dessa forma, esse gráfico pode ser visto como uma aproximação da realidade, pois a sua aplicação na prática é bastante complicada até porque os pontos D1 e D2 não são fixos e variam no dia a dia. Outro aspecto importante observado por Houston e Brigham é que empresas importantes como Microsoft e Apple utilizam um grau de endividamento bem menor do que a teoria sugere. Essa constatação levou ao desenvolvimento da Teoria da Sinalização.

### ***2.3.1.3 Teoria do Trade-Off no Brasil***

O benefício na utilização de capital de terceiro proposto pela Teoria do Trade-Off é diretamente relacionada aos incentivos fiscais. No caso do Brasil é importante ressaltar a Lei nº 9.249 de 1995. Essa lei provocou mudanças no método de remuneração do acionista instituindo a remuneração também por meio de juros sobre capital próprio (não foi excluída a remuneração pela distribuição de dividendos). Os juros de capital próprio, assim como os juros de capital de terceiros, são contabilizados na conta grupo Despesas Financeiras, em razão disso também é dedutível para cálculo do IRPJ e CSLL.

No entanto a Lei nº 9.249/95 impôs um limitador ao pagamento de juros sobre capital próprio. O pagamento de juros sobre capital próprio não pode ser mais

do que a remuneração conferida pela TJLP incidente sobre o patrimônio líquido da empresa, conforme Art. 9º. E também ou o pagamento dos juros a retenção do imposto de 15% na fonte conforme § 2º do Art. 9º.

A Lei nº 9.430/96 impôs outra limitação, condicionando o pagamento de juros sobre capital próprio a existência de lucro na empresa, computados antes da dedução dos juros, ou de lucros acumulados e reservas de lucros.

Diante desse novo cenário, a Teoria do Trade-Off não perde seu poder de aplicação no mercado brasileiro, uma vez que os juros pagos junto a terceiros são totalmente dedutíveis e o pagamento de juros sobre capital próprio possui alguns limitadores. Contudo é inegável que o seu cálculo deverá sofrer algumas modificações diminuindo a vantagem fiscal na utilização do financiamento junto a terceiros. Esses cálculos em função dos limitadores provavelmente irão diferir de empresa para empresa

#### **2.3.1.4 Teoria da Sinalização**

Uma das premissas consideradas por M&M era que tanto os administradores quanto os investidores têm as mesmas informações do que acontece na empresa e suas perspectivas. Brigham e Houston (1999, p. 477) dizem que isso é conhecido como **Informação Simétrica**. Brigham e Houston (1999, p. 477) seguem dizendo que normalmente isso não acontece e que os administradores têm informações melhores do que os investidores. Isto é chamado de **Informação Assimétrica** e tem um importante efeito sobre a estrutura de capital ótima.

Expõem-se agora duas situações de Informações Assimétricas, uma em que os administradores têm conhecimento de perspectivas extremamente favoráveis para a empresa e outra em que os administradores projetam um futuro desfavorável para a empresa.

Brigham e Houston (1999, p. 477-478) dão o exemplo de uma empresa de remédios, que descubra uma cura definitiva e não patenteável para o resfriado comum, A empresa decide manter em sigilo essa descoberta até construir novas instalações para produzir o produto. Essa empresa poderia financiar por capital próprio, ou por capital de terceiros? Se a empresa se financiar por capital próprio, quando começar a vender o novo produto, as pessoas que integralizarem capital

ganhariam uma fortuna, uma vez que a demanda por esse produto seria muito grande. Proporcionalmente ao capital próprio investido na empresa, também teriam lucro, mas, proporcionalmente, esse lucro seria bem maior se a empresa não tivesse se financiado por capital próprio. Brigham e Houston (1999, p. 477-478) concluem que, os administradores que vêem a empresa com uma perspectiva extremamente favorável, devem evitar o financiamento por capital próprio e ao invés disso, devem tentar o financiamento junto a terceiros.

Em outra situação, por exemplo, a empresa A que trabalha com aviação. Essa empresa projeta uma queda bastante acentuada no faturamento nos próximos anos, pois a empresa B, concorrente, está chegando ao mercado com política de baixos preços, além disso, a nova companhia se inicia no mercado aeronaves bem mais econômicas do que as aeronaves que a empresa A possui. A empresa A precisa substituir suas aeronaves atuais para conseguir diminuir os preços e concorrer com a empresa B. Com esse investimento, o seu retorno sobre o investimento deverá cair, mas não cairá tanto quanto se nada fosse feito. Brigham e Houston (1999, p. 478) concluem que a “empresa com perspectivas desfavoráveis desejaria vender ações, o que significaria atrair novos investidores para compartilhar seus prejuízos.”

Pode-se dizer que empresas com perspectivas brilhantes preferem se financiar junto a terceiros, podendo utilizar até um grau de endividamento acima do considerado ideal e empresas com perspectivas pessimistas gostam de se financiar com capitais próprios. Segundo a Teoria da Sinalização, a venda de ações perante o mercado deve preocupar os acionistas, aumentando o risco do negócio e diminuindo assim o valor da empresa.

Essa situação aumenta conforme aumenta o tamanho da empresa, uma vez que empresas maiores têm mais facilidade de obtenção de crédito no mercado. No caso de pequenas empresas, outras variáveis como até mesmo o acesso ao crédito, deve ser considerada. É importante frisar que a teoria é um indicador significativo até mesmo para pequenas empresas, principalmente quando o acionista não está diretamente ligado a administração.

Outra conclusão, que Brigham e Houston (1999) destacam, é que a empresa deve sempre manter uma reserva de endividamento para que possa ser utilizada em uma eventual oportunidade de investimento. Brigham e Houston (1999,

p.478) concluem que “as empresas devem, em épocas normais, utilizar menos endividamento do que é sugerido pelo modelo de Trade-off entre benefícios fiscais e Custos de Falência.”

Um setor que merece destaque é o setor de tecnologia. Em épocas normais, empresas de tecnologia devem utilizar um grau de endividamento inferior a empresas de outros segmentos. Isso ocorre pelo fato de que empresas desse setor devem sempre estar acompanhando o momento tecnológico do mercado. Caso o mercado aponte para uma nova tecnologia essa empresa pode ser obrigada a trocar vários equipamentos para acompanhar o mercado e não perder faturamento, equipamentos esses, muitas vezes, onerosos. Assim empresas desse setor devem ter uma reserva maior de crédito.

### **2.3.2 Teoria de Insumo/mercado**

Uma das idéias centrais da Teoria de Insumo/mercado é de que as decisões de financiamento e estrutura de capital ótima são tomadas com base no relacionamento com os *stakeholders*. O termo *stakeholders* designa todos os interessados na atividade da empresa, entre eles estão: clientes, fornecedores, governo, funcionários, entre outros.

O “maior grau de endividamento tem uma relação direta com o poder de barganha que determinada empresa tem com os seus fornecedores de Insumos, o seja a empresa poderá ser mais endividada, quanto maior for o poder de barganha ou quanto maiores forem as alternativas de fornecimento dos seus Insumos no mercado.” Gimenes (2000, p. 1)

De acordo com a Teoria de Insumo/mercado, o relacionamento da empresa com os *stakeholders* impõe limitações à decisão de financiamento da empresa. Moraes (2005, p. 28) descreve trabalhos como o de Titman (1984) que demonstram a influência desse relacionamento, principalmente quando a empresa está em dificuldades financeiras. Moraes segue dizendo que, para Titman, a possibilidade da descontinuidade na operação gera custos substanciais para a empresa e esses custos terão influencia direta na estrutura de capital da empresa.

Moraes (2005, p. 28) explica que esses custos são aumentados quando a empresa desempenha atividades raras e especializadas. Essas atividades

especializadas podem exigir habilidades especializadas dos empregados e com isso, no caso de falência da firma, os empregados terão dificuldades para serem recolocados em outra empresa executando uma mesma função. E em função desse risco, empregados que aceitem se especializar para realizar esse tipo de tarefa, na empresa, tendem a exigir maiores salários.

Moraes (2005, p. 29) continua dizendo que essa mesma empresa provavelmente, por executar atividades raras e especializadas, deve demandar alguns Insumos raros e especializados. No caso de falência, o fornecedor desses Insumos terá dificuldades de comercializá-los com outra empresa, podendo ser obrigado a realizar um redirecionamento de todo o seu negócio. Em decorrência desse problema, para montar uma estrutura para atender esse tipo de empresa, fornecedores podem exigir um maior valor por esses Insumos.

Os clientes dessa empresa também terão prejuízos em caso de falência, pois terão mais dificuldades para conseguir manutenção dos produtos comprados, clientes desse tipo de produto só podem comprar produtos dessa empresa quando são oferecidos preços menores.

Como conclui Moraes (2005, p. 29), esses custos associados a eventuais dificuldades financeiras poderão ser substanciais para uma firma, aumentando assim o risco de negócio. Empresas com essas características deverão ser menos alavancadas financeiras, pois terceiros exigiram uma maior remuneração para emprestar dinheiro para essa empresa em função de maior risco. Esse risco pode ser maior porque empresas especializadas terão menos ativos para oferecer em garantia de empréstimos, já que seus ativos terão pouco valor de revenda em função da pequena empregabilidade em atividades alternativas.

Em contrapartida espera-se, com base na Teoria de Insumo/produto, que empresas com produtos simples tenham maior participação de capital de terceiros, pois os riscos serão menores, diminuindo assim a remuneração exigida por credores.

### **2.3.3 Teoria do Controle Corporativo:**

Moraes (2005, p. 32) escreve que o aumento dos *takeovers* na década de 89 fez surgir vários estudos relacionando os *takeovers* e a estrutura de capital. Jaffe

(2002, p.751) define *takeover* como: “termo genérico que se refere à transferência de controle de uma empresa de um grupo de acionistas a outro.”

Como explica Jaffe(2002, p.654), uma maneira de se comprar uma empresa no mercado é comprando ações ordinárias, ações com direito de voto, no mercado. A compra de uma empresa por essa estratégia, normalmente, é uma operação hostil. Essa estratégia é utilizada normalmente para evitar uma negociação direta com a empresa visada, porque normalmente existirá uma resistência, principalmente por parte da administração para aceitar essa aquisição. Essa resistência faz com que o custo de aquisição da empresa fique mais alto para a empresa compradora

Na Teoria do Controle Corporativo, uma premissa tida é que a estrutura de capital escolhida afeta o valor das ações da empresa no mercado, com isso influencia na possibilidade de *takeover*. Barros (2005, p. 48) diz que a administração tende a se esforçar para evitar a todo o custo que empresa seja alvo de um *takeover* hostil, uma vez que isso pode valer seus empregos. Os administradores de empresas, quando observam que a empresa pode estar sendo alvo de uma compra hostil, tendem a se financiar junto a terceiros e realizar a recompra de ações disponíveis no mercado.

Essa compra de ações diminui a oferta de ações no mercado tornando mais difícil que uma empresa interessada realize um *takeover* hostil. Dessa forma, pela Teoria do Controle Corporativo, pela diminuição do risco de um *takeover* hostil “o aumento do endividamento aumenta o valor da empresa.” Moraes (2005, p.32).

#### **2.3.4 Custos de Agência**

Dentre as teorias propostas por Harris e Raviv (apud. Moraes, 2005, p. 21), uma corrente que se destacou pela sua amplitude foi a teoria de Custos de Agência. Essa teoria, desenvolvida com maior ênfase depois do artigo de Jensen e Meckling em 1976, se baseia na relação de agência. Segundo Moraes (2005, p. 21) a relação de agência ocorre quando um indivíduo, denominado **principal**, atribui a outro indivíduo, denominado **agente**, autoridade para tomada de decisão. Espera-se que o agente contratado tome decisões que busquem atender aos interesses do principal. A relação de agência ajuda, em princípio, a aumentar a riqueza do principal, uma

vez que o agente contratado irá direcionar recursos para ajudar o principal a atingir com mais facilidade seus objetivos.

Entretanto, como explica Kayo e Famá (1997, p. 2) a hipótese de que o agente sempre tomará decisões ótimas ao acionista pode ser considerada muito simplista, pois o agente também terá interesses pessoais no trabalho realizado. “A Teoria de Agência (Jensen e Meckling, 1976, p. 308) defende que é quase impossível assegurar que o agente tome a decisão ótima do ponto de vista do principal.” (Jensen e Mackiling apud em Kayo e Famá, 1997, p. 2) Essa divergência de objetivos entre o principal e o agente leva a geração de um conflito de interesses na relação de agência.

A Teoria de Agência pode ser aplicada em várias situações como por exemplo: advogado e cliente, médico e paciente, entre vários outros. No campo empresarial, segundo Moraes (2005, p.21) “os problemas de agência se dão principalmente em dois tipos de conflitos: o conflito entre gestores e acionistas e o conflito entre os acionistas e os credores.”

#### **2.3.4.1 Conflitos entre os acionistas e os gestores**

O conflito entre os gestores e os acionistas pode ser visto em uma citação de Adam Smith:

“Os diretores de tais companhias [por ações], porém, sendo os gestores do dinheiro de outras pessoas, e não do seu próprio, não tenderão a cuidar dele com a mesma vigilância atenta com a qual os membros de uma sociedade por quotas freqüentemente o vigiam. Como servo de um homem rico, tenderão a dar atenção a pequenas coisas de seu interesse, e não de seu senhor, e muito facilmente beneficiação a si mesmo com isso. Negligência e desperdício, portanto, devem sempre existir, para mais ou para menos, na gestão dos negócios de tal empresa” (Jaffe, 2002 p. 353)

Esse texto poderia ser reformulado para o vocabulário moderno da seguinte forma: “um indivíduo trabalhará mais arduamente para uma empresa se ele for um de seus proprietários, do que se for apenas um empregado.” (Jaffe, 2002 p.353) Esse problema ocorre, porque os administradores não repartem todo ganho produzido pelo seu trabalho com os seus empregados. Com isso, os empregados podem ser incentivados a produzir gastos desnecessários, como maneira de

aumentar sua riqueza, esses gastos podem ser com: viagens de primeira classe, hotéis de luxo, escritório caros, carros importados, motoristas.

Jaffe (2002, p. 354) relata um exemplo de uma empresária chamada Srta. Pagell, dona de uma empresa que vale \$ 1 milhão. Em vista de uma oportunidade de expansão ela precisa captar mais \$ 2 milhões de reais. Ela pode obter esse valor junto à capital de terceiros a juros de 12% ou emitir ações no valor de \$ 2 milhões. O fluxo de caixa previsto está na tabela abaixo.

<b>Emissão de títulos da dívida</b>				
	Fluxo de caixa	Juros	Flxo de caita capital próprio	Fluxo de caixa Srta. Pagell (100% das ações)
6 horas	R\$ 300.000,00	R\$ 240.000,00	R\$ 60.000,00	R\$ 60.000,00
10 horas	R\$ 400.000,00	R\$ 240.000,00	R\$ 160.000,00	R\$ 160.000,00

<b>Emissão de ações</b>				
	Fluxo de caixa	Juros	Flxo de caita capital próprio	Fluxo de caixa Srta. Pagell (100% das ações)
6 horas	R\$ 300.000,00	R\$ -	R\$ 300.000,00	R\$ 100.000,00
10 horas	R\$ 400.000,00	R\$ -	R\$ 400.000,00	R\$ 133.333,33

Tabela 1. – Srta. Pagell

Fonte: Jeff, 2002 p. 354

Como qualquer outro empresário, a Srta. Pagell pode escolher a intensidade que trabalha. Ela pode trabalhar 6 horas por dia ou 10 horas por dia. Com a emissão de títulos de dívida, essas 4 horas diárias faz com que a sua remuneração aumente, como segue: \$160.000,00 – \$60.000,00 = \$100.000,00. Caso ela opte por emitir ações esse trabalho lhe trará: \$133.333,00 - \$100.000,00 = \$33.333,33. Sendo um ser humano, ela tenderá a trabalhar mais caso emita títulos de dívida, pois o retorno desse trabalho extra para ela será maior.

Segundo Jaffe (2002, p. 354) a Srta. Pagell também ficará inclinada a obter mais mordomias no trabalho (sala maior, automóvel de luxo, escritório caro) caso emita ações, já que os custos para isso serão divididos com os outros sócios, mas aumentará sua riqueza pessoal.

Segundo a Teoria de Custo de Agência exposta por Jaffe (2002, p. 354), a Srta. Pagell também ficará inclinada a aceitar projetos de investimentos com VPL mais baixos, até mesmo projetos com VPL que projetem um pouco de prejuízo. Embora possa parecer uma atitude absurda para uma empresária, sabe-se que a

remuneração da diretoria tende a aumentar com o aumento da empresa, assim a pequena perda de lucratividade em suas ações pode ser menor do que o aumento de seu salário.

Para que os interesses da Srta. Pagell e dos outros acionistas fiquem mais próximos possíveis, uma estratégia comum das empresas é a criação de uma remuneração baseada no resultado da empresa. A tendência é que quanto maior for essa remuneração por desempenho maior será esforço para que a Srta. Pagell atinja os objetivos dos demais acionistas. Outra atitude, comum dos acionistas, é o aumento no controle das atividades do agente (Srta. Pagell) como forma de verificar rotineiramente que os objetivos do agente são iguais aos dos demais principais (acionistas).

A prática de premiar a alta diretoria por objetivos alcançados está em franca ascensão. Essa prática segundo Oliva e Albuquerque (2006) teve a sua gênese nos Estados Unidos, a partir da década de 70 e vem se espalhando pelo mundo. A remuneração sobre metas cresceu tanto nos Estados Unidos, que no ano de 2000, um CEO americano já estava sendo remunerado algumas vezes a mais do que um CEO de qualquer outro país como Alemanha, Espanha, Suécia e Suíça. Em 2008 a revista Infomoney divulgou uma matéria que dizia que esses valores já estavam sendo considerados excessivos pela maior parte dos acionistas americanos. A revista dá exemplo da AIG que pagou por remuneração extra a um de seus diretores US\$ 280 milhões em oito anos de trabalho (2000-2008), e também o Lehman Brothers, que pagou para o seu presidente o valor de US\$ 485 milhões no mesmo período. Essas empresas pagaram altos dividendos e mesmo assim vieram a ter problemas em 2009.

No Brasil, Santos (2003) produziu um artigo que analisava a remuneração da alta administração nas empresas brasileiras. Segundo Santos as empresas brasileiras não tem por cultura formalizar essa remuneração, com isso é difícil separar esse gasto para uma análise mais aprofundada. Entretanto, como mostra uma pesquisa realizada pela *PricewaterhouseCoopers* em 2006, esse tipo de remuneração, baseada em desempenho já é bastante utilizada no Brasil. Segundo a pesquisa: 24% das empresas já utilizam o indicador resultado/lucro líquido como forma de avaliação para cálculo da remuneração variável da alta diretoria, já 23%

utilizam o indicador resultado/lucro operacional como forma de avaliação da remuneração variável e 20% utilizavam o indicador faturamento.

O custo de agência resultante do conflito entre acionistas e administradores é conhecido com o “**custo de agência de capital próprio**” Segundo Kimura, Lintz e Suem (1997) os Custos de Agência de capital próprio podem ser definidos como a soma dos custos de monitoramento incorrido, dos custos de certificação e da perda residual:

- **Custos de monitoramento incorrido:** O principal, visando assegurar que o agente faça aquilo que foi estabelecido pode contratar auditorias independentes, exigir relatórios internos, vistorias periódicas. Nos custos de monitoramento também entram os custos com premiação variável oferecida ao administrador pelo cumprimento de metas;

- **Custo de certificações de comprometimento incorridas pelo agente:** como maneira do agente mostrar que o que lhe foi estabelecido está sendo cumprido, o agente pode também contratar uma avaliação externa, ou mesmo propor e/ou aceitar restrições no seu poder de decisão a fim de demonstrar ao principal que não está tendo ações desfavoráveis ao mesmo;

- **Perda residual:** mesmo adotando os procedimentos anteriores, ainda assim deverão existir divergências entre as decisões dos agentes e decisões ideais em favor do principal. A perda incorrida dessa divergência de decisões é conhecida como perda residual. A perda residual ao contrário das duas anteriores não pode ser visualizada no balanço patrimonial.

Moraes (2005, p. 23) cita mais duas divergências de interesses que ele denomina de divergências operacionais resultantes do conflito de interesse entre acionistas e administradores. A primeira é que os administradores tendem a optar pela continuidade da operação da empresa, mesmo quando se deparam com situações em que a venda da operação seja mais vantajosa para os acionistas. Isso ocorre porque a remuneração do administrador, geralmente é atrelada a continuidade da operação.

Como fala Moraes (2005, p. 23), a segunda divergência ocorre, pois, segundo a Teoria de Custo de Agência os administradores tendem a querer deixar recursos de caixas livre. Esses recursos de caixa livre aumentam o poder do administrador que pode alocar os recursos em bons projetos, projetos ruins, ou até

mesmo em bens supérfluos como escritório de luxo, carros importados, entre outros. Moraes (2005, p. 23) relata que, mesmo em ocasiões que sejam melhores para os investidores e que seja feita a distribuição dos resultados, os administradores tendem a preferir deixar os recursos em caixa para uma futura realocação.

Uma estratégia, que as empresas devem adotar, é reduzir o fluxo de caixa livre para que os administradores tenham menos dinheiro para gastar com coisas desnecessárias. Como já falado no início do trabalho, Jensen (1986) defende a utilização de capital de terceiros para reduzir o fluxo de caixa disponível. Como capital de terceiros geralmente é remunerado de maneira pré-fixada, ele exigirá remuneração periódica diminuindo o caixa disponível. A diminuição de caixa deverá reduzir a perda residual, diminuindo o custo de agência do capital próprio.

#### **2.3.4.1.1 Lei de Sox**

Quando se fala sobre a teoria de custo de agência é importante destacar a Lei de Sox. A Lei de Sox, segundo Souza e Figueiredo (2008, p.31), foi sancionada nos Estados Unidos em 30 de julho de 2002, após os escândalos e tinha como objetivo coibir de forma drástica as manipulações dos relatórios contábeis, impondo novas formas de gestão, além de um rigoroso controle dos processos. Esse cenário é diretamente relacionado a teoria de custo de agência e demonstra na prática o conflito de interesse principalmente entre administradores e acionistas e o seu custo para a empresa.

"Grandes companhias como Worldcom, Eron, Bristol-Myers Squibb e Tyco, que até então eram consideradas ícones em resultado, ética e excelência em processos, alertaram o mundo para uma face negativa de mundo contábil, especialmente quanto à segurança e veracidades das informações prestadas ao seu público."

(...)" Políticas de governança corporativa, alto custo de implantação, culturas diferenciadas e regras de legislação societária são as principais dificuldades para a implementação e manutenção na certificação da SOX."

(...)" Nesse contexto mundial, uma série de medidas regulatórias, como a Lei Sarbanes-Oxley, foi introduzida ao longo de 2002, tanto nos Estados Unidos quanto no resto do mundo, e inclusive no Brasil, com a elaboração da resolução 3.198/04 do Conselho Monetário Nacional (CMN), que trata dos serviços prestados pela Auditoria Independente no país." (Souza e Figueiredo, 2008 p. 31-32)

Como explica Oliveira (2006,p. 1) essas medidas tinham como meta recuperar a confiança dos investidores. A Lei de Sox aumentou as responsabilidades sobre os presidentes e diretores e reforçava a fiscalização

exigida com auditorias e advogados responsável. Oliveira (2006, p.1) segue falando que:

*"Um dos passos a serem tomados pelas empresas na adequação à Lei Sarbanes-Oxley é o mapeamento de processos, que além de permitir melhoria dos controles internos, facilita os procedimentos de auditoria interna e externa e proporciona ainda muitas possibilidades de revisão da forma como as coisas são feitas atualmente na empresa."*

Com a implantação da lei ocorrem algumas alterações na governança corporativa. Atuar em governança corporativa diante da Sox é apresentar a transparência das áreas fiscais e de controladoria das organizações traçando um paralelo com as prestações de contas.

#### **2.3.4.2 Conflitos entre os acionistas e os credores**

O endividamento juntamente a terceiros irá gerar outro custo de agência conhecida como **custo de agência das dívidas** que foca no conflito de interesses entre acionistas (capital próprio) e credores (capital de terceiros). O custo de agência das dívidas já está embutido no valor cobrado nos juros quando a empresa realiza um empréstimo. O custo de agência das dívidas decorre de atitudes que acionistas podem tomar quando grande parte do dinheiro aplicado não é o seu. Essas atitudes foram descritas por Jaffe (2002, p. 347-349) como estratégias egoísticas. Jaffe descreveu três estratégias que os acionistas podem ser inclinados a seguir, quando a empresa está bastante endividada:

- Incentivos a assumir riscos elevados: empresas com grande participação de capital de terceiros são incentivadas a sempre optar por projetos com maior potencial de lucro, mesmo quando esses projetos sejam mais arriscados. Isso ocorre pois a remuneração dos credores, normalmente, é pré-fixadas assim caso o projeto seja bem sucedido a maior parte dos lucros irão para os acionistas. Caso o projeto leve a empresa a falência os credores irão assumir a maior parte do risco, já que a maior parte do dinheiro investido na empresa era proveniente de credores.

- Incentivo ao subinvestimento: acionistas de empresas com alto nível de endividamento geralmente descobrem que a realização de novos bons projetos de investimento acabam beneficiando os credores. "Uma vez que a empresa possui um endividamento alto, os retornos serão capturados principalmente para os credores na forma de pagamento de juros da dívida." (Moraes, 2005 p. 23)..

- Esvaziamento da propriedade: “uma outra estratégia consiste em pagar dividendos extraordinários ou fazer outras distribuições em situações de dificuldade financeira, deixando menos ativos na empresa para os credores.” (Jeff, 2002 p.349)

Em todas as estratégias se verifica o custo de agência entre acionistas e credores, pois a estratégia da empresa alavancada foi diferente da estratégia que seria tomada por uma empresa sem que essa estivesse alavancada.

Para se proteger os credores irão pedir mais documentos que demonstrem que a empresa não está tomando nenhuma dessas estratégias, podem ainda exigir uma remuneração mínima maior da empresa devido ao aumento no seu risco. Enquanto uma empresa não alavancada escolhe sempre bons projetos de investimento, uma empresa muito alavancada pode não escolher os mesmos projetos, ficando mais tolerante ao risco e nem sempre executando bons projetos.

É difícil para os credores observarem como está o atual estágio da companhia, ou como a empresa está gerindo o dinheiro emprestado. Para tentar diminuir o risco descrito nos Custos de Agência de dívidas, os credores tendem a avaliar a reputação da empresa e de seus administradores, avaliam também o histórico de pagamento das firmas, comparam o tamanho histórico da empresa e a partir dessas variáveis determinam o seu risco. Toda essa análise gera um custo para o credor que será embutido também nos juros do empréstimo cobrado.

“Se uma empresa possui um bom histórico de investimentos em projetos e não tem problemas de pagamento da dívida, ela terá menor custo na obtenção de empréstimos.” (Moraes, 2005 p. 23). Assim, empresas bem avaliadas conseguem empréstimos a custos mais baixos e podem escolher projetos mais seguros. Projetos mais seguros normalmente têm um menor potencial de lucratividade, contudo, já que o custo para a obtenção de empréstimos para empresas com bom histórico é menor, esse projetos seguros podem se mostrar vantajosos.

Em contrapartida, empresas jovens ou sem um bom histórico de pagamentos irão conseguir empréstimos a taxas maiores. Com isso, os administradores terão que recorrer a projetos mais arriscados que poderão fornecer um maior retorno.

“O modelo de estrutura de capital baseado nos Custos de Agência tem sido o mais eficiente em gerar implicações. Nesse modelo, o nível de endividamento é associado positivamente com o tamanho da empresa, com a probabilidade de encerramento das atividades, [...] com o fluxo de caixa

disponível, valor de liquidação da empresa, possibilidade de *take over* e a reputação dos administradores.

O endividamento, também, é esperado ser negativamente associado às oportunidades de crescimento, aos juros, ao custo de investigação da empresa e à probabilidade de reorganização após uma dificuldade financeira " Moraes (2005, p. 24)

### **2.3.5. Quadro resumo das correntes teóricas segundo Harris e Raviv**

Em 1991, Harris e Raviv publicaram um artigo, muito importante para a teoria de estrutura de capital. Nesse artigo os autores dividiram em quatro as principais correntes sobre o assunto:

- Teoria da sinalização: teoria inspirada no conceito de assimetria de informação entre os agentes econômicos, pioneiro Ross (1977);
- Teoria de insumo/mercado: aborda a escolha da estrutura de capital como parte de sua estratégia mercadológica, início por volta da década de 80;
- Teoria do controle corporativo: envolvendo as implicações sobre a estrutura de capital dos direitos de voto e da possibilidade takeover hostil. Sem início definido, mas Stulz (1988) e Harris & Raviv (1988) são os principais autores.
- Custos de agência: estudo sobre os conflitos entre gestores e acionistas e o conflito entre acionistas e os credores, pioneiro Jensen & Meckling (1976);

Moraes (2005, p.34) elaborou um quadro resumo com os principais determinantes sobre as teorias de estrutura de capital. Como se pode ver a Teoria de Agência e assimetria de informações divergem em relação a alguns determinantes e seu relacionamento com a política de endividamento.

Tabela 2 - Resumo dos determinantes da estrutura de capital

Modelos	Agência	Assimetria Informacional	Produtos e Mercados	Controle
Fatores com relação positiva com endividamento	Valor da firma, tamanho da empresa, probabilidade de encerramento, regulação da atividade, fluxo de caixa disponível e valor de liquidação da empresa, reputação dos gestores	Lucratividade, valor da empresa, oportunidade de crescimento, relação entre valor de mercado e valor contábil, probabilidade de falência, propriedade dos gestores, assimetria informacional	Concorrência, demanda inelástica do produto, sindicalização dos funcionários, oligopólios, indústrias competitivas	Ganhos potenciais com <i>takeover</i> , ágio do preço, possibilidade da empresa ser alvo de <i>takeover</i>
Fatores com relação negativa com endividamento	Oportunidade de crescimento, relação entre valor de mercado e valor contábil, lucratividade	Fluxo de caixa, disponível	Importância da reputação da qualidade do produto no mercado consumidor, monopólios	Sucesso da oferta de compra

Fonte: Moraes 2005, p. 34

### 3. METODOLOGIA

Foram realizadas dois tipos de pesquisa: para o levantamento da evolução teórica foi feita uma revisão literária ou uma pesquisa bibliográfica. Em seguida, para testar as hipóteses levantadas foi feita uma pesquisa exploratória. Essa pesquisa exploratória caracteriza-se como descritiva e quantitativa e baseia-se em procedimentos estatísticos cujo objetivo é a produção de inferências para a população objeto a partir das amostras consideradas

#### 3.1 Universo da pesquisa exploratória

Os dados necessários para a pesquisa foram coletados em dois sites: [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br) e [www.advfn.com.br](http://www.advfn.com.br). O primeiro passo foi criar uma listagem com todas as empresas brasileiras de capital aberto listadas na Bovespa, representando um total de 449 empresas. Dessas foram excluídas todas as empresas ligadas ao setor financeiro, que totalizavam 60 empresas.

Em seguida foram colhidos dados financeiro-contábeis dessas 389 empresas, relativos ao ano de 2008, dados esses obtidos no próprio site da Bovespa. De posse desses dados foram desconsideradas 59 empresas que apresentavam passivos a descoberto (patrimônio líquido negativo). Assim o universo da pesquisa ficou reduzido a 330 empresas.

Um dado financeiro considerado importante para a pesquisa, mas não disponível no site da Bovespa, foi o valor total de mercado das ações (valor unitário multiplicado pelo número de ações). Esse dado foi colhido no site [www.advfn.com.br](http://www.advfn.com.br), infelizmente esse site não apresenta a informação do valor de mercado de todas as 330 empresas listadas na amostra, faltando obter esse dado em 67 empresas. Foi verificado por uma pesquisa aleatória desse universo de 67 empresas, que várias dessas 67 empresas que não tinham dados disponíveis eram empresas com baixíssima negociação na bolsa, algumas a última negociação era anterior ao ano de 2008. Assim por não localizar nenhuma outra fonte confiável para poder realizar a coleta do valor de mercado dessas 67. Quando foi feita a análise desse indicador essas 67 empresas foram excluídas da amostra.

### 3.2 Tratamento e análise dos dados da pesquisa exploratória

Os dados coletados na amostra foram dispostos de forma a demonstrar o comportamento da empresa em relação a cada uma das hipóteses levantadas.

**Hipótese 1-** Quanto maior for a participação de capital de terceiro, menores serão, proporcionalmente ao ativo total, as disponibilidades da empresa.

Para o teste dessa hipótese, o primeiro passo foi o cálculo da participação de capital de terceiros nas empresas da amostra pela seguinte fórmula:

$$\frac{\text{Passivo circulante} + \text{Passivo não circulante}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$$

“O índice de participação de capitais de terceiros (*debt to equity ratio*) indica o percentual de capital de terceiros em relação ao patrimônio líquido, retratando a dependência da empresa em relação aos recursos externos.” (Silva, 2006 p. 293)

A partir desses índices as empresas foram classificadas de maneira crescente de acordo com o índice de participação de capital de terceiros obtido. As empresas foram assim separadas em dois grupos divididos pela mediana. Segundo Moore (2005) a mediana é o ponto central da distribuição, de forma que metade dos números da amostra ficarão abaixo desse ponto e metade ficarão acima. Deste modo o primeiro grupo ficou composto por 50% das empresas, empresas com menor participação de capital de terceiros. O segundo grupo ficou composto por 50% das empresas com maior participação de capital de terceiros.

Cada um desses grupos foi novamente dividido pela mediana em dois grupos, dividindo a amostra em quatro grupos denominados por Moore (2005) como Quartis, assim a mostra ficou dividida em quatro Quartis. “O primeiro quartil Q1 é a mediana das observações localizadas na lista ordenada à esquerda da mediana geral” (Moore, 2005 p. 187). Já “o terceiro quartil Q3 é a mediana das observações localizadas na lista ordenada à direita da mediana geral” (Moore, 2005 p. 187). A mediana geral descrita por Moore é a primeira mediana que dividiu a amostra total em 2 grupos, um grupo composto por 50% das empresas menos endividadas e o segundo por 50% das empresas mais endividadas.

Para análise foram excluídas as empresas que foram classificadas nos Quartis 2 e 3, restando para análise apenas os Quartis 1 e 4. O quartil 1 composto pelas 25% empresas com menor participação de capitais de terceiros e o quartil 4 composto pelas 25% com maior participação de capitais de terceiros. Essa separação teve o intuito de facilitar a comparação entre os grupos, pois se acredita que com essa divisão as conseqüências do nível de participação de capital de terceiro sobre outras variáveis ficariam mais evidentes.

Depois de feita essa separação em Quartis, para a análise dessa hipótese foi necessário o cálculo do percentual de investimentos alocados nas contas de disponibilidades em cada empresa. As disponibilidades muitas vezes já estavam disponíveis nos balanços patrimoniais das empresas. Quando esse não era fornecido, foi obtido pela soma das contas caixa, banco e aplicações financeiras de curto prazo.

O índice que demonstrava o percentual de disponibilidades da empresa foi:

$$\frac{\text{Disponibilidade}}{\text{Ativo total}} \times 100$$

De posse de dados dos primeiros, foi observado o comportamento das empresas em relação ao percentual de disponibilidades em cada um dos Quartis.

**Hipótese 2** - Quanto maior for a participação de capital de terceiros, maior será o retorno tanto sobre o sobre o capital próprio, quanto sobre o investimento total.

Assim como para a análise da primeira hipótese foi feita a separação da participação de capital de terceiros em Quartis, sendo desconsiderado o 2º e o 3º Quartil, foi analisado o comportamento do retorno sobre capital próprio e do retorno sobre investimento total em cada um desse Quartis

O retorno sobre o capital próprio (patrimônio líquido) “Mensura a eficiência global da empresa em gerar lucros sobre investimento realizados pelos proprietários.” (Santos, 2008 p. 24). O índice de retorno sobre capital próprio foi obtido pela seguinte fórmula:

$$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$$

O retorno sobre o investimento total, “mensura a eficiência global da empresa em gerar lucros com seus ativos.” (Santos, 2008, p. 24) O índice de retorno sobre capital próprio foi obtido pela seguinte fórmula:

$$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}} \times 100$$

**Hipótese 3** – Empresas maiores terão maior participação de capital de terceiros

Para teste dessa hipótese, as empresas foram divididas em Quartis conforme o seu tamanho (Ativo total), sendo também desconsiderada da análise o 2º e o 3º Quartil. A fórmula utilizada para mensuração de capital de terceiro foi a mesma utilizada na Hipótese 1.

**Hipótese 4** – Empresas menores terão menor relação preço de mercado por ação/lucro líquido por ação.

Para verificação dessa hipótese, assim como na hipótese 4, as empresas foram separadas em Quartis em função de seu tamanho, sendo desconsiderado os Quartis 2 e 3.

A relação preço de mercado por ação em comparação com o valor contábil por ação, segundo Santos (2008, p.28) pode ser obtida pela seguinte fórmula:

$$\frac{\text{Número de ações} \times \text{valor unitário da ação}}{\text{Lucro líquido}}$$

Para melhor análise, foram desconsideradas as empresas que apresentaram prejuízo no período analisado, totalizando 85 empresas. Como já mencionado, também foram excluídas as empresas que não se conseguiu o dado número de ações multiplicado pelo valor unitário sendo excluído também um total de 46 empresas.

**Hipótese 5** – Quanto maior for o índice preço de mercado por lucro contábil por ação, maior deve ser a participação de capital de terceiros.

Assim, como na hipótese 4, foram desconsideradas as empresas que apresentaram prejuízo no período analisado, totalizando 85 empresas. Foram

excluídas também as empresa que não se conseguiu o indicador: preço da ação multiplicado pelo número de ações.

Para teste dessa hipótese as empresas foram separadas em quartis de acordo com o índice preço de mercado por lucro contábil por ação. Foi feita uma comparação no nível de endividamento das empresas do grupo.

#### 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

**Hipótese 1 - Quanto maior for a participação de capital de terceiros, menores serão as disponibilidades da empresa.**

	Menos endividadas (1º Quartil)	Mais endividadas (4º Quartil)
Média das disponibilidades	6,83%	1,36%
Mediana das disponibilidades	11,91%	5,06%

Pela análise dos dados, pode-se observar que a estratégia de aumentar a participação de capital de terceiros, como forma de diminuir as disponibilidades, foi favorável. Enquanto as empresas menos endividadas possuíam em média 13,91% dos ativos alocados em disponibilidades, as empresas mais endividadas possuíam em média somente 5,06%. A mediana também comprovou essa hipótese, pois demonstrou que na amostra das empresas menos endividadas, 50% delas tinham menos do que 6,83% alocados em disponibilidade. Já para as empresas mais endividadas, 50% delas tinham menos do que 1,36% dos recursos alocados em disponibilidades.

**Hipótese 2- Quanto maior for a participação de capital de terceiros, maior será o retorno tanto sobre o sobre o capital próprio, quanto sobre o investimento total.**

	Menos endividadas (1º Quartil)	Mais endividadas (4º Quartil)
Média retorno sobre o Patrimônio Líquido	15,30%	37,00%
Mediana retorno sobre o Patrimônio Líquido	13,10%	21,20%

	Menos endividadas (1º Quartil)	Mais endividadas (4º Quartil)
Média retorno sobre o Ativo Total	10,98%	8,24%
Mediana retorno sobre o Ativo Total	8,25%	3,81%

Essa hipótese se mostrou favorável em relação à hipótese do maior retorno sobre o capital próprio em empresas mais endividadas. O índice de retorno sobre capital próprio ficou em média 15,3% nas empresas menos endividadas, sendo que 50% dessas empresas apresentaram índice menor do que 13,1%. Em contrapartida, nas empresas mais endividadas, o índice de retorno sobre capital de próprio ficou em 37%, com 50% dessas empresas apresentando um índice menor do que 21,2%.

Contudo, a hipótese de o retorno também ser maior em relação ao investimento total não se mostrou plausível. As empresas menos endividadas obtiveram um retorno sobre o investimento total (ativo total) médio de 11%, com 50% delas apresentando esse índice menor do que 8%. Já para as empresas mais endividadas, esse índice ficou em média 8%, com 50% das empresas apresentando esse índice menor do que 4%.

### **Hipótese 3 - Empresas maiores terão maior participação de capital de terceiros**

	Empresas Menores - Ativo Total (1º Quartil)	Empresas Maiores - Ativo Total (4º Quartil)
Média participação de capital de terceiros	15,30%	37,00%
Mediana participação de capital de terceiros	13,10%	21,20%

Pela análise dos dados da amostra, foi observado que em média as 25% menores empresas apresentaram maior índice de participação de capital de terceiros. As 25% maiores empresas tinham em média índice de 550,39%, enquanto as empresas maiores tinham em média 521,87%. Foi observado, entretanto que variação desse índice na amostra foi elevada, como se pôde verificar no cálculo da mediana no qual 50% das 25% menores empresas apresentaram participação de capital de terceiros menor do que 98,99% e 50% das 25% maiores empresas tinham participação menor do que 223,66%.

### **Hipótese 4 - Empresas menores terão menor relação preço de mercado por ação/lucro líquido por ação.**

	Empresas Menores - Ativo Total (1º Quartil)	Empresas Maiores - Ativo Total (4º Quartil)
Média relação preço de mercado/lucro por ação	26,23%	18,88%
Mediana relação preço de mercado/lucro por ação	10,19%	8,53%

Na amostra analisada, essa hipótese foi refutada. Empresas menores apresentavam maior relação entre preço de mercado por ação/lucro contábil por ação. Em média, as empresas menores tinham esse índice em 26,23, sendo que 50% delas obtiveram índice menor do que 10,19. Desse modo, ou os valores das ações dessas empresas valiam em média 26,23 do valor de lucro contábil gerado ou ainda os investidores estavam dispostos a pagar 26,23 do valor por unidade de lucro líquido. Para as empresas maiores, o índice preço de mercado por ação sobre o lucro contábil por ação ficou em 18,88, com 50% das empresas apresentando esse índice abaixo de 8,53.

**Hipótese 5 – Quanto maior for o índice preço de mercado por lucro contábil por ação, maior deve ser a participação de capital de terceiros.**

	Empresas maior índice preço/lucro contábil por ação	Empresas menor índice preço/lucro contábil por ação
Média de participação de capital de terceiros	171,16%	247,41%
Mediana de participação de capital de terceiros	85,39%	161,01%

Em relação a essa hipótese, verificou-se que empresas com maior índice de preços de mercado dividido pelo lucro contábil por ação possuíam maior índice de participação de capital de terceiros. As empresas com maior índice possuíam em média 247,41% de participação de capital de terceiros, com 50% delas apresentando índice menor do que 161,01%. Já as empresas com menor índice possuíam em média 171,16% de participação de capital de terceiros, com 50% das empresas apresentando menos do que 85,39%.

## 5. ANÁLISE DO DADOS

Esse estudo buscou verificar a possibilidade de aplicação de alguns determinantes da Teoria de Custo de Agência em empresas brasileiras não financeiras, com base no balanço divulgado ao final de 2008. A Teoria de Custo de Agência enfoca o conflito de interesses entre partes da organização e explica que esse conflito tem grande influência na determinação da política de estrutura de capital. Segundo a teoria, os principais conflitos de interesse ocorrem entre os acionistas e administradores; e entre acionistas e credores.

Para que essa teoria pudesse ser aplicada, foram levantadas hipóteses com base em determinantes da Teoria de Custo de Agência. Essas hipóteses deveriam ser testadas e caso as mesmas se mostrassem aplicáveis, abriria margem para a aplicação dessa teoria, abrindo margem também para que novas pesquisas fossem realizadas em relação ao tema. Caso esses determinantes não se mostrassem aplicáveis, existiriam indícios fortes de que essa teoria não poderia ser considerada na análise de empresas não financeiras listadas na Bovespa.

A primeira hipótese levantada procurou verificar se o aumento da participação de capital de terceiros realmente iria diminuir o volume de disponibilidades da empresa. Segundo a Teoria de Custo de Agência, a empresa deveria aumentar a participação de capital de terceiros com o objetivo de diminuir as disponibilidades e assim, diminuir também o custo de agência de capital próprio. A pesquisa mostrou que de fato, empresas mais alavancadas possuíam menos disponibilidades do que as menos alavancadas. Essa análise abre margem para aplicação da Teoria de Custo de Agência de capital próprio em empresas brasileiras.

A segunda hipótese buscava testar a aplicação da primeira estratégia egoística. Segundo essa estratégia quando a maior parte do capital da empresa é proveniente de credores, os acionistas ficam mais inclinados a buscar projetos mais rentáveis e mais abertos ao risco. Nessa situação, os acionistas ficariam com a maior parte do lucro em caso de sucesso. Caso essa estratégia leve a empresa a falência, os credores ficariam com a maior parte do prejuízo, uma vez que a maior parte do capital investido era proveniente de credores. A pesquisa mostrou que a política de estrutura de capital influenciou no retorno do capital dos acionistas, pois

empresas mais alavancadas apresentaram maior retorno sobre o patrimônio líquido do que empresas menos alavancadas.

Analisando a Teoria de Custo de Agência, esperava-se que o retorno sobre o Ativo Total também seria maior. Contudo, o que se pôde observar é que em empresas menos alavancadas o retorno sobre o Ativo Total foi consideravelmente maior. Esse dado nos fornece forte indício de que a primeira estratégia egoística proposta pela Teoria de Custo de Agência não pode ser aplicada a empresas brasileiras não financeiras listadas na Bovespa.

A terceira hipótese buscou verificar se empresas com melhor avaliação teriam maior participação de capital de terceiros. Nessa hipótese a avaliação foi atrelada ao tamanho da empresa (ativo total), dessa forma empresas maiores deveriam ter melhor avaliação do que empresas menores e como consequência, ter uma maior participação de capital de terceiros. Pela análise da pesquisa foi verificado que empresas menores tinham em média maior participação de capital de terceiros. Outro ponto a ser exposto é que foi verificado que o índice de participação de capital de terceiros ficou relativamente próximo nas duas amostras e também que ocorreu grande dispersão dos resultados em ambos os grupos.

Como maneira de verificar a importância do tamanho da empresa para auferir o grau de risco da empresa, foi levantada a quarta hipótese. Essa hipótese buscava comparar o tamanho da empresa com o índice preço de mercado da ação dividida pelo lucro líquido por ação. Pela teoria levantada, quanto maior for esse índice, menos a empresa se demonstra arriscada para os acionistas. Observou-se que esse índice ficou maior em empresas menores. Entretanto, assim como na terceira hipótese, deve-se observar grande dispersão dos índices das empresas nas duas amostras. Pode-se concluir, principalmente, devido a grande dispersão dos resultados obtidos é que o tamanho da empresa, por si só, ao contrário do que a teoria sugere, não é fator determinante para mensuração do risco da empresa.

A quinta e última hipótese levantada tentou analisar a relação do índice: preço de mercado por lucro líquido por ação com a participação de capital de terceiro. A teoria sugere que esse índice é um importante indicador para verificar o risco da empresa. Empresas que possuíam um índice mais elevado demonstravam que os acionistas tinham uma perspectiva mais favorável com a empresa, considerando a empresa menos arriscada. Pode-se verificar que realmente as

empresas que possuíam esse índice mais elevado eram mais alavancadas. Isso é um forte indício de que o fator risco é um fator que realmente influencia na decisão da política de capital.

Em relação ao custo de agência sobre capital próprio, a pesquisa demonstrou que existe relação inversamente proporcional entre as disponibilidades e o grau de endividamento na amostra pesquisada. Assim, com base na teoria que sugere que a diminuição das disponibilidades aumente o grau de eficiência do administrador pois evita desperdícios, pode-se concluir que o aumento da participação de capital de terceiros pode realmente aumentar a eficiência da administração. Para trabalhos futuros sobre o tema, para de fato demonstrar a aplicação da Teoria de Custo de Agência sobre capital próprio seria interessante realizar uma pesquisa que demonstre a relação direta entre as disponibilidades e o custo de agência sobre capital próprio.

Com a pesquisa pode ser verificada a importância da escolha da política de estrutura de capital. Foi observado que empresas mais alavancadas possuíam maior retorno sobre o patrimônio líquido. Contudo, não foi observada a relação direta entre o aumento da participação de capital de terceiros e o da lucratividade total, isso refuta a idéia da primeira estratégia egoística de que os acionistas de empresas mais alavancadas ficariam inclinados a aceitar projetos com maior margem de lucro, embora com risco maior.

Para analisar se a decisão referente à estrutura de capital seria vinculada a avaliação da empresa foram desenvolvidas três hipóteses para teste. As duas primeiras buscavam verificar a participação de capital de terceiros vinculada ao fator tamanho, desse modo empresas maiores deveriam ser melhor avaliadas. Pode-se observar pelos dados obtidos que na amostra pesquisada o tamanho não por si só, fator determinante para determinação do risco da empresa.

A última hipótese testada também buscava verificar a relação entre a avaliação da empresa e a participação de capital de terceiros. Porém, nessa análise, a variável atrelada à avaliação da empresa foi o valor de mercado da ação dividida pelo lucro por ação. Pode-se verificar que empresas que apresentavam esse índice mais elevado possuíam, representativamente, maior participação de capital de terceiros. Com isso a pesquisa conseguiu demonstrar que existem fortes indícios de

que uma melhor avaliação das empresas no mercado faz com que aumente a participação de capital de terceiros.

## 6. CONCLUSÃO

Concluindo, a pesquisa conseguiu atingir seus objetivos, verificando que pela amostra pesquisada existem fortes indícios para que a Teoria de Custo de Agência de capital próprio seja aplicável a empresas brasileiras listadas na Bovespa. Como contribuição para análise de empresas, pode-se esperar que empresas mais alavancadas tenham menor parcela de recursos alocados em disponibilidades. Segundo a teoria levantada a menor alocação nesse tipo de conta aumenta a eficiência da administração da empresa, diminuindo o custo de agência sobre o capital próprio, pois limita os recursos disponíveis. Assim como, um criminoso para cometer um crime precisa ter além da motivação, também a oportunidade para realizá-lo. Os administradores também só devem realizar gastos desnecessários quando tiverem administrando empresas com recursos livres disponíveis

A pesquisa também conseguiu observar que há influência da estrutura de capital sobre a lucratividade do capital investido pelos sócios, pois, na amostra, empresas mais alavancadas possuíam maior retorno sobre o patrimônio líquido. Como contribuição para a análise de empresas pode-se esperar que empresas com maior participação de capital de terceiros tenham um maior retorno sobre o capital próprio (patrimônio líquido)

A pesquisa também verificou que a hipótese proposta pela estratégia egoística número 1 não foi aplicável na amostra pesquisada, o retorno não foi maior sobre o ativo total em empresas mais alavancadas. Isso abre a discussão se a parte da teoria pode ser realmente aplicada. Devido as restrições da pesquisa (a pesquisa foi feita apenas com informações do ano 2008) seria interessante em pesquisas futuras que fosse verificado mais anos subseqüentes.

A parte da Teoria de Custo de Agência das dívidas que propõem que empresas com melhor avaliação teriam maior participação de capital de terceiros se demonstrou, na amostra pesquisada, plausível. Como contribuição para a análise de empresas brasileiras listadas na Bovespa pode-se esperar que empresas com melhor avaliação ou seja empresas com boas perspectivas sejam mais alavancadas do que empresas com pior avaliação.

Para trabalhos futuros fica a sugestão que esse mesmo estudo seja realizado em anos subseqüentes como maneira de verificar um padrão. Outras

variáveis relacionadas a avaliação da empresa também podem ser utilizadas, como exemplo: idade da empresa, reputação dos gestores. Seria também interessante para ampliar o conhecimento sobre o assunto, realizar uma pesquisa vinculando as disponibilidades com o custo de capital próprio.

## 6. REFERÊNCIAS

ADV N Brasil Disponível em: <http://br.advfn.com>. Acessado em: 21/06/2009

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti. Curso de administração financeira. 1ª Ed. São Paulo: Editora Atlas, 2009-05-26

BARROS, Lucas. Valor da empresa e Estrutura de capital. 1ª Ed. São Paulo: Saint Paul Editora, 2005

BEDICKS, Heloisa. *Colunista InfoMoney: Remuneração da alta administração na crise*

Disponível em:  
<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=1446057&path=/investimentos/noticias/colunistas/>  
Acessado em: 26/05/2009

Brigham, Eugene. Houston, Joel. Fundamentos da moderna administração financeira. 7ª Ed. Rio de Janeiro: Campus, 1999

EID JR., W. Custo e estrutura de capital: o comportamento das empresas brasileiras. REvista de administração de Empresas, v. 36, n. 4, p. 51-59, 1996

FIGUEIREDO, Sandra. Estudo sobre a determinação do valor da empresa.

Disponível em:  
[http://www.isesonline.com.br/downloads/sandra/trabalhos\\_apresentados/ESTUDO\\_SOBRE\\_A\\_DETERMINACAO\\_DO\\_VALOR\\_DA\\_EMPRESA.pdf](http://www.isesonline.com.br/downloads/sandra/trabalhos_apresentados/ESTUDO_SOBRE_A_DETERMINACAO_DO_VALOR_DA_EMPRESA.pdf)  
Acessado em: 26/05/2009

Guiainvest - análise de ações. Disponível em: [www.guiainvest.com.br](http://www.guiainvest.com.br). Acessado em: 21/06/2009

GIL, Antônio. Como classificar as pesquisas?

Disponível em:  
[http://www.professordilson.pro.br/omono/Classifica%C3%A7%C3%A3o\\_de\\_Pesquisas.doc](http://www.professordilson.pro.br/omono/Classifica%C3%A7%C3%A3o_de_Pesquisas.doc)  
Acessado em: 26/05/2009

Gimenes, Fátima. Gimenes, Régio. Fatores que interferem na Captação de Novos Recursos em Cooperativas Agropecuárias. Disponível em:

<http://www.mestradoadm.unifacs.br/revista/PDFs/Revista%20GP%206.pdf#page=23>.  
Acessado em: 22/06/2009

GITMAN, Lawrence J. Princípios de Administração Financeira. 10ª. Edição. São Paulo: Pearson Educatio do Brasil, 2004

HOUSTON, Joel; BRIGHAM, Eugene. Fundamentos da Moderna Administração Financeira. 7ª. Ed. São Paulo: Editora Campus, 1999

JAFFE, Ross. *Administração Financeira. Corporate Finance*. 2ª. Edição. São Paulo: Editora Atlas, 2002.

KAYO, Eduardo; MARTIN, Diógenes; NAKAMURA, Wilson. Proposta para determinação da estrutura de capital ótima, na prática.  
Disponível em: <http://www.am.unisal.br/pos/stricto-administracao/pdf/artigo-01-01-04.pdf>  
Acessado em: 26/05/2009

KAYO, Eduardo; FAMÁ, Rubens. Teoria de Agência e crescimento. Evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento.  
Disponível em: [http://volpi.ea.ufrgs.br/teses\\_e\\_dissertacoes/td/004027.pdf](http://volpi.ea.ufrgs.br/teses_e_dissertacoes/td/004027.pdf)  
Acessado em: 26/05/2009

kiMUra, H.; Lintz, a. c.; Suen, a. s. Uma contribuição da teoria de opções para a avaliação dos custos de agência. Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo, v. 1, n. 6, 1998

LAMEIRA, Valdir. A Estrutura de Capital das Sociedades Anônimas. 1ª Edição. Rio de Janeiro: Editora Forense Universitária, 2001.

Meckling, W. ;Jensen, M, Theory of *the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, v. 3. p. 305-360. Julho - 1976.

MORAES, Eduardo. *Determinantes da estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa*.  
Disponível em: [http://volpi.ea.ufrgs.br/teses\\_e\\_dissertacoes/td/004027.pdf](http://volpi.ea.ufrgs.br/teses_e_dissertacoes/td/004027.pdf)  
Acessado em: 26/05/2009

MOORE, David. A estatística básica e sua prática. 3ª. Ed. São Paulo: Editora CTC, 2005.

Oliveira, Raquels. A Lei de Sarbanes-Oxley como nova motivação para mapeamento de processos nas organizações. Disponível em: [http://www.abepro.org.br/biblioteca/ENEGEP2006\\_TR450313\\_8769.pdf](http://www.abepro.org.br/biblioteca/ENEGEP2006_TR450313_8769.pdf). Acessado em 23/04/2009

PADOVEZE, Clóvis. Contabilidade Gerencial. 4ª Ed. São Paulo: Editora Atlas, 2004

RÉGIO, Gimenes. *O modelo Pecking Order Hypothesis, a importância do controle de capital votante e as relações no mercado de Insumo produto*. Revista Akropolis,) jan/mar de 2000.

Souza, Marlon; Figueiredo, Mariana. A Lei Sarbanes-Oxley e Sua Importância para as Companhias Abertas Brasileiras a partir do Ano de 2004. Disponível em: <http://www.atena.org.br/revistacrc/ojs-2.1.1/index.php/PENSAR/article/viewFile/174/158>. Acessado em 22/06/2009

MONTREAU, Charles. *Estrutura de Capital*.

Disponível em: [http://www.dca.ufpe.br/nefi/estrutura\\_de\\_capital.pdf](http://www.dca.ufpe.br/nefi/estrutura_de_capital.pdf)  
Acessado em: 01/03/2009

NUNES, Iran; OLIVEIRA, Márcio; TSUKAHARA, Marianaara. *Nova lei de falências: recuperação judicial*.

Disponível em:  
[http://www.administradores.com.br/producao\\_academica/nova\\_lei\\_de\\_falencias\\_recuperacao\\_judicial/213/download/](http://www.administradores.com.br/producao_academica/nova_lei_de_falencias_recuperacao_judicial/213/download/)

Acessado em: 15/05/2009

ROBERT, Solomon. Teoria da administração financeira. 3ª. Ed. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1997.

SANTOS, Hermes Mendes. *Conselhos de administração: um estudo do uncionamento da governança corporativa no contexto brasileiro*. Dissertação (Mestrado em Administração) -FEA-USP, São Paulo: 2003

SANTOS, José. Avaliação de Empresas. 2ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2008

SILVA, José. Análise Financeira das empresas. 8ª. Ed. São Paulo: Editora Atlas, 2006

SIRIHAL, Alexandre; Melo, Alfredo. Estrutura de capital: Benefícios e Contra-Benefícios fiscais do endividamento. Disponível em:  
<http://www.anpad.org.br/enanpad/1999/dwn/enanpad1999-fin-06.pdf>. Acessado em: 22/06/2009

## 7. Apêndice

Empresa	Código	Demonstração	Data	Período	Ativo Permanente	Ativo Total	Disponibilidades	Receita Líquida	Lucro Líquido	Nº de Ações - Mil	Ações X Preço unitário	Patr. Líquido	Capital de terceiros
521 PARTICIP	QVUM	Consolidada	31/12/2008	12m	4.471.454	8.118.040	1929	4.161.924	673.480	2.405	-	2.837.413	5.280.627
524 PARTICIP	QVQP	Companhia	30/09/2008	9m	-	727	141	-	(64)	134.456	-	661	66
ABNOTE	ABNB	Consolidada	31/12/2008	12m	348.243	660.858	13052	678.695	53.886	51.038	548.657	336.407	324.451
ABYARA	ABYA	Consolidada	31/12/2008	12m	37.761	1.221.004	5189	261.032	30.296	50.852	76.787	188.848	1.032.156
ACOS VILL	AVIL	Consolidada	31/12/2008	12m	719.101	1.964.276	554759	2.265.902	391.776	3.293.055	1.647	955.969	1.008.307
AES ELPA	AELP	Consolidada	31/12/2008	12m	7.650.122	13.567.591	6292	7.608.837	464.945	95.061	1.640.000	1.421.540	12.146.051
AES SUL	AESL	Companhia	31/12/2008	12m	1.479.793	2.218.931	86463	1.409.595	44.896	278	2.808.000	605.510	1.613.421
AES TIETE	GETI	Consolidada	31/12/2008	12m	1.230.068	2.514.576	835415	1.621.172	692.462	381.253	5.662.000	501.037	2.013.539
AFLUENTE	AFLU	Companhia	31/12/2008	12m	81.388	116.045	23229	45.764	35.550	18.724	299.018	98.990	17.055
AGCONCESSOES	ANDG	Consolidada	31/12/2008	12m	2.560.025	4.419.493	54917	2.040.003	188.275	111.051	-	804.520	3.614.973
AGRA INCORP	AGIN	Consolidada	31/12/2008	12m	117.530	1.995.802	152840	493.570	10.523	239.296	430.735	900.525	1.095.277
AGRENCO	AGEN	Consolidada	31/03/2008	3m	701.146	3.024.075	71282	1.169.110	26.426	154.056	808.794	629.986	2.394.089
AGROENERGIA	NAAG	Consolidada	31/01/2009	9m	1.036.931	1.760.586	37161	816.125	(58.872)	179	-	375.151	1.385.435
ALIPERTI	APTI	Consolidada	31/12/2008	12m	67.582	166.665	24981	62.661	3.443	182	91.260	91.139	75.526
ALL AMER LAT	ALLL	Consolidada	31/12/2008	12m	7.665.986	11.765.573	929500	2.509.227	176.726	2.884.177	5.768.000	2.495.533	9.270.040
ALL NORTE	FRRN	Consolidada	31/12/2008	12m	2.026.732	3.478.707	1027576	801.773	5.657	707.543	-	207.353	3.271.354
ALPARGATAS	ALPA	Consolidada	31/12/2008	12m	725.574	1.798.210	142506	1.658.790	173.181	17.418	818.646	971.192	827.018
AMAZONIA CEL	TMAC	Companhia	31/12/2008	12m	166.999	397.861	18896	523.332	(18.477)	5.888	1.838.000	106.415	291.446
AMBEV	AMBV	Consolidada	31/12/2008	12m	23.072.222	37.270.096	827813	20.899.468	3.059.478	614.003	62.223.000	17.278.138	19.991.958
AMERICEL	AMCE	Companhia	31/12/2008	12m	1.005.258	2.440.924	31617	3.453.451	133.345	21.364.074	384.553	1.040.764	1.400.160
AMIL	AMIL	Consolidada	31/12/2008	12m	749.176	2.470.097	461723	4.319.803	216.903	359.430	2.588.000	1.192.588	1.277.509
AMPLA ENERG	CBEE	Companhia	31/12/2008	12m	2.447.861	4.487.121	461422	2.451.329	281.386	3.922.515.918	3.060.000	1.545.902	2.941.219
AMPLA INVEST	AMPI	Consolidada	31/12/2008	12m	2.108.538	3.270.035	34606	1.914.052	(5.505)	12.000.000	348.000	186.957	3.083.078
ANHANGUERA	AEDU	Consolidada	31/12/2008	12m	1.217.281	1.478.288	7040	654.166	(26.016)	857.628	2.358.000	977.901	500.387
ARACRUZ	ARCZ	Consolidada	31/12/2008	12m	7.739.137	11.867.860	2028	3.696.930	(4.213.455)	1.030.588	2.566.000	962.495	10.905.365
AUTOBAN	ANHB	Companhia	31/12/2008	12m	1.144.282	1.488.204	14846	1.069.139	340.302	175.000	-	422.676	1.065.528
B2W VAREJO	BTOW	Consolidada	31/12/2008	12m	461.037	2.454.241	727679	3.116.911	77.443	110.210	2.623.000	223.266	2.230.975
BAESA	BESA	Companhia	31/12/2008	12m	1.341.408	1.495.461	90774	288.206	29.065	398.381	-	553.987	941.474
BAN ARMAZENS	CBAG	Consolidada	31/12/2008	12m	32.754	39.629	195	48.869	1.388	202	14.142	12.739	26.890
BARDELLA	BDLL	Consolidada	31/12/2008	12m	109.391	678.161	27852	510.438	13.027	1.600	214.384	217.291	460.870
BAUMER	BALM	Companhia	30/09/2008	9m	10.255	54.781	1743	49.539	1.515	980	41.104	30.766	24.015
BEMATECH	BEMA	Consolidada	31/12/2008	12m	193.511	485.694	109124	317.863	51.716	52.636	304.762	379.351	106.343
BETAPART	BETP	Consolidada	31/12/2008	12m	1.662	5.991	2661	2.828	46	2.762	-	4.410	1.581
BGPAR	BGPR	Companhia	31/12/2008	12m	19.311	37.610	3014	-	(5.358)	13.918	-	11.994	25.616
BIC MONARK	BMKS	Consolidada	31/12/2008	12m	3.467	226.173	109046	37.874	10.605	455	250.567	181.925	44.248
BONAIRE PART	BNPA	Consolidada	31/12/2008	12m	1.194.079	2.259.053	188258	1.227.881	195.635	66.729	-	802.206	1.456.847
BR BROKERS	BBRK	Consolidada	31/12/2008	12m	267.450	445.849	37299	205.653	26.521	164.530	271.475	369.978	75.871
BRASCAN RES	BISA	Consolidada	31/12/2008	12m	247.396	4.291.669	30152	792.323	102.837	251.008	824.787	1.514.780	2.776.889
BRASIL T PAR	B RTP	Consolidada	31/12/2008	12m	7.544.669	19.437.435	1231247	11.296.835	782.206	362.488	6.311.000	5.763.612	13.673.823
BRASIL TELECOM	BRTD	Consolidada	31/12/2008	12m	7.538.086	17.670.188	580978	11.296.835	1.029.816	547.499	7.066.000	6.240.952	11.429.236

Fonte:

[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)

[www.advfn.com](http://www.advfn.com)

Empresa	Código	Demonstração	Data	Período	Ativo Permanente	Ativo Total	Disponibilidades	Receita Líquida	Lucro Líquido	Nº de Ações - Mil	Ações X Preço unitário	Patr. Líquido	Capital de terceiros
BRASILIANA	ENGP	Consolidada	31/12/2008	12m	10.508.570	18.206.079	227838	8.366.422	628.790	650.000		3.464.059	14.742.020
BRASKEM	BRKM	Consolidada	31/12/2008	12m	12.802.142	22.701.942	2925188	17.959.507	(2.492.107)	507.541	2.817.000	3.679.857	19.022.085
BRASMOTOR	BMTO	Companhia	31/12/2008	12m	686.647	792.691	269	-	325.428	2.864.444	1.346.000	790.456	2.235
CACIQUE	CIQU	Consolidada	31/12/2008	12m	164.383	449.968	4871	476.644	4.164	24.948	124.740	188.350	261.618
CAMARGO CIM	CCCI	Consolidada	31/12/2008	12m	4.024.377	5.458.995	230482	2.652.372	186.416	203.256		3.059.316	2.399.679
CARAIBA MET	CRBM	Companhia	31/12/2008	12m	526.960	2.446.648	525686	2.470.844	12.114	30.009	1.800.000	859.985	1.586.663
CASAN	CASN	Companhia	31/12/2008	12m	997.459	1.446.722	8162	415.967	18.117	702.560	10.538.000	989.918	456.804
CC DES IMOB	CCIM	Consolidada	31/12/2008	12m	122.862	1.821.171	11283	579.322	51.753	113.000	267.614	630.917	1.190.254
CCR RODOVIAS	CCRO	Consolidada	31/12/2008	12m	3.741.965	6.270.575	775133	2.734.214	713.586	403.102	9.525.000	1.578.527	4.692.048
CEB	CEBR	Consolidada	31/12/2008	12m	1.103.863	1.646.254	5747	953.672	66.941	9.183	117.542	343.924	1.302.330
CEDRO	CEDO	Consolidada	31/12/2008	12m	175.884	352.030	6290	404.209	24.015	3.569	153.434	188.643	163.387
CEEE-D	CEED	Companhia	31/12/2008	12m	949.502	1.869.659	39880	1.602.359	15.908	387.229.829		24.870	1.844.789
CEEE-GT	EEEL	Companhia	31/12/2008	12m	1.435.929	1.790.534	4899	597.629	123.896	387.229.828		434.781	1.355.753
CEG	CEGR	Companhia	31/12/2008	12m	1.382.928	1.906.186	53673	2.018.543	131.066	51.927.546	1.428.000	530.949	1.375.237
CELESC	CLSC	Consolidada	31/12/2008	12m	1.968.415	4.442.885	2969	3.520.893	258.444	38.571	1.346.000	1.638.252	2.804.633
CELGPAR	GPAP	Consolidada	31/12/2008	12m	2.427.514	6.253.829	49	1.809.083	(253.942)	32.780	327.800	486.814	5.767.015
CELPA	CELP	Companhia	31/12/2008	12m	2.040.890	3.727.190	106220	1.263.611	38.767	63.851	766.212	1.109.367	2.617.823
CELPE	CEPE	Companhia	31/12/2008	12m	1.505.859	3.517.570	131300	2.214.524	466.313	74.612	2.015.000	1.308.262	2.209.308
CELUL IRANI	RANI	Consolidada	31/12/2008	12m	397.927	563.540	1266	388.391	(54.223)	8.101	275.124	49.943	513.597
CEMAR	ENMA	Companhia	31/12/2008	12m	1.126.170	2.226.490	271538	999.365	227.803	164.110		589.210	1.637.280
CEMAT	CMGR	Companhia	31/12/2008	12m	1.749.114	3.230.552	40286	1.249.633	84.561	118.853	594.265	1.129.436	2.101.116
CEMIG	CMIG	Consolidada	31/12/2008	12m	12.707.950	24.341.468	256906	10.890.319	1.887.035	496.089	15.761.000	9.351.634	14.989.834
CEMIG DIST	CMGD	Companhia	31/12/2008	12m	4.366.668	9.610.382	442421	6.146.654	709.358	2.261.998		2.476.011	7.134.371
CEMIG GT	CMGT	Consolidada	31/12/2008	12m	5.845.447	7.673.059	852213	2.947.740	985.753	2.896.785		3.481.139	4.191.920
CENT AÇU	CTLG	Companhia	31/12/2008	12m	84.750	84.752	2	-	(18.002)	103.127		83.712	1.040
CENT MIN-RIO	CTMI	Companhia	31/12/2008	12m	804.969	804.970	1	-	(132.460)	492		804.791	179
CESP	CESP	Companhia	31/12/2008	12m	14.636.692	17.061.183	411806	2.479.693	(2.351.639)	327.503	4.942.000	7.904.531	9.156.652
CIA HERING	HGTX	Consolidada	31/12/2008	12m	182.000	692.141	102353	514.916	37.722	53.927	428.188	242.765	449.376
COELBA	CEEB	Companhia	31/12/2008	12m	2.276.089	4.235.938	334809	3.115.104	814.805	188.177	5.173	1.631.205	2.604.733
COELCE	COCE	Companhia	31/12/2008	12m	1.736.893	2.781.587	15838	1.915.044	338.523	77.855	1.750.000	917.101	1.864.486
COMGAS	CGAS	Companhia	31/12/2008	12m	2.617.349	4.012.519	39726	3.989.074	514.045	119.823	3.965.000	1.137.081	2.875.438
COMPANY	CPNY	Consolidada	31/12/2008	12m	434	837.258	6105	355.676	15.210	72.006	169.214	218.712	618.546
CONC RIO TER	CRTE	Companhia	31/12/2008	12m	65.037	85.527	12276	89.831	20.008	86		59.498	26.029
CONCEPA	CNCP	Companhia	31/12/2008	12m	337.396	357.343	1646	107.349	(2.109)	46.674		169.821	187.522
CONFAB	CNFB	Consolidada	31/12/2008	12m	319.671	2.094.887	411927	2.270.218	508.090	361.207	1.355.000	1.242.923	851.964
CONST BETER	COBE	Consolidada	31/12/2007	12m	5.502	60.003	90011	44.094	(21.014)	1.127.641		19.709	40.294
CONTAX	CTAX	Consolidada	31/12/2008	12m	389.267	992.686	16132	1.774.728	92.409	14.777	575.113	282.698	709.988
COPASA	CSMG	Consolidada	31/12/2008	12m	4.613.061	6.258.495	786128	2.060.206	407.781	114.796	2.160	3.803.301	2.455.194
COPEL	CPLC	Consolidada	31/12/2008	12m	7.562.732	13.253.626	318455	5.458.778	1.078.744	273.655	6.568	8.053.087	5.200.539
COSAN	CSAN	Consolidada	31/01/2009	9m	6.163.246	11.039.396	689652	3.920.299	(433.606)	327.205	3.443.000	3.696.553	7.342.843
COSAN LTD	CZLT	Consolidada	31/01/2009	9m	6.615.571	11.964.568	1152413	3.920.299	(1.103.276)	270.687		3.436.992	8.527.576
COSERN	CSRN	Companhia	31/12/2008	12m	492.422	1.330.081	37556	796.266	212.344	168.074	1.445.000	551.633	778.448

Fonte:  
[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)  
[www.advfn.com](http://www.advfn.com)

Empresa	Código	Demonstração	Data	Período	Ativo Permanente	Ativo Total	Disponibilidades	Receita Líquida	Lucro Líquido	Nº de Ações - Mil	Ações X Preço unitário	Patr. Líquido	Capital de terceiros
COTEMINAS	CTNM	Consolidada	31/12/2008	12m	1.471.521	3.511.517	96448	3.158.883	13.624	116.574	437.153	1.460.072	2.051.445
CP CIMENTO	CPCM	Consolidada	31/12/2008	12m	236.170	570.419	63	336.806	20.927	214.672		212.474	357.945
CPFL ENERGIA	CPFE	Consolidada	31/12/2008	12m	9.438.617	16.243.172	15702	9.705.808	1.275.692	479.911	14.469.000	5.018.619	11.224.553
CPFL GERACAO	CPFG	Consolidada	31/12/2008	12m	3.569.252	4.392.290	31066	787.258	229.651	205.487.716	2.599.000	1.140.074	3.252.216
CPFL PIRATIN	CPFP	Companhia	31/12/2008	12m	774.957	1.811.056	107524	1.924.134	221.988	53.031.259	2.333.000	230.538	1.580.518
CR2	CRDE	Consolidada	31/12/2008	12m	18.180	563.533	36	230.739	37.561	46.136	152.249	378.570	184.963
CREMER	CREM	Consolidada	31/12/2008	12m	63.984	368.429	136879	324.250	28.359	31.680	297.792	310.705	57.724
CSU CARDSYST	CARD	Companhia	31/12/2008	12m	165.440	304.527	1598	363.811	9.536	48.572	111.716	127.483	177.044
CTBC TELECOM	CTBC	Consolidada	31/12/2008	12m	919.953	1.433.461	33232	1.272.510	58.714	340		264.524	1.168.937
CYRELA REALT	CYRE	Consolidada	31/12/2008	12m	405.334	7.557.503	243806	2.847.441	277.708	355.724	3.273.000	2.120.949	5.436.554
DALETH PART	OPDL	Consolidada	31/12/2008	12m	385.138	451.270	16	123.507	10.819	91.043		192.351	258.919
DASA	DASA	Consolidada	31/12/2008	12m	789.872	1.851.983	477203	1.137.525	(12.980)	57.403	1.290.000	478.902	1.373.081
DIMED	PNVL	Consolidada	31/12/2008	12m	33.761	275.749	18388	933.239	9.689	4.634	138.557	130.807	144.942
DIXIE TOGA	DXTG	Consolidada	31/12/2008	12m	508.617	1.220.732	2193	1.064.794	65.700	274.407	411.611	527.974	692.758
DOHLER	DOHL	Consolidada	31/12/2008	12m	36.770	315.683	109254	196.081	6.586	5.043	75.645	237.075	78.608
DROGASIL	DROG	Companhia	31/12/2008	12m	129.383	596.179	125204	1.260.147	51.173	59.060	590.600	355.313	240.866
DURATEX	DURA	Consolidada	31/12/2008	12m	1.907.200	3.373.447	358082	1.913.604	313.813	127.075	1.829.000	1.731.543	1.641.904
EBE	EBEN	Companhia	31/12/2008	12m	1.012.225	2.250.691	129091	2.070.481	205.716	39.091.735	684.496	680.031	1.570.660
ECODIESEL	ECOD	Consolidada	31/12/2008	12m	325.197	499.570	1013	350.982	(197.100)	126.311	62.936	104.338	395.232
ECONORTE	ECNT	Companhia	31/12/2008	12m	232.970	250.898	14430	88.590	3.671	13.600		154.740	96.158
ECOSUL	ECOS	Companhia	31/12/2008	12m	45.501	53.422	3865	77.925	23.984	17.755		20.850	32.572
ECOVIAS	ECOV	Companhia	31/12/2008	12m	974.581	1.039.587	21152	530.493	148.511	262.452		338.111	701.476
ELEKEIROZ	ELEK	Consolidada	31/12/2008	12m	256.271	659.119	77796	877.659	81.245	31.485	472.275	441.390	217.729
ELEKTRO	EKTR	Companhia	31/12/2008	12m	1.582.118	2.955.003	205020	2.512.477	391.787	193.759	2.364.000	1.103.032	1.851.971
ELETROBRAS	ELET	Consolidada	31/12/2008	12m	86.535.350	138.053.932	10104427	30.066.350	6.136.497	1.132.357	27.380.000	85.618.361	52.435.571
ELETROPAR	LIPT	Companhia	31/12/2008	12m	93.696	200.730	26511	-	10.664	10.390	440.536	118.587	82.143
ELETROP PAULO	ELPL	Companhia	31/12/2008	12m	6.689.524	12.556.389	1541853	7.529.860	1.027.109	167.344	4.267.000	3.298.824	9.257.565
ELUMA	ELUM	Companhia	31/12/2008	12m	138.590	748.156	134847	789.343	18.475	18.433	663.588	396.509	351.647
EMAE	EMAE	Companhia	31/12/2008	12m	625.160	1.142.258	18602	250.344	170.585	36.947	240.156	830.126	312.132
EMBRAER	EMBR	Consolidada	31/12/2008	12m	3.910.707	21.499.170	3622078	11.746.765	428.750	723.665	6.375.000	5.970.531	15.528.639
EMBRA TEL PAR	EBTP	Consolidada	31/12/2008	12m	10.084.620	15.185.259	1064	9.777.306	612.703	1.022.119.356	8.381.000	8.348.214	6.837.045
ENCORPAR	ECPR	Consolidada	31/12/2008	12m	66.661	86.973	368	3.276	7.276	1.900	28.405	84.662	2.311
ENERGIAS BR	ENBR	Consolidada	31/12/2008	12m	7.394.443	10.469.931	79443	4.904.156	388.779	143.025	3.232.000	3.542.918	6.927.013
ENERGIPE	ENSE	Companhia	31/12/2008	12m	619.841	1.023.218	138679	422.179	(20.490)	196		235.717	787.501
ENERGISA	ENGI	Consolidada	31/12/2008	12m	1.584.699	3.321.058	137287	1.640.097	104.961	210.864	1.350.000	604.625	2.716.433
ENERSUL	ENER	Companhia	31/12/2008	12m	859.162	1.796.344	148174	900.239	68.666	53.137.012	637.644	669.839	1.126.505
EQUATORIAL	EQTL	Consolidada	31/12/2008	12m	2.490.229	5.059.321	187258	2.346.027	300.114	105.638	5.523.000	1.101.126	3.958.195
ESCELSA	ESCE	Companhia	31/12/2008	12m	1.091.266	2.070.207	107027	1.301.014	122.398	5.876	1.011.000	685.144	1.385.063
ESTACIO PART	ESTC	Consolidada	31/12/2008	12m	297.834	634.485	117132	979.966	37.635	78.585	5.540	421.075	213.410
ETERNIT	ETER	Consolidada	31/12/2008	12m	141.315	385.842	2947	544.221	81.201	71.570	363.386	247.940	137.902
EUCATEX	EUCA	Consolidada	31/12/2008	12m	858.931	1.146.734	8080	700.936	59.330	92.433	268.056	531.296	615.438
EVEN	EVEN	Consolidada	31/12/2008	12m	26.879	1.715.386	112380	827.523	59.091	178.500	518.317	780.088	935.298

Fonte:

[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)

[www.advfn.com](http://www.advfn.com)

Empresa	Código	Demonstração	Data	Período	Ativo Permanente	Ativo Total	Disponibilidades	Receita Líquida	Lucro Líquido	Nº de Ações - Mil	Ações X Preço unitário	Patr. Líquido	Capital de terceiros
EXCELSIOR	BAUH	Companhia	31/12/2008	12m	6.824	25.231	3327	49.573	(1.806)	5.222	12.533	7.068	18.163
EZTEC	EZTC	Consolidada	31/12/2008	12m	6.616	916.341	168682	334.046	102.156	143.920	338.212	790.280	126.061
FERHERINGER	HER	Consolidada	31/12/2008	12m	345.037	1.891.585	250810	3.524.559	(253.164)	48.471	172.557	237.258	1.654.327
FERBASA	FESA	Consolidada	31/12/2008	12m	299.417	988.741	330146	878.914	336.008	88.280	599.421	842.114	146.627
FIAGO PART	FAGO	Companhia	30/09/2008	9m	521.190	536.944	6634	-	(2.629)	677.237	-	524.338	12.606
FIBAM	FBMC	Companhia	31/12/2008	12m	17.804	68.519	286	118.917	3.555	726	29.461	26.164	42.355
FORJA TAURUS	FJTA	Consolidada	31/12/2008	12m	187.368	813.015	45567	599.219	55.075	97.338	363.071	328.633	484.382
FORPART	FPRT	Consolidada	31/12/2008	12m	3.374	41.247	409	-	(2.365)	53.952	-	13.879	27.368
FOSFERTIL	FFTL	Consolidada	31/12/2008	12m	1.077.662	4.308.269	752885	3.429.472	772.659	422.473	4.719.000	1.918.003	2.390.266
FRAS-LE	FRAS	Consolidada	31/12/2008	12m	154.335	463.955	100321	432.295	25.522	67.354	156.261	208.125	255.830
FUTURETEL	FTRT	Consolidada	31/12/2008	12m	2	92.692	814	-	153.491	209.378	-	26.056	66.636
GAFISA	GFSA	Consolidada	31/12/2008	12m	283.711	5.538.858	172127	1.740.404	109.921	129.963	1.363.000	1.612.419	3.926.439
GER PARANAP	GEPA	Companhia	31/12/2008	12m	2.846.799	3.355.185	313107	707.811	148.332	94.433	1.423.000	2.141.931	1.213.254
GERDAU	GGBR	Companhia	31/12/2008	12m	17.549.858	24.317.921	61444	-	2.881.243	1.420.408	21.391.000	17.959.606	6.358.315
GERDAU MET	GOAU	Companhia	31/12/2008	12m	9.805.300	9.960.938	133	-	1.241.649	406.423	8.185.000	8.528.549	1.432.389
GLOBEX	GLOB	Consolidada	31/12/2008	12m	280.699	2.412.965	733354	3.769.435	16.559	123.804	625.210	745.691	1.667.274
GOL	GOLL	Consolidada	31/12/2008	12m	4.023.045	6.592.274	216285	6.409.578	(1.384.743)	200.727	1.989.000	1.304.047	5.288.227
GFC PART	GPCP	Consolidada	30/09/2008	9m	328.823	741.820	6029	589.005	8.243	104.425	99.204	125.599	616.221
GRADIENTE	IGBR	Consolidada	31/12/2006	12m	125.257	736.535	39649	1.381.623	(114.488)	10.505	160.993	3.944	732.591
GRAZZIOTIN	CGRA	Consolidada	31/12/2008	12m	36.218	199.375	59468	220.880	30.527	21.545	129.267	145.447	53.928
GRENDENE	GRND	Consolidada	31/12/2008	12m	163.789	1.628.300	768537	1.324.611	243.162	100.000	1.270.000	1.259.355	368.945
GRUCAI	GRUC	Consolidada	31/12/2008	12m	1.308	2.056	30	417	(330)	88	1.270.000	496	1.560
GTD PART	GTDP	Companhia	31/12/2008	12m	17.538	21.147	401	-	2.666	166.356	321.067	18.671	2.476
GUARANI	ACGU	Consolidada	31/12/2008	9m	1.962.768	3.044.534	194846	849.212	(241.391)	167.294	588.510	1.003.463	2.041.071
GUARARAPES	GUAR	Consolidada	31/12/2008	12m	965.225	1.982.483	7019	1.909.998	136.938	62.400	1.123.000	1.326.798	655.685
GVT HOLDING	GVTT	Consolidada	31/12/2008	12m	1.926.218	3.248.263	10753	1.320.184	30.618	128.280	12.347.000	1.792.049	1.456.214
HELBOR	HBOR	Consolidada	31/12/2008	12m	44.468	937.375	52455	345.725	48.382	52.597	145.694	364.732	572.643
HYPERMARCAS	HYPE	Consolidada	31/12/2008	12m	2.280.595	3.565.389	149705	1.332.994	(207.876)	198.601	2.645.000	1.916.528	1.648.861
IDEIASNET	IDNT	Consolidada	31/12/2008	12m	91.369	424.251	4235	877.186	(9.639)	104.252	249.162	189.161	235.090
IENERGIA	IENG	Consolidada	31/12/2008	12m	36.571	524.815	1219	26.354	146.397	344.209	65.400	311.604	213.211
IGUACU CAFE	IGUA	Consolidada	31/12/2008	12m	122.119	514.961	2242	610.715	7.477	29.053	181.581	121.488	393.473
IND CATAGUAS	CATA	Consolidada	31/12/2008	12m	75.678	215.068	29162	155.137	9.212	145	-	105.146	109.922
INDS ROMI	ROMI	Consolidada	31/12/2008	12m	261.908	1.662.979	115398	696.124	112.953	76.271	551.620	679.243	983.736
INEPAR	INEP	Consolidada	31/12/2008	12m	269.918	2.278.336	2007	1.019.087	77.873	6.573	101.158	183.916	2.094.420
INPAR S/A	INPR	Consolidada	31/12/2008	12m	75.010	1.667.026	53748	566.784	(74.974)	94.952	694.673	618.337	1.048.689
INVEPAR	IVPR	Consolidada	31/12/2008	12m	146.733	221.861	1665	156.341	54.389	102.580	-	154.051	67.810
INVEST TUR	IVTT	Consolidada	31/12/2008	12m	24.913	744.386	500579	5.902	(204.477)	945	949.391	690.874	53.512
INVESTCO	INVT	Companhia	31/12/2008	12m	1.387.903	1.445.157	8084	228.110	70.237	723.659	-	1.017.213	427.944
INMTEL	IVTL	Consolidada	31/12/2008	12m	8.235.504	20.225.778	37005	11.296.835	(69.049)	1.731.368	-	963.810	19.261.968
IOCHIP-MAXION	MYPK	Consolidada	31/12/2008	12m	390.945	1.133.879	69147	1.827.726	214.094	47.432	1.508	442.937	690.942
ITAPEBI	ITPB	Companhia	31/12/2008	12m	496.573	662.133	85776	268.512	109.328	105.000	-	226.159	435.974
ITAUTEC	ITEC	Consolidada	31/12/2008	12m	127.308	1.211.777	30176	1.786.616	40.543	11.651	349.530	453.094	758.683

Fonte:

[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)

[www.advfn.com](http://www.advfn.com)

Empresa	Código	Demonstração	Data	Período	Ativo Permanente	Ativo Total	Disponibilidades	Receita Líquida	Lucro Líquido	Nº de Ações - Mil	Ações X Preço unitário	Patr. Líquido	Capital de terceiros
J.MACEDO	JMCD	Consolidada	31/12/2008	12m	153.581	568.264	89143	1.271.383	41.460	21.832		226.309	341.955
JBS	JBSS	Consolidada	31/12/2008	12m	7.131.343	16.096.349	1522973	30.340.255	25.939	1.403.853	6.921.000	6.134.411	9.961.938
JEREISSATI	MLFT	Consolidada	30/09/2008	9m	5.287.925	10.351.955	9	2.397.094	(52.395)	956.280	497.266	856.319	9.495.636
JHSF PART	JHSF	Consolidada	31/12/2008	12m	763.662	1.614.747	25082	675.226	150.338	426.319	703.427	869.889	744.858
JOAO FORTES	JFEN	Consolidada	30/09/2008	9m	26.651	461.137	4445	84.701	(2.186)	80.000	250.000	177.669	283.468
JOSAPAR	JOPA	Consolidada	31/12/2008	12m	135.844	583.243	122689	774.232	27.653	10.582	169.418	179.787	403.456
KARSTEN	CTKA	Consolidada	31/12/2008	12m	70.291	317.380	22479	318.587	(43.794)	14.406	115.248	51.693	265.687
KEPLER WEBER	KEPL	Consolidada	31/12/2008	12m	114.192	417.310	19591	329.052	(3.312)	1.301.203	195.180	173.820	243.490
KLABIN S/A	KLBN	Consolidada	31/12/2008	12m	4.355.384	8.242.200	1639078	3.096.580	(348.646)	900.775	2.982.000	2.247.015	5.995.185
KLABINSEGALL	KSSA	Consolidada	31/12/2008	12m	112.011	1.326.421	8123	566.671	6.592	61.498	144.520	348.084	978.337
KROTON	KROT	Consolidada	31/12/2008	12m	301.635	536.654	5	279.558	30.560	213.530	379.778	434.010	102.644
LA FONTE TEL	LFTE	Consolidada	30/09/2008	9m	4.288.462	8.855.506	69880	2.267.755	(119.842)	543.801	326.281	142.560	8.712.946
LAEP	MILK	Consolidada	30/09/2008	9m	797.329	1.307.308	43151	1.093.211	(195.865)	142.681		272.660	1.034.648
LAHOTELS	MEOP	Consolidada	30/09/2008	9m	198.005	224.415	15294	20.696	(7.645)	163.512		155.867	68.548
LARK MAQS	LARK	Companhia	30/09/2008	9m	27.559	43.126	673	23.654	(279)	1.462	43.860	6.413	36.713
LE LIS BLANC	LLIS	Consolidada	31/12/2008	12m	67.484	210.880	38164	197.458	15.630	57.250	200.375	154.009	56.871
LF TEL	PITI	Consolidada	31/12/2008	12m	4.256.816	9.175.257	11384	3.313.750	(43.301)	705.686	914.215	207.709	8.967.548
LIGAFUTEBOL	BITY	Companhia	31/12/2008	12m	-	4.460	0	-	(76)	15.001		2.905	1.555
LIGHT	LIGH	Consolidada	31/12/2008	12m	3.633.456	8.980.612	456519	5.101.088	918.164	203.933.778	3.398.000	2.598.541	6.382.071
LIGHT S/A	LIGT	Consolidada	31/12/2008	12m	4.353.931	9.461.965	40256	5.386.644	974.453	203.934	4.458.000	2.803.704	6.658.261
LITEL	LTEL	Companhia	30/09/2008	9m	16.360.012	17.154.410	985	-	3.400.526	275.514		15.074.155	2.080.255
LIX DA CUNHA	LIXC	Companhia	30/09/2008	9m	95.617	296.777	3825	109	2.329	11.993	39.457	66.764	230.013
LLX LOG	LLXL	Consolidada	31/12/2008	12m	661.380	1.021.487	13237	16.442	(52.972)	358.493	575.772	442.123	579.364
LOCALIZA	RENT	Consolidada	31/12/2008	12m	1.709.501	2.055.039	110228	1.823.776	136.517	197.482	1.402.000	537.256	1.517.783
LOG-IN	LOGN	Consolidada	31/12/2008	12m	432.146	787.374	152113	443.936	83.373	85.618	432.370	601.451	185.923
LOJAS AMERIC	LAME	Consolidada	31/12/2008	12m	1.505.326	6.577.898	1096959	6.975.090	116.588	728.645	4.569.000	321.483	6.256.415
LOJAS RENNER	LREN	Consolidada	31/12/2008	12m	409.171	1.559.105	177753	2.183.407	162.450	121.596	1.906.000	711.493	847.612
LOPES BRASIL	LPSB	Consolidada	31/12/2008	12m	109.649	290.850	88205	231.977	(66.945)	49.448	326.357	1.302	289.548
LUPATECH	LUPA	Consolidada	31/12/2008	12m	706.449	1.616.687	282615	704.369	(87.377)	47.581	1.116.000	193.339	1.423.348
M G POLIEST	RHDS	Consolidada	31/12/2008	12m	625.329	1.517.618	21	1.502.495	(150.848)	8.024.960	561.747	196.229	1.321.389
M.DIASBRANCO	MDIA	Consolidada	31/12/2008	12m	1.425.725	2.364.130	54398	2.192.571	214.226	113.450	2.245.000	1.207.358	1.156.772
MAGNESITA SA	MAGG	Consolidada	31/12/2008	12m	3.626.975	5.563.975	238760	1.466.125	(53.861)	213.873	1.474.000	2.113.171	3.450.804
MANGELS INDL	MGEL	Consolidada	31/12/2008	12m	266.165	782.091	104155	698.599	1.992	17.350	399.042	204.887	577.204
MARCOPOLO	POMO	Consolidada	31/12/2008	12m	350.278	2.435.045	54713	2.532.163	134.446	222.840	706.403	683.509	1.751.536
MARFRIG	MRFG	Consolidada	31/12/2008	12m	4.399.349	9.155.172	774160	6.203.797	(35.500)	267.248	2.004.000	2.729.851	6.425.321
MARISA	MARI	Consolidada	31/12/2008	12m	311.485	1.498.567	848	1.394.959	49.984	184.503	590.410	598.163	900.404
MARISOL	MRSL	Consolidada	31/12/2008	12m	144.141	440.567	10853	352.650	21.348	112.254	130.215	233.980	206.587
MARLIM PART	MARL	Consolidada	31/12/2008	12m	-	691.413	1565	-	(33.809)	278.794		5.125	686.288
MEDIAL SAUDE	MEDI	Consolidada	31/12/2008	12m	548.229	937.106	191712	1.847.845	(162)	69.741	523.057	529.752	407.354
MELHOR SP	MSPA	Consolidada	31/12/2008	12m	798.291	989.267	317	495.141	21.725	6.573	526.234	194.326	794.941
MELPAPER	MLPA	Consolidada	31/12/2008	12m	217.978	441.703	3764	455.131	(12.249)	4.692	211.140	12.499	429.204
MENDES JR	MEND	Companhia	31/12/2008	12m	5.867	6.107.921	8	1.707	394.503	10.309	360.712	2.594.694	3.513.227

Fonte:

[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)

[www.advfn.com](http://www.advfn.com)

Empresa	Código	Demonstração	Data	Período	Ativo Permanente	Ativo Total	Disponibilidades	Receita Líquida	Lucro Líquido	Nº de Ações - Mil	Ações X Preço unitário	Patr. Líquido	Capital de terceiros
MET DUQUE	DUQE	Companhia	31/12/2008	12m	117.369	148.258	3858	99.868	1.113	2.816	80.284	102.123	46.135
METAL IGUACU	MTIG	Companhia	31/12/2008	12m	22.653	72.509	4818	71.649	(3.152)	290.016	92.805	42.090	30.419
METAL LEVE	LEVE	Consolidada	31/12/2008	12m	647.637	1.633.061	50505	1.866.631	62.256	30.454	502.491	446.528	1.186.533
METALFRIO	FRIO	Consolidada	31/12/2008	12m	298.692	856.522	113133	724.852	(87.937)	40.819	293.897	278.667	577.855
METISA	MTSA	Consolidada	31/12/2008	12m	36.233	160.932	33923	243.448	28.643	9.764.483	190.407	91.836	69.096
METRO RIO	OPRT	Companhia	31/12/2008	12m	439.215	584.807	277	325.750	42.828	105.212		130.467	454.340
MILLENNIUM	TIBR	Consolidada	31/12/2008	12m	321.832	566.190	5451	258.465	(19.907)	2.321.500	92.860	380.489	185.701
MINASMAQUINA	MMAQ	Companhia	31/12/2008	12m	10.752	61.592	3294	137.925	9.122	41	8.202	41.465	20.127
MINERVA	BEEF	Consolidada	31/12/2008	12m	685.385	2.018.221	441979	2.120.771	(215.543)	74.820	138.417	314.050	1.704.171
MPX ENERGIA	MPXE	Consolidada	31/12/2008	12m	1.245.597	3.456.922	1640801	8.105	204.078	6.831	956.340	2.095.847	1.361.075
MRS LOGIST	MRSA	Companhia	31/12/2008	12m	2.854.115	4.671.762	407451	2.955.007	663.190	340.000		1.551.827	3.119.935
MRV	MRVE	Consolidada	31/12/2008	12m	73.644	2.682.420	102285	1.110.748	231.030	135.779	1.331	1.551.761	1.130.659
MUNDIAL	MNDL	Companhia	30/09/2008	9m	339.791	878.682	15909	217.028	9.836	47.401	54.037	175.864	702.818
NADIR FIGUEI	NAFG	Consolidada	31/12/2008	12m	144.043	323.787	24909	274.642	15.806	13.579	51.600	193.171	130.616
NATURA	NATU	Consolidada	31/12/2008	12m	546.620	2.115.907	87513	3.618.019	518.111	429.064	8.154.000	698.422	1.417.485
NEOENERGIA	GNAN	Consolidada	31/12/2008	12m	8.649.463	15.837.438	1586784	6.290.933	1.474.274	5.850.636		8.075.740	7.761.698
NET	NETC	Consolidada	31/12/2008	12m	4.493.329	6.086.555	189329	3.690.409	(95.006)	338.739	4.558.000	2.643.397	3.443.158
NEWTEL PART	NEWT	Consolidada	31/12/2008	12m	-	89.553	3866	-	306.119	691.309		45.004	44.549
NOVADUTRA	NDUT	Companhia	31/12/2008	12m	667.125	740.183	25381	698.085	216.658	128.766		235.794	504.389
NOVAMARL PET	NVML	Companhia	31/12/2008	12m	-	53.090	3479	221.325	22.710	128.700		19.305	33.785
NOVAMARLIM	NVMP	Consolidada	31/12/2008	12m	-	51.760	3479	221.325	22.635	128.700		19.305	32.455
NUTRIPLANT	NUTR	Companhia	31/12/2008	9m	9.150	55.578	4067	37.581	(2.469)	5.217		26.003	29.575
ODERICH	ODER	Companhia	31/12/2008	12m	112.894	240.613	491	269.044	40	11.287		97.747	142.866
ODONTOPREV	ODPV	Consolidada	31/12/2008	12m	72.328	339.047	80850	318.205	55.153	25.165	578.795	244.414	94.633
OESTE PART	OPOE	Consolidada	31/12/2008	12m	462.971	615.962	3996	325.750	27.200	64.203		142.006	473.956
OGX PETROLEO	OGXP	Consolidada	31/12/2008	12m	2.049.670	9.747.932	3553739	-	359.884	32.320	17.000.000	9.166.729	582.203
OHL BRASIL	CHLB	Consolidada	31/12/2008	12m	2.353.318	2.558.272	5332	724.982	105.438	68.889	865.935	813.893	1.744.379
P.ACUCAR-CBD	PCAR	Consolidada	31/12/2008	12m	5.633.100	13.544.018	1253727	18.033.110	260.427	235.249	7.287.000	5.407.716	8.136.302
PANATLANTICA	PATI	Consolidada	31/12/2008	12m	31.144	204.818	33756	357.325	17.925	8.222	73.998	113.548	91.270
PARANAPANEMA	PMAM	Consolidada	31/12/2008	12m	695.229	3.320.395	1433	3.481.354	133.014	313.798	812.737	1.193.231	2.127.164
PARMALAT	LCSA	Consolidada	30/09/2008	9m	549.325	928.693	7268	894.215	(183.903)	2.453.256	52.606.000	40.231	888.462
PAUL F LUZ	PALF	Companhia	31/12/2008	12m	1.559.061	4.612.028	56351	4.346.114	590.316	36.324	17.189	497.388	4.114.640
PDG REALT	PDGR	Consolidada	31/12/2008	12m	373.136	3.246.747	145504	1.231.159	182.463	146.003	1.665.000	1.476.437	1.770.310
PERDIGAO S/A	PRGA	Consolidada	31/12/2008	12m	4.637.270	11.219.547	71706	11.393.030	54.372	206.528	6.142.000	4.110.618	7.108.929
PETROBRAS	PETR	Consolidada	31/12/2008	12m	207.333.721	292.163.842	11268314	215.118.536	32.987.792	8.774.076	200.400.000	138.365.282	153.798.560
PETROPAR	PTPA	Consolidada	31/12/2008	12m	376.873	690.282	152	459.816	(41.477)	16.402	508.298	222.317	467.965
PETTENATI	PTNT	Consolidada	31/12/2008	6m	148.884	262.225	33999	133.336	2.122	12.012	300.170	100.999	161.226
PLASCAR PART	PLAS	Consolidada	31/12/2008	12m	358.317	606.849	2	544.746	14.991	166.430	233.002	287.170	319.679
PORTOBELLO	PTBL	Consolidada	31/12/2008	12m	178.765	450.429	6446	408.581	(9.352)	159.009	411.833	4.836	445.593
POSITIVO INF	POSI	Consolidada	31/12/2008	12m	90.441	1.161.151	18333	1.927.415	136.075	85.976	593.234	570.009	591.142
PROFARMA	PFRM	Consolidada	31/12/2008	12m	27.978	915.485	44216	2.535.516	31.640	31.534	167.130	467.440	448.045
PRONOR	PNOR	Consolidada	31/12/2008	12m	168.891	471.369	26727	225.406	(32.762)	46.102	50.712	144.521	326.848

Fonte:

[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)

[www.advfn.com](http://www.advfn.com)

Empresa	Código	Demonstração	Data	Período	Ativo Permanente	Ativo Total	Disponibilidades	Receita Líquida	Lucro Líquido	Nº de Ações - Mil	Ações X Preço unitário	Patr. Líquido	Capital de terceiros
PROVIDENCIA	PRVI	Consolidada	31/12/2008	12m	465.531	1.044.773	216209	500.369	40.282	81.665	269.495	471.592	573.181
QGN PARTIC	QGNP	Consolidada	30/09/2008	9m	36.014	104.939	1	122.779	5.735	43.093.934		67.963	36.976
QUATTOR PETR	SZPQ	Consolidada	31/12/2008	12m	1.057.948	2.386.564	635007	1.790.977	(340.049)	226.695	1.904.000	687.836	1.698.728
RANDON PART	RAPT	Consolidada	31/12/2008	12m	792.469	2.215.764	129092	3.059.478	231.111	160.224	1.005.000	787.481	1.428.283
RASIP AGRO	RSIP	Companhia	31/12/2008	12m	45.309	101.018	17281	61.120	6.027	200.077	100.039	53.954	47.064
REDE ENERGIA	REDE	Consolidada	31/12/2008	12m	6.344.909	11.334.177	18917	3.995.756	205.338	322.075	1.804.000	1.134.346	10.199.831
RENAR	RNAR	Companhia	31/12/2008	12m	78.238	107.089	278	39.373	(3.331)	40.000	100.000	51.965	55.124
RIO GDE ENER	RGEG	Companhia	31/12/2008	12m	1.585.948	2.596.318	41985	1.668.686	164.033	807.169	1.178.000	1.178.194	1.418.124
RICOSULENSE	RSUL	Companhia	30/09/2008	9m	62.526	114.149	1181	92.266	679	583	58.300	12.784	101.365
RODOBENSIMOB	RDNI	Consolidada	31/12/2008	12m	33.998	1.039.784	33302	403.782	82.818	48.575	381.314	600.717	439.067
ROSSI RESID	RSID	Consolidada	31/12/2008	12m	39.745	2.865.539	227112	1.233.133	118.638	190.674	720.748	1.238.372	1.627.167
SABESP	SBSP	Consolidada	31/12/2008	12m	15.742.752	20.522.990	622059	6.351.672	1.008.085	227.836	6.325.000	10.492.429	10.030.561
SADIA S/A	SDIA	Consolidada	31/12/2008	12m	4.482.033	13.658.991	899339	10.728.642	(2.484.834)	672.951	2.524.000	410.884	13.248.107
SANEPAR	SAPR	Companhia	31/12/2008	12m	4.007.187	4.668.298	130746	1.292.519	141.880	414.082	641.827	1.936.744	2.731.554
SANTANENSE	CTSA	Consolidada	31/12/2008	12m	102.140	247.086	4436	280.024	32.916	39.299	32.116	169.969	77.117
SANTHER	STTZ	Companhia	31/12/2008	12m	400.831	645.171	26674	713.862	48.494	17		153.127	492.044
SANTOS BRAS	STBR	Companhia	31/12/2008	12m	886.718	1.467.249	165507	611.669	117.411	655.776	15.345.000	1.052.567	414.682
SANTOS BRP	STBP	Consolidada	31/12/2008	12m	1.216.514	1.531.922	67	727.114	47.139	655.776	839.393	1.126.260	405.662
SAO MARTINHO	SMTO	Consolidada	31/12/2008	9m	2.442.563	3.389.827	144780	507.185	(105.019)	112.869	2.939.000	1.542.125	1.847.702
SARAIVA LIVR	SLED	Consolidada	31/12/2008	12m	160.676	682.441	31730	1.093.478	72.033	28.230	469.747	335.882	346.559
SATIPEL	SATI	Consolidada	31/12/2008	12m	839.414	1.127.531	112928	520.173	75.095	109.114	409.178	521.084	606.447
SCHULZ	SHUL	Companhia	31/12/2008	12m	201.199	457.706	21701	493.075	(13.081)	12.763	216.843	101.290	356.416
SEB	SEBB	Consolidada	31/12/2008	12m	141.697	353.338	113858	263.305	25.727	282.635		288.158	65.180
SERGEN	SGEN	Consolidada	31/12/2008	12m	11.213	158.035	13027	5.056	(224)	24.275.032	109.238	104.827	53.208
SID NACIONAL	CSNA	Consolidada	31/12/2008	12m	10.654.567	31.497.439	94337	14.002.871	5.774.149	758.670	22.001.000	6.662.589	24.834.850
SLC AGRICOLA	SLCE	Consolidada	31/12/2008	12m	683.088	1.541.853	216308	413.660	44.611	97.712	1.368.000	716.338	825.515
SONDOTECNICA	SOND	Consolidada	31/12/2008	12m	2.374	81.744	23183	70.766	9.468	2.458	44.244	55.637	26.107
SOUZA CRUZ	CRUZ	Companhia	31/12/2008	12m	2.401.726	4.959.937	889295	5.198.676	1.212.117	305.690	13.481.000	1.723.090	3.236.847
SPRINGER	SPRI	Consolidada	30/09/2008	9m	110.280	233.049	8048	138.775	(2.543)	12.647	49.450	96.186	136.863
SPRINGS	SGPS	Consolidada	31/12/2008	12m	1.286.178	3.014.896	54798	2.882.521	(342.379)	143.647	535.803	1.592.636	1.422.260
SPTURIS	AHEB	Companhia	31/12/2008	12m	234.846	273.599	22537	115.892	(1.132)	4.198		61.326	212.273
SULTEPA	SULT	Consolidada	31/12/2008	12m	146.107	760.978	181	128.140	10.799	12.600	49.518	224.577	536.401
SUZANO HOLD	NEMO	Consolidada	31/12/2008	12m	7.390.080	13.251.037	77013	4.071.194	(143.145)	110.319	1.379.000	1.172.957	12.078.080
SUZANO PAPEL	SUZB	Consolidada	31/12/2008	12m	7.386.333	12.958.479	192063	4.063.596	(451.308)	306.516	3.706.000	3.736.659	9.221.820
TAM S/A	TAMM	Consolidada	31/12/2008	12m	7.714.786	13.223.865	408106	10.592.044	(1.360.107)	150.183	2.867.000	628.121	12.595.744
TECNISA	TCSA	Consolidada	31/12/2008	12m	76.885	1.455.345	34715	493.213	75.276	145.435	494.479	794.827	660.518
TECNOSOLO	TCNO	Companhia	31/12/2008	12m	17.669	138.018	7775	190.240	1.881	96.000	75.840	30.221	107.797
TEGMA	TGMA	Consolidada	31/12/2008	12m	325.112	589.491	40242	978.947	53.010	66.002	297.009	323.597	265.894
TEKNO	TKNO	Consolidada	31/12/2008	12m	20.662	212.486	114071	152.515	28.802	2.347	161.639	177.280	35.206
TELE NORT CL	TNCP	Consolidada	31/12/2008	12m	166.999	457.151	1721	523.332	37.579	6.702	14.784.000	86.890	370.261
TELEFONICA	TEFC	Consolidada	30/09/2008	9m	200.072.000	289.089.000	1597606	120.079.000	15.322.000	4.610.550		46.484.000	242.605.000
TELEMAR	TNLP	Consolidada	31/12/2008	12m	19.110.857	41.065.166	888927	18.735.910	1.154.280	382.289	12.314.000	9.591.017	31.474.149

Fonte:

[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)

[www.advfn.com](http://www.advfn.com)

Empresa	Código	Demonstração	Data	Período	Ativo Permanente	Ativo Total	Disponibilidades	Receita Líquida	Lucro Líquido	Nº de Ações - Mil	Ações X Preço unitário	Patr. Líquido	Capital de terceiros
TELEMAR N L	TMAR	Consolidada	31/12/2008	12m	19.159.307	40.086.207	7950195	18.665.298	1.520.548	238.391	13.231.000	9.984.248	30.101.959
TELEMAR PART	TLMP	Consolidada	31/12/2008	12m	19.970.998	42.708.940	714006	18.735.910	(7.257)	2.737.880		2.461.791	40.247.149
TELEMIG CL	TMGC	Companhia	31/12/2008	12m	927.129	2.349.357	621070	1.560.965	299.723	2.372	982.008	1.119.057	1.230.300
TELEMIG PART	TMCP	Consolidada	31/12/2008	12m	927.182	3.315.246	327664	1.560.965	259.317	36.877	1.293.000	1.793.531	1.521.715
TELESP	TLPP	Consolidada	31/12/2008	12m	12.023.197	19.992.009	1597606	15.978.985	2.419.971	505.841	23.122.000	10.045.692	9.946.317
TEMPO PART	TEMP	Consolidada	30/09/2008	9m	216.439	681.151	115	514.061	29.741	170.745	430.828	497.823	183.328
TENDA	TEND	Consolidada	31/12/2008	12m	20.497	1.544.030	177080	485.248	(38.209)	400.652	464.756	1.062.214	481.816
TERMOFE	TMPE	Companhia	31/12/2008	12m	835.312	1.078.564	59006	468.813	40.554	214.570		345.499	733.065
TERNA PART	TRNA	Consolidada	31/12/2008	12m	2.809.645	3.234.908	135524	613.523	187.545	263.459	1.931.000	1.476.109	1.758.799
TIM PART S/A	TCSL	Consolidada	31/12/2008	12m	9.765.433	16.239.468	39984	13.080.965	180.152	2.343.827	6.923.000	7.790.456	8.449.012
TOTVS	TOTS	Consolidada	31/12/2008	12m	642.187	1.040.333	113184	678.765	48.212	31.152	1.152.000	453.678	586.655
TRACTEBEL	TBLE	Consolidada	31/12/2008	12m	6.795.790	8.341.816	318620	3.441.044	1.115.153	652.742	12.108.000	3.170.788	5.171.028
TRAFÓ	TRFO	Companhia	31/12/2008	12m	27.209	165.451	14816	242.713	15.152	42.670	85.340	61.313	104.138
TRAN PAULIST	TRPL	Consolidada	31/12/2008	12m	4.309.881	5.669.603	104229	1.564.068	827.065	149.285	6.270.000	4.103.296	1.566.307
TREVISIA	LUXM	Consolidada	31/12/2008	12m	66.233	73.488	68	41.572	(3.448)	1.751	24.602	26.427	47.061
TRISUL	TRIS	Consolidada	31/12/2008	12m	23.792	906.412	231014	315.267	8.781	74.393	185.983	420.780	485.632
TRIUNFO PART	TPIS	Consolidada	31/12/2008	12m	1.638.827	1.810.642	8427	299.616	(89.954)	136.705	136.705	693.539	1.117.103
TUPY	TUPY	Consolidada	31/12/2008	12m	862.053	2.038.688	252577	1.767.753	168.575	57.138.751	628.526	777.386	1.261.302
UNIDAS	UNID	Consolidada	30/09/2008	9m	986.243	1.378.770	41318	201.488	2.967	128.251		426.663	952.107
UNIPAR	UNIP	Consolidada	31/12/2008	12m	8.020.520	11.919.403	437226	4.594.205	(152.311)	835.014	551.109	1.032.204	10.887.199
UOL	UOLL	Consolidada	31/12/2008	12m	121.388	966.583	533686	577.205	96.198	120.132	876.966	735.780	230.803
UPTICK	UPKP	Consolidada	31/12/2008	12m	48.256	104.813	5010	46.337	11.191	52.437		55.231	49.582
USIMINAS	USIM	Consolidada	31/12/2008	12m	14.417.988	27.580.053	1680978	15.706.529	3.224.433	493.600	13.090.000	15.028.943	12.551.110
USIN C PINTO	UCOP	Consolidada	31/01/2009	9m	907.004	1.550.312	155836	477.892	(19.078)	195.000	1.342.000	279.032	1.271.280
V C P	VCPA	Consolidada	31/12/2008	12m	9.611.767	12.797.764	367832	2.990.918	(1.310.347)	201.361	3.610.000	4.131.871	8.665.893
VALE R DOCE	VALE	Consolidada	31/12/2008	12m	123.663.473	185.779.471	6712703	70.540.994	21.279.629	5.213.512	124.551.000	96.274.640	89.504.831
VBC ENERGIA	NCNE	Consolidada	31/12/2008	12m	2.543.372	5.745.010	48584	2.746.835	353.809	3.773	-	1.251.131	4.493.879
VIAESTE	VOES	Companhia	31/12/2008	12m	817.734	971.652	42215	447.511	86.327	13.976.292		257.944	713.708
VICUNHA SID	VSID	Consolidada	30/09/2008	9m	17.051.981	29.278.340	73	10.613.840	781.809	1.048.933		3.949.410	25.328.930
VICUNHA TEXT	VINE	Consolidada	30/09/2008	9m	778.944	1.648.930	62613	871.978	(31.091)	12.303	406.122	526.331	1.122.599
VIVO	VIVO	Consolidada	31/12/2008	12m	11.678.394	23.785.104	10706	15.469.664	389.683	367.396	10.522.000	8.267.527	15.517.577
VULCABRAS	VULC	Consolidada	30/09/2008	9m	514.109	1.414.361	13	1.218.852	151.025	70.000	1.294.000	370.176	1.044.185
WEG	WEGE	Consolidada	31/12/2008	12m	1.188.738	5.772.774	88503	4.502.041	560.401	617.627	9.944.000	2.178.580	3.594.194
WEMBLEY	WMBY	Consolidada	31/12/2008	12m	1.539.487	3.689.205	40	3.162.159	26.594	24.000	720.000	471.158	3.218.047
WHIRLPOOL	WHRL	Consolidada	31/12/2008	12m	992.976	3.846.045	4983	5.924.437	662.823	1.502.786	3.952.000	1.572.388	2.273.657
WLM IND COM	SGAS	Consolidada	31/12/2008	12m	183.270	426.933	131961	645.505	85.350	7.283	209.676	335.059	91.874
YARA BRASIL	ILMD	Consolidada	31/12/2008	12m	436.893	1.990.602	11425	2.956.448	(356.894)	51.096	2.043.000	203.228	1.787.374
ZAIN PART	OPZI	Consolidada	31/12/2008	12m	3	5.964	6065	-	(14.953)	1.413.975		5.098	866

Fonte:

[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)

[www.advfn.com](http://www.advfn.com)