

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

**A ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS ABERTAS
DO SETOR DE CONSTRUÇÃO CIVIL INCORPORADORAS DE
EMPREENHIMENTOS IMOBILIÁRIOS: UM ESTUDO COMPARATIVO**

Rosana Tavares

Orientador: Prof. Dr. Rubens Famá

SÃO PAULO

2008

Profa. Dra. Suely Vilela
Reitora da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Carlos Roberto Azzoni
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Isak Kruglianskas
Chefe do Departamento de Administração

Prof. Dr. Lindolfo Galvão de Albuquerque
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração

ROSANA TAVARES

**A ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS ABERTAS
DO SETOR DE CONSTRUÇÃO CIVIL INCORPORADORAS DE
EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS: UM ESTUDO COMPARATIVO**

Tese apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Rubens Famá

SÃO PAULO

2008

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Tavares, Rosana

A estrutura de financiamento das empresas brasileiras abertas do setor de construção civil incorporadas de empreendimentos imobiliários: um estudo comparativo / Rosana Tavares. -- São Paulo, 2008.

160 p.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2008

Bibliografia.

1. Finanças das empresas 2. Captação de recursos financeiros 3. Financiamento – Estrutura 4. Capital (Economia) – Estrutura 5. Construção civil 6. Incorporação imobiliária I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade II. Título.

CDD – 658.15

Agradeço ao Prof. Dr. Rubens Famá pela orientação paciente e esclarecedora. A participação em suas aulas e o desenvolvimento deste trabalho sob sua orientação possibilitaram inestimável riqueza em ensinamentos.

Agradeço ao Prof. Dr. José Roberto Securato que auxiliou na ordenação das idéias para o desenvolvimento do tema. Agradeço, também, a oportunidade que me oferece de colaborar para as atividades do Laboratório de Finanças da Fundação Instituto de Administração.

Agradeço ao Prof. Dr. André Luiz Oda pelas importantes advertências na condução do tema e sugestões para a continuidade da pesquisa.

Agradeço ao Prof. Dr. Edson Ferreira de Oliveira, que já fazia recomendações úteis antes que a primeira linha tivesse sido escrita. Agradeço, especialmente, seu auxílio e atenção para a formatação e os detalhes de acabamento.

Agradeço ao Prof. Dr. José Roberto Ferreira Savoia, que acompanhou este Programa de Doutorado desde o início, aconselhando e ensinando.

Agradeço à Profa. Dra. Fernanda Finotti Cordeiro Perobelli, incentivadora desde os tempos do Programa de Mestrado, que dedicou sua experiência e conhecimentos no momento da elaboração desta pesquisa, trazendo valiosas sugestões e esclarecimentos.

Agradeço ao Prof. Dr. Antônio Airton Carneiro de Freitas que, de forma sempre atenta e paciente, auxiliou no tratamento dos dados estatísticos.

RESUMO

O objetivo principal desta tese é estudar a estrutura de financiamento das empresas brasileiras de capital aberto do setor de construção civil do segmento de incorporação de empreendimentos imobiliários e compreender o contexto das decisões de financiamento por emissão de ações, tomando por base algumas variáveis previamente consideradas na literatura e suportadas pela Teoria de Finanças. Secundariamente, analisa-se o perfil de financiamento das demais empresas brasileiras não financeiras de capital aberto, com a finalidade de comparar aos resultados encontrados para o setor. Para atingir o objetivo, são realizadas pesquisas bibliográfica, exploratória e empírico-analítica. A pesquisa bibliográfica busca o levantamento das principais correntes teóricas e evidências relacionadas ao tema. A pesquisa exploratória, descritiva e comparativa se caracteriza na análise de informações econômico-financeiras das empresas não financeiras de capital aberto e no estudo do seu perfil de financiamento. A partir de dados contábeis é desenvolvida estatística descritiva, para conhecer as fontes de recursos das empresas, com destaque para as construtoras, avaliando não só a proporção entre capital próprio e capital de terceiros, mas também o tipo de financiamento utilizado. Finalmente, a pesquisa empírico-analítica busca, através de modelo estatístico de regressão em painel, os determinantes da estrutura de financiamento do setor de construção civil e das empresas brasileiras não financeiras de capital aberto. A partir dos resultados obtidos, observa-se relação negativa entre endividamento total e tangibilidade e oportunidades de crescimento para a amostra de empresas do setor. Para a amostra ampla de empresas, por outro lado, observa-se relação positiva entre endividamento oneroso líquido e tangibilidade e negativa entre endividamento oneroso líquido e as variáveis oportunidades de crescimento e rentabilidade, resultados em conformidade com estudos anteriores sobre o tema. Também são observadas variações nas fontes de financiamento em função do porte e o do tipo de controle acionário. A análise dos tipos de dívida permitiu, também, identificar diferenças entre o setor e a amostra ampla de empresas. Conclui-se que as características setoriais influenciam a estrutura de financiamento; o setor de construção civil apresenta endividamento inferior à média das demais empresas, mais concentrado em moeda nacional e aplicações financeiras superiores à dívida onerosa; e o setor apresenta características que, de acordo com estudos anteriores em Finanças, indicam o baixo uso de recursos de terceiros e, que, portanto, explicariam as emissões de ações: baixa tangibilidade, empresas de menor porte, elevado crescimento, elevada volatilidade de resultados.

ABSTRACT

The main objective of this thesis is to study the financial structure of the Brazilian publicly held civil construction companies. The research focused on the incorporation of real estate developers industry. The purpose is to understand the fund raising structure stemming from stock issues, based on variables previously considered in literature and supported by the Theory of Finance. The second aim is to analyze the financing pattern of Brazilian non-finance publicly held companies and compare them to the sector's results. Bibliographical, empirical and analytical research was carried out. The bibliographical research consisted of an empirical analysis of the main theoretical works. The descriptive and comparative research looked at economic and financial statements of publicly held companies and their financing structure. The analysis was supported by descriptive statistics to identify the companies' sources of funds and focused on construction firms to assess not only the debt-equity ratio, but also the type of financing applied. Finally, the empiric-analytical research looked at the determinant factors of the financing structure for both the civil construction industry and the Brazilian publicly held companies, through a statistical panel regression model. Results unveil a negative relation between total debt-equity ratio and both asset structure and growth for the industry sample. On the other hand, a positive relation between net onerous indebtedness and asset tangibility as well as a negative relation between net onerous indebtedness and growth and yield were observed for the total sample of publicly held companies. Those findings were in compliance with the findings observed in previous studies on the same topic. In addition, variations in the financing sources resulting from the firm size and of the type of shareholding control were observed. The analysis of the types of debt also enabled the identification of differences between the civil construction industry and the total sample of corporations. The conclusion is that industry characteristics influence the financial structure; the civil construction industry presents low debt-equity ratio in relation to the average of the companies, which is concentrated in domestic funds, and, additionally, its cash and short-term investments are higher than its onerous debt; the industry presents characteristics that, in accordance with previous studies in the Finance field, indicate the low debt rates which in turn explains the recent issues of shares: low asset tangibility, small size, growth, and high volatility of earnings.

SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS.....	2
LISTA DE QUADROS.....	3
LISTA DE TABELAS.....	4
1 INTRODUÇÃO.....	5
1.1 Situação Problema.....	5
1.2 Justificativa.....	8
1.3 Objetivo do Trabalho.....	10
1.4 Metodologia da Tese.....	11
1.5 Descrição dos Capítulos.....	13
2 ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS.....	15
2.1 A Moderna Teoria de Finanças e Estrutura de Capital.....	15
2.2 Os determinantes da estrutura de financiamento.....	22
2.2.1 Oportunidades de crescimento.....	25
2.2.2 Tangibilidade e especificidade de ativos.....	26
2.2.3 Porte.....	28
2.2.4 Rentabilidade.....	30
2.2.5 Risco.....	31
2.3 Os determinantes da estrutura de financiamento das empresas brasileiras.....	32
3 O FINANCIAMENTO DO SETOR DE CONSTRUÇÃO CIVIL.....	43
3.1 Desempenho recente do setor de construção civil no Brasil.....	43
3.2 A contabilidade da construção civil	51
3.3 Análise econômico-financeira das empresas de capital aberto do setor de construção civil no Brasil.....	54
3.4 A estrutura de financiamento das empresas de capital aberto do setor de construção civil no Brasil	62
3.5 O processo de capitalização das empresas do setor de construção civil	66
4 COMPARAÇÃO DA ESTRUTURA DE FINANCIAMENTOS DAS EMPRESAS ABERTAS DE CONSTRUÇÃO CIVIL COM DEMAIS EMPRESAS ABERTAS NÃO FINANCEIRAS BRASILEIRAS.....	77
4.1 As fontes de recursos de financiamento existentes no Brasil.....	77
4.2 A estrutura de financiamento das empresas de capital aberto não financeiras no Brasil.....	82
4.3 Análise comparativa da estrutura de financiamento das empresas de capital aberto do setor de construção civil no Brasil.....	96
4.4 Pesquisa sobre os fatores determinantes do endividamento.....	99
4.4.1 Metodologia da pesquisa.....	99
4.4.2 Resultados.....	104
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	113
5.1 Conclusões.....	113
5.2 Limitações da pesquisa.....	118
5.3 Sugestões para futuros trabalhos.....	119
REFERÊNCIAS.....	121
APÊNDICES.....	133

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AC: Ativo Circulante
ANBID: Associação Nacional dos Bancos de Investimento
AP: Ativo Permanente
BACEN: Banco Central do Brasil
BNDES: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo
CDI: Certificado de Depósito Interbancário
CEF: Caixa Econômica Federal
CFC: Conselho Federal de Contabilidade
CMN: Conselho Monetário Nacional
CNPJ: Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas
CP: curto prazo
CRI: Certificados de Recebíveis Imobiliários
CVM: Comissão de Valores Mobiliários
DFP: Demonstrações Financeiras Padronizadas
ELP: Exigível a Longo Prazo
FGTS: Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
DívCP: endividamento oneroso de curto prazo
DívLP: endividamento oneroso de longo prazo
DívTot: endividamento oneroso total
DívLíq: endividamento oneroso reduzido das aplicações financeiras
FGV: Fundação Getulio Vargas
FIDC: Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
FII: Fundos de Investimento Imobiliário
FIPECAFI: Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuárias e Financeiras
IBGE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IPEA: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
LAIR: lucro antes do imposto de renda
LAJIDA: lucro antes dos juros, imposto, depreciação e amortização
LAJIR: lucro antes dos juros e impostos
LP: longo prazo
ON: ações ordinárias nominativas
P&D: pesquisa e desenvolvimento
PC: Passivo Circulante
PIB: Produto Interno Bruto
PL: Patrimônio Líquido
RLP: Realizável a Longo Prazo
ROA: *return on assets* – retorno sobre ativos
SBPE: Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
SFH: Sistema Financeiro da Habitação
SFI: Sistema Financeiro Imobiliário
SPE: Sociedade de Propósito Específico
TJLP: taxa de juros de longo prazo
VPA: valor patrimonial da ação
VIF: *variance inflation factor* – fator de inflação da variância
VPL: valor presente líquido

LISTA DE QUADROS

Quadro 1:	Resumo dos principais estudos sobre determinantes da estrutura de capital.	24
Quadro 2:	Principais pesquisas que consideram as oportunidades de crescimento como determinantes da estrutura de capital	26
Quadro 3:	Principais pesquisas que consideram a composição ou a especificidade dos ativos como determinante da estrutura de capital	28
Quadro 4:	Principais pesquisas que consideram o porte da empresa como determinante da estrutura de capital.....	29
Quadro 5:	Principais pesquisas que consideram a rentabilidade como determinante da estrutura de capital.....	30
Quadro 6:	Principais pesquisas que consideram o risco da empresa como determinante da estrutura de capital.....	32
Quadro 7:	Principais pesquisas que consideram a variável oportunidades de crescimento como determinante da estrutura de capital das empresas brasileiras.....	39
Quadro 8:	Principais pesquisas que consideram a variável composição do ativo como determinante da estrutura de capital das empresas brasileiras.....	40
Quadro 9:	Principais pesquisas que consideram a variável tamanho como determinante da estrutura de capital das empresas brasileiras.....	40
Quadro 10:	Principais pesquisas que consideram a variável rentabilidade como determinante da estrutura de capital das empresas brasileiras.....	41
Quadro 11:	Principais pesquisas que consideram a variável risco como determinante da estrutura de capital das empresas brasileiras.....	42
Quadro 12:	Empresas do setor de construção civil listadas na Bovespa e volume captado em emissões primárias e secundárias de 2005 a 31/03/07, participação de investidor estrangeiro e nível de governança.....	50

LISTA DE TABELAS

Tabela 1:	Evolução do número de unidades e valores de crédito imobiliário.....	48
Tabela 2:	Indicadores econômicos das empresas de construção civil.....	56
Tabela 3:	Indicadores financeiros das empresas de construção civil.....	58
Tabela 4:	Indicadores dos investimentos em capital de giro – longo prazo.....	60
Tabela 5:	Indicadores do perfil de financiamento das empresas de construção civil...	63
Tabela 6:	Abertura do financiamento bancário e debêntures.....	64
Tabela 7:	Evolução do financiamento bancário em relação ao aumento de capital.....	65
Tabela 8:	Operações nos mercados primário e secundário de ações desde 2004.....	68
Tabela 9:	Evolução dos preços das ações das empresas do setor de construção civil, para os lançamentos realizados até 31/03/07.....	73
Tabela 10:	Parâmetros para avaliação dos preços das ações.....	74
Tabela 11:	Emissão primária de títulos no mercado de capitais no período 2001 a 2007.....	78
Tabela 12:	Volumes das aberturas de capital na Bovespa	81
Tabela 13:	Estrutura de financiamento em 31/12/2006 das empresas não financeiras listadas na Bovespa.....	84
Tabela 14:	Composição da dívida em 31/12/2006 das empresas não financeiras listadas na Bovespa.....	86
Tabela 15:	Estrutura de financiamento em 31/12/2006 das empresas não financeiras listadas na Bovespa, sub-amostras por controle acionário.....	87
Tabela 16:	Composição da dívida em 31/12/2006 das empresas não financeiras listadas na Bovespa, sub-amostras por controle acionário.....	89
Tabela 17:	Estrutura de financiamento em 31/12/2006 das empresas não financeiras listadas na Bovespa, classificadas em sub-amostras por porte.....	90
Tabela 18:	Composição da dívida em 31/12/2006 das empresas não financeiras listadas na Bovespa, classificadas em sub-amostras por porte.....	92
Tabela 19:	Estrutura de financiamento em 31/12/2006 das empresas não financeiras, por setor de atividade.....	94
Tabela 20:	Composição da dívida em 31/12/2006 das empresas não financeiras, por setor de atividade	95
Tabela 21:	Estrutura de financiamento das empresas do setor de construção civil em 31/12/2006.....	97
Tabela 22:	Composição da dívida das empresas do setor de construção civil em 31/12/2006.....	98
Tabela 23:	Estatísticas descritivas para as variáveis utilizadas no modelo.....	104
Tabela 24:	Matriz de correlação entre as variáveis independentes do modelo.....	105
Tabela 25:	Análise de multicolinearidade entre as variáveis independentes.....	106
Tabela 26:	Resultados das análises de correlações para Y1 e Y2.....	106
Tabela 27:	Coeficientes da regressão univariada para Y1 e Y2.....	107
Tabela 28:	Resultados da análise de regressão multivariada.....	110

1 INTRODUÇÃO

1.1 Situação Problema

As formas como as empresas financiam seus ativos é um tema fundamental em Finanças Corporativas e seu estudo permite diversas abordagens. Os meios acadêmicos e empresariais vêm se dedicando a pesquisas nessa área desde a década de 1950, quando Durand (1952, 1959) e Modigliani e Miller (1958; 1959; 1963) publicaram os primeiros trabalhos sobre estrutura de capital.

A principal questão estudada refere-se à existência ou não de uma estrutura ótima de capital, ou seja, o ponto onde o grau de endividamento não é elevado a ponto de comprometer a saúde financeira da empresa e, por outro lado, não é reduzido, a ponto de se perderem oportunidades de investimento em projetos que poderiam aumentar o valor da empresa.

As empresas buscam várias fontes de recursos entre as próprias e as provenientes de terceiros. A principal forma de caracterizar os recursos captados pelas empresas é considerar as diferenças dos direitos sobre o fluxo de caixa proporcionado pelo negócio aos fornecedores de recursos – credores ou acionistas. Grinblatt e Titman (2005: p. 37) explicam que “a principal diferença entre **dívida** e **ações** é que os portadores das dívidas têm um contrato especificando que seus valores devem ser pagos integralmente, antes que a empresa possa realizar pagamentos para os portadores das ações. Em outras palavras, o direito sobre a dívida é **sênior**, isto é, tem prioridade sobre o direito das ações. Uma segunda distinção importante entre dívida e ação é que os pagamentos para os detentores de dívida são vistos, geralmente, como uma despesa dedutível do imposto devido pelas empresas. Em contrapartida, os dividendos de um instrumento acionário são vistos como um desembolso de lucros e, por essa razão, não são considerados uma despesa dedutível do imposto das empresas.”

Esse processo de decisão entre as fontes de financiamento é conduzido simultaneamente ao processo de decisão de investimento. Para Ross *et al.* (2002: p. 27) “com o passar do tempo, se o caixa distribuído a acionistas e obrigacionistas (...) for superior ao caixa obtido nos mercados financeiros (...), estará havendo criação de valor.” Uma empresa cria valor quando o retorno do capital investido for maior que o custo das fontes de financiamento. Assim, como o

administrador financeiro busca as decisões de investimento que aumentam o valor econômico de uma empresa, deve buscar as alternativas de financiamento com taxas inferiores ao retorno esperado.

A proporção entre o uso de capital de terceiros e o uso de capital próprio na estrutura de financiamento é dada por uma série de fatores internos e externos à empresa, e muitos estudos vêm se dedicando à sua identificação e aferição de sua influência para a decisão de financiamento das empresas. Há vasta literatura no Brasil e no exterior que procura identificar o que determina essa proporção entre capital próprio e de terceiros. O capítulo 2 traz uma revisão dos principais estudos sobre o tema.

Aprofundando a análise, a decisão de financiamento não envolve apenas a identificação da proporção ideal entre capital próprio e de terceiros, mas também os tipos de obrigações que a empresa contrata e mantém. Podem existir diferenças entre as empresas por conta de seu acesso ou não às linhas de financiamento internacionais ou à linhas de financiamento de longo prazo. Por suas características próprias e pelo ambiente institucional e macroeconômico em que estão inseridas, as empresas apresentam diferenças quanto às condições das fontes de financiamento à sua disposição. Ou seja, as diferentes fontes de financiamento poderiam ser explicadas tanto por elementos inerentes às próprias empresas – como porte, rentabilidade, controle acionário, setor de atividade, estrutura de ativos, como por fatores relacionados à oferta de recursos no mercado.

Essa também é uma questão que se coloca para o mercado brasileiro. As empresas apresentam determinada estrutura de financiamento e coexistem obrigações onerosas e não onerosas. Essa estrutura decorre de fatores próprios das empresas como também fatores conjunturais.

As características estruturais da economia brasileira influenciariam as decisões de financiamento das empresas, não só com relação à proporção entre capital próprio e capital de terceiros como à escolha dos recursos de terceiros mais adequados. No Brasil, as empresas se deparam com as limitações do mercado de capitais e com elevadas taxas de juros; fatores exógenos que interferem na decisão ótima de estrutura de capitais. Fatores como taxas de juros de curto prazo mais elevadas que as taxas de longo prazo; existência de taxas de juros diferenciadas determinadas pela fonte de financiamento e não pelo risco oferecido pelo crédito; presença de diversos indexadores no passivo das empresas; carência de recursos de

longo prazo para investimentos; elevado grau de concentração das empresas, entre outros, interferem nas decisões de financiamento das empresas. A atuação do governo, através da regulação do depósito compulsório dos bancos ou através da política de crédito, também pode influenciar a disponibilidade de recursos bancários para as empresas.

Os recursos oficiais, principalmente aqueles disponibilizados pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, constituem uma importante fonte de recursos de longo prazo e, por vezes, são oferecidos a taxas inferiores às do mercado ou oferecem condições de amortização mais atraentes se comparadas com outras linhas de crédito oferecidas no mercado nacional, pelo prazo e carência concedidos.

A viabilização de um projeto de investimento não se daria exclusivamente pela capacidade de gerar valor presente líquido positivo, mas em função da forma como ele é financiado. Isto é, a estrutura de financiamento adotada pode alterar o interesse ou a viabilidade da decisão de investimento. Ficariam prejudicadas as empresas que produzem bens de elevado valor e que, portanto, precisam financiar suas vendas a clientes, além das empresas em setores com longo ciclo de produção, e que, portanto, requerem fontes de longo prazo para financiamento do capital de giro.

Consideradas as particularidades do mercado brasileiro, o que determinaria a captação ou não de recursos? A captação de recursos no Brasil estaria exclusivamente vinculada à identificação da necessidade para investimentos ou seria determinada pela oportunidade na captação; ou seja, empresas captam recursos quando surgem boas oportunidades? As empresas estariam observando a ordem de preferência na captação - *pecking order hypothesis* proposta por Myers (1984) ou a existência de um ponto ótimo de endividamento que maximizaria o seu valor?

Variáveis externas como oferta de recursos, condições macroeconômicas, taxa de câmbio, taxa de juros, são determinantes na estrutura de capital das empresas brasileiras e podem contrariar o *pecking order*. Booth *et al.* (2001) analisaram a estrutura de capital de empresas de dez países em desenvolvimento, inclusive o Brasil, e obtiveram evidências de que, em geral, as decisões de financiamento são influenciadas pelos mesmos fatores e da mesma maneira que a amostra de empresas de países europeus e dos Estados Unidos. Entretanto, há diferenças na maneira como o endividamento é influenciado pelas características

macroeconômicas, tais como, taxa de crescimento do produto interno bruto, taxa de inflação e desenvolvimento do mercado de capitais.

As características dos setores também poderiam indicar necessidades específicas de financiamento e influenciar as formas de captação de recursos. Os estudos de Ferri e Jones (1979), Bradley *et al.* (1984), Titman e Wessels (1988) e Chung (1993) encontraram evidências de que o setor de atividade influencia a estrutura de capital das empresas. Frank e Goyal (2007) estudaram o endividamento das empresas norte americanas de 1950 a 2000 para determinar os fatores que influenciam a decisão, e concluíram que o setor é o principal fator determinante.

Entretanto, poucos estudos no Brasil tratam da análise da estrutura de financiamento por setor e, particularmente do setor de construção civil, apesar da sua importância para a economia e da forte presença no mercado acionário brasileiro, através de colocações primárias e secundárias, que vem sendo observada nos últimos anos.

Para analisar as formas como o setor de construção civil se financia, esse trabalho realiza uma exposição de suas particularidades, da legislação pertinente, dos procedimentos contábeis próprios, além de uma avaliação do desempenho recente das empresas e dos motivos que levam à emissão primária de ações e captação de recursos com a adaptação aos requisitos do Novo Mercado. A tese busca, portanto, explicações para o forte crescimento da captação de recursos no mercado de ações por parte das empresas construtoras e incorporadoras de imóveis.

1.2 Justificativa

Esta tese procura contribuir com os esforços para a compreensão do tema estrutura de financiamento das empresas brasileiras e, particularmente, conhecer a estrutura e os fatores determinantes das fontes de financiamento de um importante setor para a economia brasileira: o setor de construção civil, composto pelas incorporadoras de empreendimentos imobiliários. A análise dos fatores determinantes de endividamento é tema bastante pesquisado em Finanças, e esta tese busca contribuir aplicando o modelo de pesquisa à amostra setorial, além da amostra ampla.

A escolha desse setor como foco de pesquisa deve-se a algumas particularidades:

- são empresas com baixa participação dos ativos permanentes sobre o total do ativo, portanto consideradas de baixa tangibilidade. Estudos como os de Thies e Klock (1992), Chung (1993), Rajan e Zingales (1995) e Jorge e Armada (2001) indicam uma relação positiva entre os investimentos tangíveis e o endividamento, isto é, quanto maior a tangibilidade, maior o endividamento;
- são empresas com longo ciclo de produção e necessidade de financiamento de capital de giro de longo prazo para suas operações;
- são empresas produtoras de bens de elevado valor e que, por vezes, necessitam financiar seus clientes no longo prazo, demandando fontes adequadas.

Além dessas características setoriais, importantes para um estudo de estrutura de financiamento, o interesse pelo setor como foco de pesquisa foi motivado pelo movimento de acesso ao mercado de ações por algumas empresas do setor, nos últimos anos.

Outra contribuição da tese refere-se ao detalhamento dos tipos de financiamento contratados pelas empresas abertas brasileiras, e pelas empresas de construção civil, em particular. Busca-se conhecer o detalhamento do endividamento oneroso das empresas e a estrutura de financiamento. Na tese, foi considerada a diferença entre estrutura de capital e estrutura de financiamento.

Como explica Lemes Jr. *et al.* (2005: p. 201) “a estrutura financeira abrange todo o passivo do balanço patrimonial, recursos de curto e de longo prazo. A estrutura de capital abrange apenas os financiamentos de longo prazo, que são recursos estratégicos para a empresa.”

A literatura internacional a respeito do tema, em geral, quando se refere à estrutura de capital, não considera o passivo circulante, pressupondo que os recursos do passivo circulante visam prioritariamente suprir as necessidades de capital de giro ou necessidades de recursos sazonais das empresas e não financiam investimentos de natureza permanente.

Entretanto, esta tese pretende estudar o perfil de todo o passivo da empresa. Assaf Neto (2007b: p. 478) defende essa abordagem, quando destaca que “uma característica importante das finanças corporativas no Brasil é seu menor horizonte de planejamento em relação às nações mais desenvolvidas e estáveis, estabelecendo metas de estrutura de capital para nossas empresas em prazos mais reduzidos.”

Ou seja, as fontes de curto prazo são importantes na estrutura de passivos e mesmo as emissões de títulos de longo prazo, como por exemplo, as debêntures, contêm cláusulas de repactuação, frequentemente semestrais, que alteram a característica da emissão para uma obrigação de curto prazo. Dessa forma, Assaf Neto (2007b: p. 478) enfatiza que a “menor maturidade das decisões financeiras das empresas brasileiras sugere que se utilize (*sic*), também, as dívidas onerosas de curto prazo no estudo da estrutura de capital. (...) Pelos comentários efetuados da realidade brasileira, é muitas vezes recomendado que se adote (*sic*) também os passivos de curto prazo na determinação da estrutura e custo de capital de nossas empresas.”

Nakamura (1992: p. 50) também se refere a essa questão, quando afirma que “enquanto os trabalhos empíricos nos Estados Unidos, testando as principais proposições da teoria da estrutura de capital, utilizam o índice de endividamento de longo prazo, no Brasil acreditamos ser mais correto tentar explicar a determinação da estrutura de capital tomando um índice de endividamento geral, ou seja, considerando também as dívidas correntes.”

O estudo do perfil e determinantes da estrutura de financiamentos desenvolvido nesta tese considera, portanto, as fontes de curto prazo, inclusive as contas redutoras de ativo, como os desconto de títulos. Além disso, considera o chamado endividamento líquido – o endividamento excluído dos valores disponíveis e aplicações financeiras registradas no ativo circulante. Como os resultados indicam, essas aplicações financeiras muitas vezes superam o endividamento bancário de curto prazo.

1.3 Objetivo do Trabalho

O objetivo principal desta tese é estudar a estrutura de financiamento das empresas brasileiras de capital aberto do setor de construção civil do segmento de incorporação de

empreendimentos imobiliários e compreender o contexto das decisões de financiamento por emissão de ações, tomando por base algumas variáveis previamente consideradas na literatura e suportadas pela Teoria de Finanças. Secundariamente, será desenvolvida uma análise do perfil de financiamento das demais empresas brasileiras não financeiras de capital aberto, com a finalidade de comparar aos resultados encontrados para o setor.

A tese pretende, portanto, buscar elementos explicativos para a decisão de financiamento de um determinado setor e analisá-lo em relação ao conjunto de empresas abertas não financeiras e à luz dos estudos anteriores a respeito de determinantes da estrutura de financiamento.

Para atingir esse objetivo, inicialmente é realizado um estudo do setor de construção civil e do perfil de financiamento das empresas de capital aberto desse setor. Em seguida, para a amostra de empresas dos vários setores, é desenvolvido um estudo da composição dos passivos em determinada data – 31 de dezembro de 2006, procurando conhecer o grau de utilização de financiamentos em moeda nacional e moeda estrangeira, a utilização de emissões de títulos – debêntures e *commercial papers*, no mercado local ou títulos no mercado internacional, e as relações dessas medidas com a origem do controle acionário – nacional ou estrangeiro, e o setor de atividade. A estrutura de financiamento das empresas do setor de construção civil pode, então, ser comparada aos demais setores da economia.

Para conhecer os fatores determinantes de financiamento, é desenvolvido um estudo que busca, através de modelo de regressão de dados em painel, identificar os fatores determinantes de financiamento no período de 2002 a 2006, para duas amostras de empresas: a primeira amostra constituída pelas empresas de construção civil que emitiram ações no período de 2005 a março de 2007 e a segunda amostra composta pelas empresas brasileiras não financeiras de capital aberto.

1.4 Metodologia da Tese

A partir da exposição do problema de pesquisa, busca-se a metodologia adequada para a condução desta pesquisa. Salomon (2001: p. 154-156): destaca que “o que leva uma pessoa a pesquisar é a existência de um problema. (...) Entendo por problema que requer tratamento científico a questão que se coloca diante do estudioso como um desafio à sua capacidade

solucionadora, revestida de notas de relevância: operativa, contemporânea, humana. (...) O problema detectado é que dita o tipo de pesquisa científica a ser empreendida. (...) A natureza do problema, por sua vez, provoca o planejamento da pesquisa e a escolha do método e das técnicas adequadas.”

Marconi e Lakatos (1999: p. 18) explicam que “a pesquisa sempre parte de um tipo de problema, de uma interrogação. Dessa maneira, ela vai responder às necessidades de conhecimento de certo problema ou fenômeno.” A pesquisa para atender às necessidades de conhecimento científico, entretanto, não está isolada. Marconi e Lakatos (1999: p. 19) explicam que “toda pesquisa deve basear-se em uma teoria, que serve como ponto de partida para a investigação bem sucedida de um problema. A teoria, sendo instrumento de ciência, é utilizada para conceituar os tipos de dados a serem analisados. Para ser válida, deve apoiar-se em fatos observados e provados, resultantes da pesquisa. A pesquisa dos problemas práticos pode levar à descoberta de princípios básicos e, frequentemente, fornece conhecimentos que têm aplicação imediata.”

De acordo com a classificação de Martins (2000: p. 26-28), esta pesquisa pode ser identificada como: bibliográfica, exploratória, descritiva, empírico-analítica, comparativa.

A pesquisa bibliográfica busca as principais linhas de investigação sobre o tema, seus experimentos e influências. Assim, o trabalho inicia-se com um levantamento das principais correntes teóricas e evidências empíricas relacionadas ao tema estrutura de capital e seus determinantes.

A pesquisa exploratória, descritiva e comparativa se caracteriza através da análise de informações econômico-financeiras das empresas não financeiras de capital aberto e no estudo da constituição e perfil de financiamento dessas empresas. A partir da construção de base de dados que inclui itens do balanço patrimonial, demonstrativo de resultados do exercício e das notas explicativas às demonstrações financeiras, é desenvolvida análise apoiada em estatística descritiva, para conhecer o perfil das fontes de recursos das empresas, avaliando não só a proporção entre capital próprio e capital de terceiros, como o tipo de financiamento utilizado. A pesquisa exploratória, descritiva e comparativa também é utilizada para focalizar o setor de construção civil, o que consiste no objetivo da tese.

Para atingir o objetivo, também é desenvolvida pesquisa empírico-analítica sobre os determinantes da estrutura de financiamento das empresas brasileiras não financeiras de capital aberto com a finalidade de comparar com o setor de construção civil. São analisados os determinantes do endividamento geral e do endividamento oneroso descontadas as aplicações financeiras para duas amostras de empresas, ampla e setorial, através da aplicação de modelo estatístico de regressão de dados em painel.

1.5 Descrição dos Capítulos

O capítulo 2 trata da fundamentação teórica, descrevendo brevemente o desenvolvimento da moderna Teoria de Finanças no que se refere ao tema estrutura de capital. Trata também dos estudos e pesquisas que procuram identificar os determinantes da estrutura de capital, no exterior e no Brasil.

O capítulo 3 concentra-se no setor da economia brasileira que é o objeto desta tese – construção civil, no segmento de incorporação de empreendimentos imobiliários. Além de apresentar as características do setor e seu desempenho recente, aborda as formas de financiamento utilizadas pelas empresas e apresenta o movimento dos últimos anos, em busca da abertura de capital e emissão de ações.

O capítulo 4 apresenta a pesquisa das fontes de financiamento existentes no Brasil e o acesso das empresas ao mercado de capitais e ao mercado de crédito. Para isso é apresentada pesquisa sobre o perfil de financiamento das empresas brasileiras não financeiras de capital aberto, em 31 de dezembro de 2006. O capítulo traz, ainda, a aplicação de modelo estatístico para a identificação dos determinantes de financiamento das empresas não financeiras de capital aberto brasileiras no período 2002 a 2006. A estrutura de financiamento das empresas do setor de construção civil e seus determinantes pode ser, então, comparada aos demais setores de atividade.

O capítulo 5 traz as conclusões e limitações do trabalho, além de sugestões para futuros estudos.

2 ESTRUTURA DE FINANCIAMENTO DAS EMPRESAS

2.1 A Moderna Teoria de Finanças e a Estrutura de Capital

Os estudos sobre a estrutura de capital das empresas se desenvolveram a partir dos trabalhos de Modigliani e Miller (1958; 1959; 1963), quando propuseram a irrelevância da decisão sobre estrutura de capital na determinação do valor da empresa: sob determinadas condições, o valor da empresa alavancada é igual ao da empresa não alavancada. Essa proposição passou a ser considerada um dos pontos de partida das Finanças modernas.

Durand (1952) já havia estudado a questão da estrutura e do custo de capital das empresas e já havia formulado questões de maneira sistemática em relação ao tema, porém aceitando a possibilidade da existência de uma estrutura ótima de capital. Para essa visão tradicionalista, existe uma combinação ótima de capital de terceiros e capital próprio, que deve ser buscada pelas empresas como forma de maximizar seu valor. A maximização do valor da empresa dependeria da minimização do custo médio ponderado de capital. Para Durand (1952), a avaliação de títulos é a chave para a estrutura de capital. Para estabelecer a estrutura de custo de capital, deve-se considerar a maximização do rendimento versus maximização do valor investido. Mediante uma combinação adequada de fontes de financiamento, uma empresa pode atingir um valor mínimo de custo de capital total que, conseqüentemente, maximizaria a riqueza dos acionistas.

Modigliani e Miller (1958), contrariamente à teoria tradicional, propõem que, sob determinadas condições não há estrutura ótima de capital e o valor da empresa é determinado pela qualidade dos ativos, e pelos resultados operacionais esperados descontados a uma taxa de juros compatível com seu grau de risco, e não pela estrutura de financiamentos. A forma como a empresa se financia é irrelevante para a determinação do valor de mercado da empresa.

Posteriormente, Modigliani e Miller (1963) admitem que a estrutura de capital seja influenciada pelos benefícios fiscais da dívida. Quando há o imposto de renda da pessoa jurídica, o valor da empresa é uma função crescente do endividamento, considerando-se o benefício fiscal da dedução dos encargos da dívida. Ao elevar-se o endividamento, reduz-se o

custo total de capital e, em consequência, maximiza-se o valor da empresa. Levado ao extremo, esse resultado significa que as empresas devem ter uma estrutura de capital composta quase que totalmente por recursos de terceiros, o que, por outro lado, levaria ao aumento dos custos de dificuldades financeiras.

Esses custos de dificuldades financeiras limitariam o endividamento das empresas. Baxter (1967) introduziu a idéia de custos de falência. Diante da dificuldade financeira, tanto a empresa como credores incorrem em custos judiciais e legais, entre outros. Exemplos desses custos são: redução da capacidade de operação; incentivo à aceitação de projetos mais arriscados; incentivo ao sub-investimento; distribuição aos acionistas antes da falência; honorários de advogados e contadores durante o processo de falência; etc. Esses custos podem ser reduzidos mas não eliminados e, por sua existência, as empresas tendem a não se financiar integralmente com capital de terceiros.

Para Kraus e Litzenberger (1973), os custos das dificuldades financeiras decorrentes do aumento do endividamento se contrapõem às vantagens fiscais obtidas com a dívida. Os custos das dificuldades financeiras se elevam na medida em que o endividamento cresce. Esse *trade-off* indicaria um ponto ótimo da estrutura de capital, onde os custos das dificuldades financeiras se equilibrariam com as vantagens fiscais e correspondente índice-alvo de endividamento.

A influência dos benefícios fiscais da dívida foi posteriormente estudada por outros autores: Scott Jr. (1976), Myers (1977) e DeAngelo e Masulis (1980), que contribuíram para a teoria de que a estrutura de capital ótima seria indicada pelo equilíbrio entre os benefícios fiscais e os riscos de insolvência em uma empresa com dívida. DeAngelo e Masulis (1980), inclusive, propõem que a existência de encargos sobre a dívida com terceiros não é a única fonte de benefício fiscal para as empresas. Outras despesas dedutíveis, como por exemplo, a depreciação e os incentivos fiscais por investimentos realizados, também proporcionam economia de imposto, sem que a empresa se endivide e, portanto, haveria uma relação negativa entre o nível de endividamento e os benefícios fiscais não relacionados às dívidas.

Bradley *et al.* (1984), Titman e Wessels (1988) e Balakrishnan e Fox (1993) estudaram esse parâmetro. Estudos relacionam essas vantagens com a composição de ativos e o sinal da relação depende dos indicadores usados para medir tais vantagens. Titman e Wessels (1988)

propuseram uma variável que indicasse a economia fiscal possível, que não fosse obtida através do endividamento: empresas com grande volume de benefício fiscal decorrente de outros fatores que não dívida, tenderiam a operar com menos dívida em sua estrutura de capital. Assim, quanto maior a relação depreciação sobre o total do ativo, menor pode ser o endividamento. Por outro lado, empresas que possuem alto grau de imobilização tendem a se endividar mais, pois podem oferecer ativos em garantias.

Os estudos não chegam a uma fórmula que possibilite o cálculo do nível ótimo de endividamento de uma empresa, principalmente pelo fato de que os custos das dificuldades financeiras não podem ser medidos com precisão.

Assim, imperfeições de mercado inviabilizariam a teoria de Modigliani e Miller (1958), levando então à idéia da existência de um nível ótimo de utilização de recursos de terceiros que poderia elevar o valor de mercado da empresa. As empresas deveriam, portanto, identificar um ponto de endividamento ideal que maximiza o seu valor de mercado, e esse ponto ótimo determinaria suas decisões de financiamento. Taggart Jr. (1977) e Marsh (1982) desenvolveram pesquisas que oferecem alguma evidência para a possibilidade da existência de um índice alvo de endividamento.

Quando uma empresa utiliza mais recursos de terceiros surgem os conflitos de interesse entre acionistas e credores. Com o aumento dos custos das dificuldades financeiras, esses conflitos são agravados, gerando custos de agência, que são pagos pelos acionistas. Além do custo das dificuldades financeiras, o risco financeiro se eleva com o aumento do endividamento. Os credores exigem taxas mais elevadas para os financiamentos, podendo até levar ao subinvestimento. Para Jensen e Meckling (1976), ao formularem a Teoria de Agência, a estrutura ótima de capital é a aquela que minimiza o custo de agência – a soma entre os custos de agência do capital próprio e da dívida. O nível de endividamento exerce influência sobre os custos de agência: aumento do endividamento reduz os custos de agência decorrentes do conflito entre acionistas e administradores, porém, aumenta o custo de agência decorrente do conflito entre acionistas e credores. Em função da limitação de responsabilidade dos acionistas à sua cota de capital, estes têm um incentivo para investir em projetos de maior risco, com maior retorno, transferindo riqueza dos credores para os acionistas.

Myers (1977) defende que para as empresas com grande potencial de crescimento, quanto maior a dívida, menor o valor, devido ao sub-investimento. Para esse autor, a presença de dívidas leva a administração da empresa, em benefício dos interesses dos acionistas, a abandonar certos projetos com valor presente líquido - VPL positivo, por causa do conflito entre acionistas e credores. Com elevado endividamento, os acionistas incorreriam nos riscos dos investimentos, e os benefícios seriam apropriados pelos credores. O autor chama esse problema de sub-investimento, e ele é tanto maior quanto maiores forem as oportunidades de crescimento da empresa.

A escolha da estrutura de capital seria uma forma de sinalizar o valor da empresa aos investidores. Para Ross (1977, 1978): através da elevação do grau de endividamento, as empresas sinalizariam aumento do valor dos ativos. Para Leland e Pyle (1977) os proprietários sinalizariam o valor da empresa através da subscrição de novas ações, o que ficou conhecida como teoria de sinalização. Assim, acionistas com participação na gestão estariam em vantagem em relação aos novos acionistas, ou novos investidores. Se o administrador sabe que as ações estão super-avaliadas, deverá emitir novas ações. Se souber que as ações existentes estão sub-avaliadas, evitará a emissão de ações, mesmo que isso implique na rejeição de projetos com VPL positivo. Sob esse aspecto, portanto, a emissão de ações seria uma sinalização negativa para o mercado, e a estrutura de capital poderia determinar o valor da empresa.

Para Myers (1984), a estrutura ótima de capital decorre do equilíbrio entre o benefício fiscal do uso de dívidas e os custos relacionados ao uso de dívidas, que incluem os custos de insolvência e os custos de agência. Ou seja, as empresas devem usar recursos de terceiros e usufruir as vantagens econômicas do endividamento, e somente usar capital próprio quando os custos da dívida superarem os benefícios.

A teoria de assimetria de informações foi inicialmente desenvolvida por Myers e Majluf (1984), e propõe que as empresas são sub-avaliadas pelo mercado, que acredita que os administradores têm maior acesso às informações sobre novos projetos e potenciais ganhos. Em consequência, as emissões de novas ações pelas empresas são vistas como eventos negativos pelo mercado. Diante dessa percepção, a empresa evitaria emitir ações sub-avaliadas, preferindo captar recursos de terceiros. Isto é, as decisões de financiamento são

tomadas em função do desequilíbrio de informações internas à empresa e aquelas que são de conhecimento dos investidores.

Em decorrência da teoria de assimetria de informações, Myers (1984) propõe uma hierarquização das fontes de financiamento, que chamou de *pecking order theory* – ou hipótese da ordem de captação. A teoria do *pecking order* não prescreve um nível ótimo de endividamento. A estrutura de capital seria baseada na hierarquia das fontes de financiamento. As empresas, em geral, preferem os financiamentos internos, fluxo de caixa operacional e retenção de dividendos, aos externos, endividamento ou nova emissão de ações, e priorizam o endividamento à nova emissão de ações. Portanto, de acordo com o *pecking order*, as variações de endividamento decorrem da necessidade de recursos externos e não pela tentativa de alcançar uma estrutura ótima de capital. As empresas não querem descartar projetos com VPL positivo ou emitir ações a preços sub-avaliados. Devido à assimetria de informações, os novos acionistas conhecem menos a empresa do que seus administradores e podem ser relutantes em aceitar novas emissões. A estrutura de capital, portanto, é determinada pelas necessidades de investimento e não há indicação da existência de uma estrutura ótima de capital. Outras pesquisas que apóiam o *pecking order*: Shyam-Sunder e Myers (1999), Ghosh e Cai (1999) e Ozkan (2001).

A partir das duas linhas teóricas – a do *trade-off*, que implica na existência de uma estrutura ótima de capital, e a do *pecking order*, que defende que essa estrutura é dada pelas oportunidades de investimentos, surgem trabalhos empíricos que buscam explicações para as decisões de financiamento.

Para Jensen (1986), para as empresas com baixo crescimento, quanto maior a dívida, menor o valor, pelo problema do superinvestimento, pressupondo que o custo do endividamento é menor que o custo do capital próprio. Jensen (1986) argumenta que na ausência de projetos com VPL positivo, a empresa aplicará o excesso de caixa em projetos com VPL negativo, que destroem o valor da empresa. A argumentação do autor baseia-se na separação de propriedade e gestão, e na premissa de que o gestor preferirá sempre aumentar o tamanho da empresa e, portanto, seus benefícios pessoais, mesmo que isso signifique menor valor para o acionista, o que caracteriza o conflito de agência. Outros trabalhos que buscam evidências empíricas para a relação negativa entre endividamento - variável dependente, e crescimento - variável

independente, conforme propõe a teoria de agência, são os de Kim e Sorensen (1986), Harris e Raviv (1990) e Lang *et al.* (1996).

Stultz (1990) utiliza os conceitos de assimetria de informações e conflitos de interesses num modelo analítico que prevê um relacionamento entre o valor de mercado e o nível de endividamento relativo da empresa. Esse autor sintetiza os problemas de superinvestimento e subinvestimento em um modelo que utiliza as teorias de agência e de assimetria de informações e conclui que esses problemas reduzem o valor da empresa e poderiam ser mitigados pela adequada combinação de fontes de financiamento.

Harris e Raviv (1991) estudaram os vários determinantes da estrutura de capital, e propõem que os trabalhos neste tema sejam classificados em quatro grandes correntes: 1) sob o ponto de vista dos custos de agência; 2) sob o ponto de vista da assimetria de informações; 3) sobre o ponto de vista das condições de produto e setor de atuação; e 4) sobre o ponto de vista da estrutura de propriedade.

As implicações da teoria de agência para a definição da estrutura de capital das empresas têm sido objeto de muitos estudos desde Jensen e Meckling (1976). Há autores que defendem que a estrutura de capital é determinada pelos conflitos e custos de agência. Os principais resultados desses estudos apontam que o endividamento é positivamente relacionado aos seguintes fatores: 1) valor da empresa; 2) probabilidade de *default*; 3) regulamentação; 4) fluxos de caixa livres; 5) valor de liquidação; e 6) probabilidade de ser alvo de aquisição hostil.

Os estudos baseados na assimetria de informações partem das premissas de que: 1) a estrutura de capital sinaliza aos investidores externos a informação privada dos gestores; e 2) a estrutura de capital é estabelecida para reduzir as ineficiências nas decisões de investimento, que são causadas pelas informações assimétricas.

No terceiro grupo de estudos, de acordo com a classificação de Harris e Raviv (1991), estão os trabalhos que buscam relacionar a estrutura de capital com as características do mercado de atuação da empresa e sua estratégia de competição de produto no mercado, ou as características dos produtos e insumos. Resultados indicam que empresas cujos produtos são únicos ou requerem serviços de alta qualidade tendem a utilizar menos endividamento.

No quarto grupo, estão os estudos que indicam que a estrutura de capital é determinada pela estrutura de controle da empresa. Esses estudos começaram na década de 1980, a partir do crescimento das aquisições hostis. Estudos apontam que empresas que são alvo de aquisições hostis aumentam o endividamento, com reação positiva no preço da ação. A primeira geração de pesquisas incluiu os estudos da relação entre estrutura de propriedade e valor das empresas.

Para Balakrishnan e Fox (1993), a estrutura de capital está mais ligada a fatores de estratégia e controle do que com fatores puramente financeiros. Através de pesquisa empírica, encontram evidências de que a característica dos ativos é relevante para a determinação da estrutura de capital das empresas, e atribuem à especificidade dos ativos a causa para a utilização preferencial do capital próprio. Ativos específicos, como os intangíveis, dificilmente podem ser utilizados para outros fins que não aqueles para os quais foram desenvolvidos. Por isso, em eventual dificuldade financeira, esses ativos são desvalorizados, o que torna difícil o uso da dívida. Algumas empresas, por suas características operacionais, investem em ativos específicos, ou seja, ativos que têm maior valor para o seu processo produtivo e menor valor para terceiros. Dessa forma, são ativos que não poderiam ser usados como garantia de operações (*collateral*), e a capacidade da empresa financiar ativos pode ficar limitada. Os autores investigam a importância da unicidade e especificidade dos ativos e da indústria na determinação da estrutura de capital da empresa. A hipótese é que a capacidade da empresa captar recursos está ligada à estratégia e à natureza dos ativos.

McConnell e Servaes (1995) estudam a influência da estrutura de capital sobre o valor das empresas, ou seja, a relação entre valor da empresa, endividamento e estrutura de propriedade, à luz das teorias de agência e assimetria de informações. Inicialmente, esses autores testaram se a estrutura de capital da empresa era relevante na percepção de seu valor pelo mercado. Para os autores, o efeito negativo do endividamento sobre o valor das empresas domina o efeito positivo, no caso de empresas com maiores oportunidades de crescimento. Nesse caso, o elevado endividamento reduziria as oportunidades de aplicações nos projetos rentáveis. Essa limitação seria vista como fato negativo pelos investidores, reduzindo o valor da empresa. Por outro lado, os efeitos positivos do endividamento sobre o valor das empresas dominarão os efeitos negativos no caso de empresas com escassez de projetos com VPL positivo – empresas com baixas oportunidades de crescimento rentável. Haveria uma associação positiva entre o endividamento e o valor para as empresas com poucas oportunidades de investimento com

VPL positivo. Para essas empresas, um alto grau de endividamento exerceria um efeito disciplinador sobre a administração, inibindo o uso inadequado de caixa excedente, o que seria bem visto pelo mercado, resultando em aumento de valor. Empresas com muitos projetos de crescimento, portanto, tenderiam a utilizar mais o mercado de ações para financiamento.

Portanto, quando se abandona a premissa da existência de mercado perfeito, a estrutura de capital passa a ser relevante para a determinação do valor da empresa, e investimentos com graus de risco diferentes devem ter fontes de financiamento diferentes. O endividamento, assim, altera-se em função do desequilíbrio de fluxo de caixa interno e oportunidades de investimento. Não há fórmula conclusiva sobre a relação ótima entre capital próprio e de terceiros. Porém, algumas regularidades são observadas: empresas procuram manter um padrão de endividamento compatível com seu setor de atuação; empresas com maior volatilidade de resultado operacional tendem a necessitar de maior participação de capital próprio para financiar suas atividades; o grau de endividamento é, em geral, orientado pelos benefícios fiscais, custos de captação, instrumentos financeiros disponíveis no mercado, necessidade de investimentos operacionais, capacidade de geração interna de caixa, etc.

O item a seguir apresentará alguns determinantes da estrutura de financiamento, trazendo uma revisão da literatura e estudos empíricos a respeito da utilização de endividamento.

2.2 Os determinantes da estrutura de financiamento.

A existência de determinantes para a estrutura de capital de uma empresa contraria as proposições de Modigliani e Miller (1958), ao indicar que a decisão de financiamento pode influenciar o valor da empresa. As pesquisas, portanto, procuram explicações para a escolha da estrutura de capital a partir da violação das hipóteses daquele trabalho original.

Ross *et al.* (2002: p. 364-365) destacam quatro fatores importantes na determinação de um quociente desejado entre capital de terceiros e capital próprio:

- impostos: se a empresa tiver lucro tributável, a utilização de capital de terceiros reduzirá o montante de imposto a pagar;

- tipos de ativos: os custos de dificuldades financeiras são elevados e dependem do tipo de ativos que a empresa possui. Se a empresa possuir substanciais ativos tangíveis, seus custos de dificuldades financeiras serão menores. Empresas com investimentos em pesquisa e desenvolvimento e ativos intangíveis têm menor valor em caso de dificuldades financeiras;

- grau de incerteza do resultado operacional: empresas com resultados operacionais incertos apresentam maior probabilidade de dificuldade financeira, mesmo com baixo endividamento. Portanto, essas empresas financiam-se basicamente com capital próprio;

- hierarquia de fontes e folga financeira: também conhecida como teoria do *pecking order*, segundo a qual, as empresas, em geral, preferem os financiamentos internos aos externos - endividamento ou nova emissão de ações, e priorizam o endividamento à nova emissão de ações. Essa preferência pode levar empresas mais rentáveis a optar pelo uso de recursos próprios, onde os lucros retidos superam as necessidades de financiamento. Essa teoria não conduz a um quociente bem definido entre capital de terceiros e capital próprio.

Os autores em Finanças passaram a pesquisar variáveis independentes que mantêm relação com a estrutura de endividamento das empresas, ou seja, buscam as variáveis que interferem e podem determinar o grau de endividamento.

O Quadro 1 apresenta os principais estudos a respeito dos determinantes da estrutura de capital. As diferenças entre os estudos referem-se à metodologia, seleção da amostra e definição dos parâmetros e período considerado. Porém, há resultados semelhantes. Segundo os estudos, possuem relação positiva com o grau de endividamento: 1) a existência de ativos fixos tangíveis; 2) as vantagens fiscais; 3) o valor das oportunidades de investimento; e 4) o tamanho da empresa, que seria um indicador de solidez. Por outro lado, o grau de endividamento apresenta uma relação negativa com as seguintes variáveis: 1) a volatilidade dos lucros, que trazem incerteza quanto ao pagamento dos encargos da dívida; 2) a probabilidade de dificuldade financeira; 3) a rentabilidade, que possibilitaria maior uso da geração interna de recursos; 4) as vantagens fiscais não relacionadas com o endividamento e 5) a especificidade e unicidade do produto da empresa que aumentaria sua vulnerabilidade.

Quadro 1 - Resumo dos principais estudos sobre determinantes da estrutura de capital.

PRINCIPAIS ESTUDOS	VARIÁVEIS INDEPENDENTES CONSIDERADAS	AMOSTRA E PERÍODO ANALISADO
Toy <i>et al.</i> (1974)	Oportunidades de crescimento Rentabilidade, Risco	816 empresas de 4 setores em 5 países industrializados, de 1966 a 1972.
Ferri e Jones (1979)	Setor, porte, risco, composição dos ativos e alavancagem operacional.	233 empresas norte-americanas, em dois períodos: 1969 a 1971 e 1971 a 1976.
Bradley, <i>et al.</i> (1984)	Variabilidade do valor da empresa, custos das dificuldades financeiras, benefícios fiscais não decorrentes de dívida.	851 empresas norte-americanas, por período de 20 anos.
Titman e Wessels (1988)	Qualidade de ativos, vantagens fiscais não resultantes do endividamento, crescimento, especificidade, setor de atividade, porte, volatilidade, rentabilidade.	469 empresas norte-americanas, de 1974 a 1982.
Thies e Klock (1992)	Oportunidades de crescimento, rentabilidade, composição dos ativos, risco, benefícios fiscais não decorrentes de dívida.	419 observações, de 1935 a 1983.
Chung (1993)	Oportunidades de crescimento, composição dos ativos, risco, porte, regulação e setor.	1.449 empresas, de 1980 a 1984.
Rajan e Zingales (1995)	Oportunidades de crescimento, porte, rentabilidade, composição dos ativos.	Países industrializados G7, de 1987 a 1991.
Jorge e Armada (2001)	Dimensão, crescimento, risco de negócio, rentabilidade, composição do ativo, vantagens fiscais não resultantes do endividamento, setor e controle acionário.	93 empresas portuguesas, de 1990 a 1995.
Fama e French (2002)	Rentabilidade, oportunidades de crescimento, risco, benefícios fiscais não decorrentes de dívida.	Empresas americanas de 1965 a 1999.
Frank e Goyal (2007)	Setor, relação entre valor de mercado e valor contábil, tangibilidade, rentabilidade, <i>payout</i> , porte e inflação esperada.	Empresas abertas norte americanas, no período de 1950 a 2000.

Os estudos consideram que as empresas definiriam sua estrutura de capital ou grau de endividamento de acordo com atributos próprios que determinariam os custos e benefícios da decisão de financiamento. A comprovação é difícil, pois alguns desses atributos são abstratos e não diretamente observados. O método utilizado nas pesquisas, em geral, consiste em estimar regressões, que têm como variável dependente o grau de endividamento e como variáveis independentes os vários atributos teóricos.

São apresentados, a seguir, os principais fatores que vêm sendo estudados como possíveis indutores da estrutura de capital das empresas e os resultados encontrados em algumas pesquisas realizadas no exterior. Destacam-se as variáveis: oportunidades de crescimento, tangibilidade e especificidade de ativos, porte, rentabilidade e risco, que são utilizadas com maior frequência nos estudos sobre os determinantes da estrutura de capital. O item posterior apresentará alguns resultados de pesquisas realizadas para empresas brasileiras.

2.2.1 Oportunidades de crescimento:

Os estudos sobre os custos de insolvência indicam que o endividamento é negativamente relacionado às oportunidades de crescimento da empresa, isto é, empresas com crescimento acelerado preferem não aumentar o endividamento. O investimento geraria maior depreciação e seu conseqüente benefício fiscal, reduzindo o interesse pelo benefício fiscal da dívida. Além disso, empresas com crescimento acelerado teriam maiores custos de insolvência decorrentes de ativos intangíveis, e elevação dos custos de agência, já que os credores acreditariam na possibilidade de projetos de maior risco. As pesquisas de McConnell e Servaes (1995) indicam que empresas com alto potencial de crescimento tendem a não contratar dívida, o que reduziria seu valor.

Com base na teoria do *pecking order*, entretanto, endividamento é diretamente proporcional às oportunidades de crescimento da empresa. Isso porque, ao preferir o autofinanciamento, as empresas com baixo crescimento tendem a não se endividar. As empresas com mais oportunidades de investimento não possuem recursos próprios decorrentes do autofinanciamento, suficientes para seus projetos, e tenderiam a assumir maior endividamento.

O Quadro 2 apresenta as principais pesquisas que consideram as oportunidades de crescimento como determinantes – variável independente – da estrutura de capital das empresas.

Quadro 2 - Principais pesquisas que consideram as oportunidades de crescimento como determinantes da estrutura de capital.

VARIÁVEL INDEPENDENTE SELECIONADA	AUTORES	PARÂMETROS PARA A VARIÁVEL INDEPENDENTE	RESULTADO: SINAL DO COEFICIENTE
Oportunidade de crescimento	Toy <i>et al.</i> (1974)	Regressão linear do total dos ativos	+
	Titman e Wessels (1988)	1 – Dispendios de capital / ativo 2 – Variação do Ativo 3 – Despesas P&D / Vendas	Insignificante
	Chung (1993)	1 – Índice preço/lucro médio 2 – (MVf-BVA)/MVf, onde MVf é o valor de mercado do patrimônio líquido e BVA o valor contábil do ativo.	-
	Rajan e Zingales (1995)	Relação entre valor de mercado e valor contábil da empresa.	-
	Jorge e Armada (2001)	Variação percentual do crescimento anual do ativo total	+
	Fama e French (2002)	1 – variação dos ativos dividido pelo ativo no final do período; 2- relação entre valor de mercado e valor contábil da empresa; 3 – Gastos com pesquisa e desenvolvimento em relação ao ativo.	-
	Frank e Goyal (2007)	Relação entre valor de mercado e valor contábil da empresa.	-

Os sinais dos coeficientes das análises de regressão (positivo + ou negativo -) representam os resultados obtidos na relação entre os determinantes da estrutura de capital – a variável independente selecionada, e o endividamento.

2.2.2 Tangibilidade e especificidade de ativos:

Estudos indicam que o endividamento é positivamente relacionado à relevância do ativo permanente para a empresa. Essa hipótese é baseada em três teorias: 1) assimetria de informações, segundo a qual, os credores preferem emprestar para empresas que têm ativos que possam ser dados em garantia; 2) dos custos de agência, segundo a qual acionistas de empresas mais endividadas prefeririam projetos mais arriscados para expropriar valores dos credores; e 3) dos custos de insolvência, pois esses custos são menores quando a empresa dispõe de ativos permanentes que possam ser liquidados.

Myers e Majluf (1984) destacaram que podem haver custos associados à emissão de títulos em decorrência da assimetria de informações, e a emissão de dívida com garantia evitaria esses custos. Com isso, pode-se esperar que empresas com ativos que possam ser oferecidos em garantia emitam mais dívida para tirar vantagem dessa oportunidade.

Por outro lado, empresas com maior proporção de ativos intangíveis apresentam níveis de endividamento menores que as empresas com maior proporção de ativos tangíveis em sua estrutura de ativos, basicamente por que os credores ficam expostos à substituição de ativos, isto é, a empresa poderia assumir ativos de maior risco e retorno para os acionistas. Além disso, a existência de endividamento poderia restringir os projetos de investimento com menor retorno para a remuneração da dívida, prejudicando o credor. Nesses casos, o credor poderia exigir um prêmio pelo risco, o que faria o acionista/ gestor optar pelo uso de capital próprio.

Balakrishnan e Fox (1993) apresentam resultados que indicam que empresas com maior proporção de ativos intangíveis ou com maior especificidade apresentam baixo endividamento. Bah e Dumontier (2001) destacaram a influência dos gastos com pesquisa e desenvolvimento e com propaganda e publicidade na determinação da estrutura de capital. O'Brien (2003) adotou os gastos com pesquisa e desenvolvimento como *proxy* para ativos intangíveis e observou que esses gastos são inversamente relacionados ao endividamento. Empresas com estratégia voltada à inovação utilizam, predominantemente, capital próprio. O'Brien (2003) defende que o baixo endividamento de empresas inovadoras ajuda a sustentar a sua posição competitiva, pois ajuda a garantir recursos para P&D de forma contínua. Empresas com maior proporção de ativos intangíveis apresentam níveis de endividamento menores que as empresas com maior proporção de ativos tangíveis em sua estrutura, e o uso de recursos próprios pode oferecer a agilidade necessária para a empresa aproveitar eventuais oportunidades estratégicas, como P&D, lançamento de novos produtos e aquisição de outras empresas, quando houver possibilidade.

Titman e Wessels (1988) também observaram que empresas com produtos especializados ou únicos apresentam menor propensão ao endividamento, tanto de longo como de curto prazo.

O Quadro 3 apresenta as principais pesquisas que consideram a tangibilidade ou a especificidade dos ativos como um dos fatores determinantes da estrutura de capital das empresas.

Quadro 3 - Principais pesquisas que consideram a composição ou a especificidade dos ativos como determinante da estrutura de capital.

VARIÁVEL INDEPENDENTE SELECIONADA	AUTORES	PARÂMETROS PARA A VARIÁVEL INDEPENDENTE	RESULTADO: SINAL DO COEFICIENTE
Composição dos ativos ou valor dos ativos colaterais	Ferri e Jones (1979)	Imobilizado / Ativo Total	-
	Titman e Wessels (1988)	1 - Ativos intangíveis / Ativo Total 2 - (estoques + imobilizado bruto)/ ativo total	Insignificante
	Thies e Klock (1992)	Imobilizado / Ativo Total	+
	Chung (1993)	Imobilizado / Ativo Total	+
	Rajan e Zingales (1995)	Imobilizado / Ativo Total	+
	Jorge e Armada (2001)	1 – Imobilizado tangível líquido / Ativo; 2 – Imobilizado intangível líquido / Ativo.	Insignificante -
	Frank e Goyal (2007)	Imobilizado / Ativo Total	+
Especificidade do ativo	Titman e Wessels (1988)	1 – relação entre as despesas anuais com propaganda e pesquisa e desenvolvimento, e a receita; 2 – despesas de vendas divididas	-
	Bradley <i>et al.</i> (1984)	Relação entre as despesas anuais com propaganda e pesquisa e desenvolvimento e a receita.	-

Os sinais dos coeficientes das análises de regressão (positivo + ou negativo -) representam os resultados obtidos na relação entre os determinantes da estrutura de capital – a variável independente selecionada, e o endividamento.

2.2.3 Porte:

Estudos indicam que o endividamento é diretamente proporcional ao tamanho da empresa. Essa hipótese é baseada na teoria dos custos de insolvência, com base na suposição que empresas maiores apresentam mais solidez, maior diversidade de negócios, mais possibilidade de acesso aos mercados de títulos – debêntures e *bonds*, e capacidade de suportar adversidades, podendo, portanto, suportar maior grau de endividamento.

Stohs e Mauer (1996) testaram a hipótese de que o vencimento da dívida varia diretamente com o porte da empresa, ou seja, empresas grandes apresentam estruturas de vencimento da

dívida mais longas, enquanto que, dentre as empresas analisadas, as de menor porte tendem a usar dívidas de prazos mais curtos.

Titman e Wessels (1988) também concluíram que as empresas menores tendem a apresentar maior parcela de dívida de curto prazo. Esses autores levantam a possibilidade de que isso possivelmente estaria refletindo os custos de transação relativamente altos que as empresas pequenas enfrentam quando emitem instrumentos financeiros de longo prazo. Esse estudo também evidencia a maior vulnerabilidade das empresas com dívidas mais curtas, ao afirmar que por captar mais a curto prazo, essas empresas são particularmente sensíveis a reviravoltas na economia, que têm menos efeito sobre as empresas maiores, as quais são menos alavancadas e usam financiamento de longo prazo.

O Quadro 4 apresenta as principais pesquisas que consideram o porte da empresa como determinante da estrutura de capital.

Quadro 4 - Principais pesquisas que consideram o porte da empresa como determinante da estrutura de capital.

VARIÁVEL INDEPENDENTE SELECIONADA	AUTORES	PARÂMETROS PARA A VARIÁVEL INDEPENDENTE	RESULTADO: SINAL DO COEFICIENTE
Tamanho / Porte da empresa	Ferri e Jones (1979)	Vendas, Ativo, média do Ativo nos últimos 4 anos, média das vendas nos últimos 4 anos.	+
	Titman e Wessels (1988)	Logaritmo das vendas líquidas	+
	Chung (1993)	Valor médio dos ativos totais	Negativamente relacionado a dívida de longo prazo
	Rajan e Zingales (1995)	Logaritmo das vendas líquidas	+
	Jorge e Armada (2001)	Número de trabalhadores, ativo total, volume de vendas.	Insignificante
	Frank e Goyal (2007)	Logaritmo dos ativos	+

Os sinais dos coeficientes das análises de regressão (positivo + ou negativo -) representam os resultados obtidos na relação entre os determinantes da estrutura de capital – a variável independente selecionada, e o endividamento.

2.2.4 Rentabilidade:

Estudos indicam que o endividamento é inversamente proporcional à rentabilidade da empresa. Essa hipótese é baseada na teoria do *pecking order* de Myers (1984): a partir da hierarquia de preferência por fontes de financiamento, empresas historicamente mais lucrativas teriam maior fonte de recursos através do autofinanciamento e, portanto, menor necessidade de endividamento para financiar seus projetos, seja através de dívida, seja através do mercado de ações.

O Quadro 5 apresenta as principais pesquisas que consideram a rentabilidade como determinante da estrutura de capital.

Quadro 5 - Principais pesquisas que consideram a rentabilidade como determinante da estrutura de capital.

VARIÁVEL INDEPENDENTE SELECIONADA	AUTORES	PARÂMETROS PARA A VARIÁVEL INDEPENDENTE	RESULTADO: SINAL DO COEFICIENTE
Rentabilidade	Toy <i>et al.</i> (1974)	Lucro / ativo total	-
	Titman e Wessels (1988)	1 - Lucro operacional / vendas 2 - Lucro operacional / ativo total	-
	Thies e Klock (1992)	LAJIR / (Ativo – passivos operacionais)	-
	Rajan e Zingales (1995)	Lucro / ativo total	-
	Jorge e Armada (2001)	LAJIR / Ativo Total	-
	Fama e French (2002)	1 - LAJIDA / Ativo Total; 2 - (LAJIDA – IR) / Ativo Total; 3 - Relação entre valor de mercado e valor contábil dos ativos.	-
	Frank e Goyal (2007)	LAJIDA / Ativo Total	-

Os sinais dos coeficientes das análises de regressão (positivo + ou negativo -) representam os resultados obtidos na relação entre os determinantes da estrutura de capital – a variável independente selecionada, e o endividamento.

2.2.5 Risco:

Estudos indicam que o endividamento é inversamente proporcional à volatilidade do valor da empresa. Essa hipótese é baseada na teoria dos custos de insolvência, segundo a qual, essa volatilidade pode indicar maior probabilidade de insolvência, ou seja, empresas com maior volatilidade, ou mais arriscadas, deveriam ter menos dívida.

Alguns estudos consideram, ainda, as diferenças entre as estruturas de capital dos setores de atividade: os graus de endividamento tendem a ser baixos em setores com altas taxas de crescimento e com oportunidades futuras de investimento. Por outro lado, setores com limitadas oportunidades de investimento e crescimento lento, tendem a usar mais capital de terceiros. Segundo Ross *et al.* (2002: p. 363), “as evidências de diferenças persistentes de grau de endividamento entre setores são compatíveis com a idéia de que há um endividamento ótimo, envolvendo uma combinação de benefícios fiscais com custos de dificuldades financeiras.” Os autores Ferri e Jones (1979), Bradley *et al.* (1984), Titman e Wessels (1988), Chung (1993) encontraram relação significativa entre o setor de atividade e a estrutura de capital, principalmente em decorrência da semelhança quanto ao risco econômico entre as empresas de um mesmo setor.

O Quadro 6 apresenta as principais pesquisas que consideram o risco da empresa como determinante da estrutura de capital.

Quadro 6 - Principais pesquisas que consideram o risco da empresa como determinante da estrutura de capital.

VARIÁVEL INDEPENDENTE SELECIONADA	AUTORES	PARÂMETROS PARA A VARIÁVEL INDEPENDENTE	RESULTADO: SINAL DO COEFICIENTE
Risco	Toy <i>et al.</i> (1974)	Desvio padrão dos lucros	+
	Ferri e Jones (1979)	1 – variação das vendas 2 – variação do fluxo de caixa 3 – desvio padrão do crescimento das vendas; 4 – desvio padrão do crescimento do fluxo de caixa.	Insignificante
	Bradley <i>et al.</i> (1984)	Desvio padrão do lucro dividido pelo Ativo Médio	-
	Titman e Wessels (1988)	Desvio padrão da variação percentual do lucro operacional.	Insignificante
	Thies e Klock (1992)	Variação nos lucros.	-
	Chung (1993)	Beta	-
	Jorge e Armada (2001)	Coefficiente de Variação do LAJIR e desvio padrão do crescimento das vendas e do crescimento do LAJIR	Insignificante
	Fama e French (2002)	Logaritmo do Ativo	-

Os sinais dos coeficientes das análises de regressão (positivo + ou negativo -) representam os resultados obtidos na relação entre os determinantes da estrutura de capital – a variável independente selecionada, e o endividamento.

O item a seguir apresenta os principais estudos a respeito de determinantes da estrutura de capital realizados para o mercado brasileiro.

2.3 Os determinantes da estrutura de financiamento das empresas brasileiras

São relativamente recentes os estudos sobre as decisões de financiamento das empresas brasileiras.

Nakamura (1992) estuda a estrutura de capital na realidade brasileira usando metodologia de regressão linear múltipla, semelhante à metodologia empregada por Bradley *et al.* (1984), e

observa, entre outros aspectos, que são confirmadas as afirmações de que a existência de ativos tangíveis e o tamanho da empresa são fatores de determinação da estrutura de capital. Igualmente, se confirmou a relação negativa esperada entre rentabilidade da empresa e o grau de endividamento, baseada na teoria do *pecking order*, e assumindo que o lucro reflete com fidelidade a capacidade de geração de caixa da empresa. Outro resultado importante corresponde à constatação de que o setor de atividade constitui-se em um fator de diferenciação de endividamento entre as empresas, confirmando os resultados já obtidos em outros trabalhos já citados. Da mesma forma, o tipo de capital, privado nacional, privado estrangeiro e estatal, ajuda a agrupar empresas com níveis de endividamento semelhantes. Para Nakamura (1992), a decisão de financiamento no Brasil está fortemente condicionada à existência de oportunidades de captação. Essas oportunidades de captação surgem mesmo quando não há projetos com VPL positivo e, por vezes, esses recursos passam a ser aplicados no mercado financeiro, proporcionando receita financeira na formação de resultado da empresa.

Tedeschi (1997) procura “investigar quais são os fatores determinantes da escolha de estrutura de capital no Brasil e, possivelmente, como tais fatores se comportam: de acordo com as previsões do ‘*static trade-off*’ ou da ‘*pecking order*’ modificada.” Através dos modelos de regressão múltipla, examina quatro variáveis: a tangibilidade dos ativos, a existência de oportunidades de investimento, o tamanho da empresa e a rentabilidade. Como variável dependente considera o grau de endividamento medido como a soma do passivo oneroso de curto e de longo prazo em relação ao passivo total. Tedeschi (1997: p. 111) conclui que “os aspectos relativos à tangibilidade, ao tamanho, às oportunidades de investimento e à rentabilidade confirmam seu papel na determinação da estrutura de capital das empresas brasileiras. (...) Já no que diz respeito à captação de recursos externos (...) parece confirmada a existência de uma hierarquia nesta captação. Hierarquia esta que privilegia a utilização de recursos externos, a partir do esgotamento dos recursos gerados internamente.”

Eid Junior (1996) e Soares e Procianny (2000) encontram indicações de que empresas brasileiras seguem uma ordem na estrutura de capital, indicando conformidade com a teoria do *pecking order*. Eid Junior (1996: p. 58) pesquisou, através de entrevistas, 161 empresas de capital aberto e fechado, e encontrou evidências de que, em termos de estrutura de capital, as empresas “são oportunísticas em sua maioria. Captam o recurso que no momento for economicamente mais proveitoso, sem se preocupar com a estrutura de capital.” Soares e

Procianoy (2000) observaram que o endividamento das empresas aumentou após o Plano Real, porém esse endividamento é concentrado no curto prazo. Kayo (1997) e Terra (2002) também encontram evidências do *pecking order* no mercado brasileiro.

Moreira e Puga (2000: p. 14) buscam “identificar as linhas gerais da estrutura de financiamento que tem prevalecido nas firmas industriais e em que medida elas são sensíveis às características específicas das firmas.” Esses autores usaram a base de dados da Receita Federal e obtiveram dados de 4.312 empresas, com a vantagem de incluir empresas de capital fechado e aberto, para o período de 1995 a 1997. Os autores registram que o tamanho da empresa é importante para determinar a estrutura de capital no Brasil, e as empresas pequenas, menos capitalizadas, mais rentáveis e acelerado crescimento usam mais recursos internos que externos. Uma das conclusões desta pesquisa é que as empresas brasileiras dependem mais de recursos próprios, do que a média em outros países em desenvolvimento. Em média, as empresas maiores, entretanto, registraram maior proporção do uso de capital próprio, do que empresas menores. Outra conclusão deste trabalho é que as empresas menores, mais lucrativas e com maiores taxas de crescimento, usam maior parcela de recursos de sua geração interna. As empresas maiores, menos lucrativas e com crescimento mais lento, tendem a utilizar recursos do mercado de capitais via emissão de títulos ou ações, em maior proporção.

Procianoy e Krämer (2001: p. 71) estudaram amostra de empresas que emitiram ações entre 1988 e 1994, e concluíram que a proporção entre o passivo circulante sobre a soma do exigível a longo prazo com o patrimônio líquido é “um eficiente sinalizador do momento em que os riscos financeiros encontram-se em níveis indesejados às corporações, suscitando, por essa razão, a emissão de ações para a redução da participação dos passivos. Portanto, (...) as corporações negociadas na Bovespa adotam uma estratégia comum na delimitação de suas respectivas capacidades máximas de utilização de recursos de terceiros.”

Gomes e Leal (2001: p. 42-57) estudam os determinantes da estrutura de capital – medida como a relação do exigível total sobre a soma de exigível total e o valor de mercado da empresa, para amostra de 144 empresas não financeiras brasileiras com ações negociadas em bolsa de valores no período entre 1995 e 1997, utilizando regressão múltipla, e resultados corroboram a teoria do *pecking order*, considerando os fatores tamanho, tangibilidade, crescimento, risco e setor de atividade.

Os problemas de custos de agência presentes nas teorias de *pecking order*, de assimetria de informação e de custos de insolvência parecem ser os determinantes principais da estrutura de capitais das empresas brasileiras. Enquanto os custos de agência refletem os problemas de assimetria de informação supostamente graves entre gestores, acionistas controladores, acionistas minoritários ou sem direito a voto e credores, os custos de insolvência refletem características do mercado de crédito brasileiro, tais como alto custo e pouca oferta de empréstimos de longo prazo. [GOMES e LEAL, 2001, p. 55]

Perobelli e Famá (2002) estudaram os possíveis fatores indutores da estrutura de capital, observando 165 empresas de capital aberto brasileiras, no período de 1995 a 2000, utilizando a técnica de análise fatorial, seguindo o modelo de Titman e Wessels (1988) e foram encontradas relações negativas entre crescimento dos ativos, tamanho e lucratividade com endividamento de curto prazo. Não foram encontradas relações entre os atributos selecionados e o endividamento de longo prazo das empresas

Terra (2002) estudou uma amostra de 839 empresas brasileiras, dos Estados Unidos e de outros seis países da América Latina para o período de 1986 a 2000 e encontrou evidências de que os determinantes da estrutura de capital e seus efeitos são similares entre os países, considerando as variáveis: tangibilidade, rentabilidade, tamanho, oportunidades de crescimento, carga tributária e risco do negócio.

Procianoy e Schnorrenberger (2004) estudaram 306 empresas brasileiras no período de 1995 a 2000 para observar a influência das estruturas de controle na determinação da estrutura de capital, encontrando efeitos da *pecking order theory*, voltados para a manutenção de controle. Observaram relação significativa e negativa entre controle acionário concentrado e endividamento, que atribuem ao temor de perda de controle em função da elevação dos custos de insolvência financeira decorrentes do uso de capital de terceiros. A variável independente controle acionário foi medida como a participação percentual cumulativa dos três maiores acionistas nas ações ordinárias, sobre o total de ações ordinárias da empresa.

Sallum (2004) baseou-se no estudo de Jorge e Armada (2001) para avaliar os determinantes da estrutura de capital de uma amostra de 163 empresas brasileiras de capital aberto no período de 1994 a 2002, utilizando duas técnicas estatísticas: análise de regressão múltipla e análise de dados em painel. Como variável dependente – o grau de endividamento – utilizou-se de quatro medidas: o endividamento geral, o endividamento de curto prazo, o endividamento de longo prazo e a participação de capital de terceiros. As variáveis

independentes selecionadas foram: dimensão, crescimento, volatilidade, rentabilidade e composição do ativo.

Schmitt (2004) estudou 192 empresas brasileiras no período de 1995 a 2002 e observou relação negativa entre endividamento e rentabilidade, conforme a teoria do *pecking order*. Na pesquisa, ainda observou a utilização dos juros sobre o capital próprio como benefício fiscal não decorrente da dívida, encontrando relação negativa, conforme o esperado.

Analisando empresas brasileiras, Kayo e Famá (2004), chegam a resultados que mostram que as empresas com maior proporção de ativos intangíveis apresentam níveis de endividamento menores que as empresas com maior proporção de ativos tangíveis. Para os autores, a teoria de agência tem relação com o ciclo de vida da empresa, no que diz respeito à definição da estrutura ótima da capital: “o fluxo de caixa livre é maior na fase de maturidade das empresas e, por isso, a participação de capital de terceiros parece ser mais indicada nesta fase do ciclo de vida das organizações.”

Klotzle e Biagini (2004) testaram “através do método de regressão em painel, os principais determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto com dados do período de 1998 a 2002.” Esses autores consideraram tamanho, oportunidades de crescimento, composição do ativo, lucratividade, risco, controle acionário, singularidade, e consideraram variáveis macroeconômicas como variação cambial e variação da taxa de juros. Concluíram que “os fatores Tamanho, Lucratividade e Impacto Cambial mostraram ser os mais significantes determinantes da Estrutura de Capital das empresas analisadas.” O estudo de Klotzle e Biagini (2004) mostra, ainda, que “quanto maiores e mais lucrativas as empresas, menor é o seu nível de endividamento. A volatilidade da taxa de câmbio, por sua vez, tem uma relação positiva com o endividamento, visto que muitas empresas brasileiras possuem um passivo fortemente atrelado ao dólar sem fazerem, necessariamente, uso de instrumentos de proteção (*hedge*).”

Barros (2005) investiga a relação entre a estrutura de capital e o valor da empresa exposta a dois fenômenos: 1 - a assimetria de informações entre os indivíduos de dentro e de fora da organização, notadamente seus administradores e acionistas externos; e 2 – o conflito de interesses entre as referidas partes, no contexto da Teoria de Agência. Encontrou resultados

coerentes com Stulz (1990), confirmando a relevância da estrutura de financiamentos para a determinação do valor da empresa.

Perobelli *et al.* (2005) pesquisaram a relação endógena entre estrutura financeira e qualidade da governança corporativa a partir de amostra de 154 empresas com ações negociadas na Bovespa e encontraram influência da qualidade da governança corporativa na estrutura de capital, ou seja, “o grau de endividamento das empresas brasileiras em 2002 mostro-se positivamente relacionado à ‘qualidade da governança corporativa’ e negativamente correlacionado tanto ao atributo ‘singularidade’ quanto ao atributo ‘volatilidade’.” Brito e Lima (2005) também encontraram relação entre governança corporativa e endividamento ao encontrarem evidências de que empresas com melhor governança desfrutam de condições mais vantajosas para captar recursos externos.

Martin *et al.* (2005) apresentaram os resultados de uma pesquisa de fatores determinantes de endividamento de 91 empresas abertas brasileiras no período de 1999 a 2003, os quais foram considerados consistentes com as teorias do *pecking order* e do *trade-off*.

Brito *et al.* (2005) analisaram as 500 maiores empresas brasileiras no período de 1998 a 2002 e encontraram relação entre volatilidade dos resultados e tangibilidade dos ativos. Os resultados indicam que as empresas no Brasil se endividam mais no curto prazo do que no longo prazo. Os fatores risco, tamanho, composição dos ativos e crescimento se mostraram determinantes na estrutura de capital, enquanto que os fatores rentabilidade e tipo de capital, aberto ou fechado, não se mostraram relevantes para a forma como as empresas se financiam.

Barros *et al.* (2006) introduziram componentes comportamentais que chamaram de “excesso de confiança e otimismo gerencial.” Algumas *proxies* foram incluídas para medir esse efeito e as características da alta administração e se mostraram importantes na determinação da estrutura de capital. As variáveis independentes tamanho e lucratividade também se mostraram significativas.

Costa Jr. e Lemes Jr. (2006) estudaram a estrutura de capital das empresas integrantes do índice IBX-100 da Bovespa, durante o período de 2000 a 2004. O fator determinante mais relevante encontrado foi o porte das empresas, seguido pelos fatores tangibilidade e rentabilidade.

Kayo *et al.* (2006) analisaram “a relação entre a estrutura de capital e as variáveis representativas de ativos intangíveis (qualidade de patentes, tempo médio de vida das patentes e qualidade das marcas). Os resultados indicam uma influência negativa e estatisticamente significativa das patentes sobre o nível de endividamento das empresas analisadas. Esses resultados corroboram a hipótese de que as empresas intensivas em inovação apresentam níveis mais baixos de endividamento.” Esses autores construíram três variáveis não financeiras para representar ativos intangíveis: quantidade de patentes; o tempo médio de vida das patentes; e a quantidade de marcas; e seis variáveis financeiras: índice beta, benefícios fiscais não relacionados a dívidas, lucratividade, tamanho da empresa, setor e valor colateral dos ativos.

Correa *et al.* (2007) estudaram 389 empresas brasileiras no período de 1999 a 2004 e encontraram relação negativa entre o endividamento e tangibilidade e rentabilidade, e relação positiva entre endividamento e risco. Observaram também que empresas de capital estrangeiro são mais endividadas que empresas de capital nacional.

Os quadros, a seguir, apresentam as principais variáveis consideradas como determinantes da estrutura de capital nas pesquisas realizadas para o mercado brasileiro. A terceira coluna apresenta a descrição do parâmetro considerado em cada estudo e a última coluna apresenta os sinais dos coeficientes das análises de regressão obtidos na relação entre os determinantes da estrutura de capital – as variáveis independentes selecionadas, e o endividamento.

O Quadro 7 apresenta as principais pesquisas que consideraram a variável independente oportunidades de crescimento como fator determinante do endividamento das empresas. De acordo com McConnell e Servaes (1995), empresas com maiores oportunidades de crescimento apresentariam menor endividamento. Entretanto, algumas pesquisas para empresas brasileiras apresentam relação positiva entre as variáveis, contrariando a Teoria e estudos anteriores.

Quadro 7 - Principais pesquisas que consideram a variável oportunidades de crescimento como determinante da estrutura de capital das empresas brasileiras:

VARIÁVEL INDEPENDENTE SELECIONADA	AUTORES	PARÂMETROS PARA A VARIÁVEL INDEPENDENTE	RESULTADO: SINAL DO COEFICIENTE
Oportunidades de Crescimento	Tedeschi (1997)	valor de mercado do ativo total / valor contábil do ativo total.	-
	Gomes e Leal (2001)	$OC=(AT-PL+VM)/AT$ onde OC= oportunidades de crescimento, AT= ativo total, PL= patrimônio líquido, e VM= valor de mercado	-
	Perobelli e Famá (2002)	1 - (aumento de investimentos e imobilizado) / ativo total 2 - variação média do ativo total	-
	Terra (2002)	Valor de Mercado / Patrimônio Líquido	+
	Sallum (2004)	Taxa de crescimento do ativo total	+
	Brito e Lima (2005)	$OC=(AT-PL+VM)/AT$ onde OC= oportunidades de crescimento, AT= ativo total, PL= patrimônio líquido, e VM= valor de mercado	+
	Brito <i>et al.</i> (2005)	Crescimento das vendas	+
	Barros <i>et al.</i> (2006)	Taxa de variação percentual acumulada da receita líquida nos três últimos anos	+

Os sinais dos coeficientes das análises de regressão (positivo + ou negativo -) representam os resultados obtidos na relação entre os determinantes da estrutura de capital – a variável independente selecionada, e o endividamento.

O Quadro 8 apresenta as principais pesquisas que consideraram a variável independente tangibilidade como fator determinante do endividamento das empresas. Os resultados, em sua maior parte, confirmam a Teoria, indicando relação positiva entre a tangibilidade dos ativos e o grau de endividamento das empresas.

Quadro 8 - Principais pesquisas que consideram a variável composição do ativo como determinante da estrutura de capital das empresas brasileiras:

VARIÁVEL INDEPENDENTE SELECIONADA	AUTORES	PARÂMETROS PARA A VARIÁVEL INDEPENDENTE	RESULTADO: SINAL DO COEFICIENTE
Composição do ativo / valor colateral / tangibilidade	Tedeschi (1997)	Imobilizado líquido / ativo total	+
	Gomes e Leal (2001):	Ativo fixo total / ativo total	+
	Terra (2002)	Ativo fixo líquido / total do ativo	+
	Sallum (2004)	Imobilizado líquido / ativo total	+ (regressão) - (painel)
	Brito e Lima (2005)	(estoque + imobilizado) / ativo total	+
	Brito <i>et al.</i> (2005)	Imobilizado / ativo total	-
	Barros <i>et al.</i> (2006)	Ativo imobilizado bruto (antes da depreciação) somado ao estoque sobre ativo.	+
	Correa <i>et al.</i> (2007)	(estoque + imobilizado) / ativo total	-

Os sinais dos coeficientes das análises de regressão (positivo + ou negativo -) representam os resultados obtidos na relação entre os determinantes da estrutura de capital – a variável independente selecionada, e o endividamento.

O Quadro 9 apresenta as principais pesquisas que consideraram o tamanho como fator determinante do endividamento das empresas, indicando diversidade de resultados.

Quadro 9 - Principais pesquisas que consideram a variável tamanho como determinante da estrutura de capital das empresas brasileiras:

VARIÁVEL INDEPENDENTE SELECIONADA	AUTORES	PARÂMETROS PARA A VARIÁVEL INDEPENDENTE	RESULTADO: SINAL DO COEFICIENTE
Dimensão / tamanho / porte	Tedeschi (1997)	Logaritmo da receita operacional líquida	+
	Gomes e Leal (2001)	Logaritmo da receita operacional líquida	-
	Perobelli e Fama (2002)	1 - Logaritmo da receita operacional líquida 2 - logaritmo do patrimônio líquido médio 3 - logaritmo do ativo total médio	-
	Klotzle e Biagini (2004)	Logaritmo da receita operacional líquida	-
	Brito <i>et al.</i> (2005)	Logaritmo da receita líquida	+
	Barros <i>et al.</i> (2006)	Logaritmo natural da receita líquida ou do ativo total.	+

Os sinais dos coeficientes das análises de regressão (positivo + ou negativo -) representam os resultados obtidos na relação entre os determinantes da estrutura de capital – a variável independente selecionada, e o endividamento.

O Quadro 10 apresenta as principais pesquisas que consideraram a rentabilidade como fator determinante do endividamento das empresas, indicando uniformidade de resultados e conformidade com estudos anteriores e a teoria de *pecking order*.

Quadro 10 - Principais pesquisas que consideram a variável rentabilidade como determinante da estrutura de capital das empresas brasileiras:

VARIÁVEL INDEPENDENTE SELECIONADA	AUTORES	PARÂMETROS PARA A VARIÁVEL INDEPENDENTE	RESULTADO: SINAL DO COEFICIENTE
Rentabilidade	Tedeschi (1997)	LAJIDA dividido pelo ativo total	-
	Gomes e Leal (2001)	LAJIDA dividido pelo ativo total	-
	Terra (2002)	LAJIR /total do ativo	-
	Perobelli e Fama (2002)	Resultado operacional / ativo total	-
	Procyanoy e Schnorrenberger (2004)	Margem operacional	-
	Klotzle e Biagini (2004)	<i>Return on equity</i> = lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido.	-
	Sallum (2004)	LAJIR / total do ativo	+ (regressão) + ou - (painel)
	Brito e Lima (2005)	LAJIDA dividido pelo ativo total	-
	Barros <i>et al.</i> (2006)	LAJIDA dividido por ativo total Lucro operacional sobre ativo	-
	Correa <i>et al.</i> (2007)	LAJIR /total do ativo	-

LAJIDA = lucro antes dos juros, imposto, depreciação e amortização, dividido pelo ativo total

Margem operacional = lucro operacional dividido pela receita operacional líquida

LAJIR = lucro antes dos juros e imposto de renda

Os sinais dos coeficientes das análises de regressão (positivo + ou negativo -) representam os resultados obtidos na relação entre os determinantes da estrutura de capital – a variável independente selecionada, e o endividamento.

Finalmente, o Quadro 11 apresenta as principais pesquisas que consideraram risco como fator determinante do endividamento das empresas, e os resultados encontrados, em sua maior parte, contrariam a expectativa de relação negativa entre as variáveis.

Quadro 11 - Principais pesquisas que consideram a variável risco como determinante da estrutura de capital das empresas brasileiras:

VARIÁVEL INDEPENDENTE SELECIONADA	AUTORES	PARÂMETROS PARA A VARIÁVEL INDEPENDENTE	RESULTADO: SINAL DO COEFICIENTE
Volatilidade ou Risco do Negócio	Gomes e Leal (2001)	Desvio padrão da rentabilidade ou Beta ou volatilidade da ação	+
	Sallum (2004)	Coefficiente de variação do LAJIR; desvio padrão do crescimento das vendas e desvio padrão do crescimento do LAJIR	+ (regressão) - ou inexistente (painel)
	Brito e Lima (2005)	Desvio padrão do LAJIDA em relação ao LAJIDA médio	-
	Brito <i>et al.</i> (2005)	Desvio padrão da rentabilidade	+
	Barros <i>et al.</i> (2006)	Beta da ação utilizando uma janela de 60 semanas ou desvio padrão dos retornos diários da ação ao longo do ano.	+
	Correa <i>et al.</i> (2007)	Desvio padrão (LAJIR/Ativo)	+

Os sinais dos coeficientes das análises de regressão (positivo + ou negativo -) representam os resultados obtidos na relação entre os determinantes da estrutura de capital – a variável independente selecionada, e o endividamento.

Conhecidos os principais estudos sobre fatores determinantes de financiamento, o capítulo seguinte trará uma análise do setor de construção civil no Brasil e das características de suas fontes de financiamento.

3 O FINANCIAMENTO DO SETOR DE CONSTRUÇÃO CIVIL

3.1 Desempenho recente do setor de construção civil no Brasil.

Este capítulo focaliza o setor de construção civil no segmento de incorporação imobiliária. Inicialmente são apresentadas as principais características desse setor e particularidades dos procedimentos contábeis. Em seguida, é desenvolvida uma análise das condições econômico-financeiras das onze empresas que emitiram ações no período de 2005 a março de 2007 – Brascan, Company, Camargo Correa, Cyrela, Even, Gafisa, Klabin Segall, PDG Realty, Rodobens, Rossi e Tecnisa. A análise destas empresas destaca sua estrutura de financiamento e descreve o processo de capitalização dos últimos dois anos. Esse processo é analisado à luz da teoria de estrutura de capital e seus determinantes para o mercado brasileiro.

A pesquisa exploratória desenvolvida procura estudar as fontes de financiamento disponíveis para as empresas de construção civil, a influência de variáveis externas sobre a decisão de capital e os tipos de financiamentos efetivamente utilizados, com a finalidade de identificar elementos explicativos para o processo de capitalização verificado.

A escolha desse setor como foco de pesquisa deve-se, não só ao importante movimento de acesso ao mercado de ações como forma de captação de recursos, a partir do segundo semestre de 2005, como às particularidades setoriais que influenciam a decisão de financiamento. Dentre essas particularidades, podem ser destacadas:

- empresas com longo ciclo de produção e, portanto, com necessidade de financiamento de capital de giro de longo prazo para sua operação;
- empresas produtoras de bens de elevado valor e que necessitam financiar seus clientes também no longo prazo, demandando, em consequência, fontes adequadas;
- a estrutura com baixa participação de ativos tangíveis – imobilizado, e que teriam, portanto, baixa propensão ao endividamento. Estudos anteriores como citados nos Quadros 3 e 8 mostram uma relação positiva entre os investimentos tangíveis e o endividamento, isto é, empresas com menor estrutura de ativos tangíveis tenderiam a utilizar menos endividamento;

- a elevada variabilidade de margens de rentabilidade. Cada obra difere das demais; os custos de produção, que abrangem os materiais e mão de obra, variam de acordo com a região; a quantidade e grau de especialização da mão de obra também variam ao longo do processo produtivo; o processo de produção envolve muitas etapas diferenciadas, que devem obedecer a determinada seqüência e dificuldades em determinadas etapas podem comprometer as etapas seguintes.

Assaf Neto (2007a: p. 338), descrevendo a estrutura básica dos demonstrativos financeiros das empresas do setor de construção civil e suas particularidades de análise, ainda destaca que “além do ciclo operacional maior, a relação entre um cliente e uma construtora que lhe vendeu um imóvel residencial, por exemplo, pode ser mais longa ainda, pois a empresa costuma oferecer uma garantia de, no mínimo, cinco anos.”

Por suas características, essas empresas estão expostas a vários riscos conjunturais. A elevação de taxas de juros, por exemplo, influencia tanto as empresas como seus clientes – compradores finais – que dependem de financiamento compatível com o longo prazo de maturação da obra. As empresas também sofrem reflexos do desaquecimento da economia em geral, das taxas de desemprego, das taxas de inflação que influenciam, ainda, os custos de produção, da política de distribuição de renda, e da política de crédito que implica na disponibilidade de linhas de financiamento.

Outros fatores de risco poderiam ser apontados: a volatilidade do preço dos materiais e equipamentos de construção; queda dos preços de venda dos empreendimentos, podendo ficar abaixo do esperado e comprometendo a margem de lucro; elevação dos preços dos terrenos; descasamento de prazos e de taxas de juros entre os recursos captados e os financiamentos a clientes; inadimplência de clientes. A formação de parcerias, que se constitui na recente tendência de associação de empresas incorporadoras para o desenvolvimento de determinados projetos, também pode representar um fator de risco, se o sócio vier a apresentar problemas financeiros ou vierem a ocorrer divergências de interesses econômicos e comerciais.

Assaf Neto (2007a, p. 343) ainda destaca as particularidades do processo produtivo do setor, que obrigam a adoção de eficientes controles internos, e comprovam a importância da capacidade técnico-administrativa para o desempenho das empresas do setor:

O processo produtivo contido na atividade de construção civil é altamente complexo, envolvendo variáveis como: qualidade do material utilizado, qualificação da mão-de-obra utilizada, tempo e relacionamento entre fases da construção, variáveis climáticas, solo e subsolo etc. Além disso, a complexidade do negócio de construção requer uma estrutura administrativa, que vai da área técnica que elabora o projeto até o setor jurídico que trata das relações existentes entre os clientes e a empresa. Esses fatores, combinados, geram a demanda por indicadores internos altamente sofisticados para que sejam evitados os desperdícios comuns no processo de construção e para que se possa planejar, organizar, decidir e controlar (administrar) as atividades de uma empresa de construção civil.

As construtoras necessitam de formas específicas de financiamento para as várias etapas do processo: desde a aquisição de terrenos e dos insumos de produção, como para capital de giro e financiamento de vendas ao comprador final.

Além das fontes próprias, e da captação através da emissão de novas ações, as incorporadoras imobiliárias contam com as formas de financiamento externo – debêntures, notas promissórias, Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI, Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC, Fundos de Investimentos Imobiliários, e contam, também, com linhas específicas de financiamento dentro do Sistema Financeiro da Habitação - SFH e Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo – SBPE e das carteiras hipotecárias das instituições financeiras.

O SFH é um segmento especializado do Sistema Financeiro Nacional, criado em 1964 no contexto das reformas bancária e de mercado de capitais e, segundo o Bacen (2007),

o SFH possui, desde a sua criação, como fonte de recursos principais, a poupança voluntária proveniente dos depósitos de poupança do denominado Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), constituído pelas instituições que captam essa modalidade de aplicação financeira, com diretrizes de direcionamento de recursos estabelecidas pelo CMN e acompanhados pelo Bacen, bem como a poupança compulsória proveniente dos recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), regidos segundo normas e diretrizes estabelecidas por um Conselho Curador, com gestão da aplicação efetuada pelo Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão (MPOG), cabendo a CEF o papel de agente operador.

A Resolução do Bacen n. 1.980, de 30/04/93, disciplinou o direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas instituições integrantes do SBPE e as operações de financiamento efetuadas no âmbito do SFH. Esse dispositivo estabeleceu os limites mínimos do direcionamento de recursos para o financiamento no âmbito do SFH e para o financiamento imobiliário como um todo, incluindo as operações contratadas a taxas de mercado.

As principais exigências relacionadas aos financiamentos imobiliários no âmbito do SFH estão estabelecidas pela Resolução do Bacen n. 3.410, de 27/09/06: o imóvel financiado é para uso exclusivo do mutuário; o valor unitário dos financiamentos é de, no máximo, R\$245mil; o preço máximo de venda da unidade é de R\$350mil; o custo efetivo máximo não pode superar 12% ao ano; se ao final do prazo de financiamento houver saldo devedor em aberto, o financiamento pode ser prorrogado até a metade do prazo inicialmente ajustado; e o mutuário deverá oferecer garantia de hipoteca ou alienação fiduciária do imóvel.

A parcela de financiamento imobiliário não vinculada ao SFH, constitui a carteira hipotecária da instituição financeira. Refere-se às operações contratadas a taxas de mercado, usualmente maiores do que os praticados pelo SFH, e sem limite de valor a ser financiado.

Além dessas fontes de financiamento, a securitização de recebíveis vem se desenvolvendo e se consolidando como uma importante fonte de recursos para o setor. Costa (2005, p. 118) explica que “os créditos da incorporadora com seus clientes, oriundos da venda de unidades já concluídas, podem ser negociados com os agentes financeiros, por meio de ‘cessão de direitos creditórios’. Trata-se de uma venda de direitos realizáveis, em que o vendedor (incorporador) concede um deságio (desconto) sobre o montante de Recebíveis, além de incorrer em encargos com a averbação de hipoteca, impostos e taxas e a tarifa de serviços de avaliação de engenharia.”

O IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (2007), a partir de dados do IBGE, apresenta a variação anual do setor de construção civil na composição do Produto Interno Bruto - PIB brasileiro: em 2005, o setor cresceu apenas 1,3%, para uma variação do PIB a preços de mercado de 2,3%, em 2006, o crescimento do setor de 4,5% superou o crescimento de 2,9% no PIB. Entretanto, o total de investimentos no setor imobiliário brasileiro não tem sido suficiente para atender à carência de moradia da população. Essa escassez é crítica para as unidades destinadas às classes de média e baixa renda. O potencial de crescimento do setor, como um todo, é grande para os próximos anos, em decorrência não só do déficit já existente, como a necessidade de acompanhar o ritmo de crescimento da população e o declínio da relação habitante por moradia. Entretanto, a existência do déficit habitacional nas grandes cidades explica apenas parcialmente o crescimento desse mercado já que os lançamentos são voltados à classe média e alta nos centros urbanos. Permanece uma demanda não atendida nos segmentos de menor renda, com menor acesso ao crédito.

Vários fatores vêm impulsionando os investimentos do setor de construção civil imobiliário nos últimos dois anos. Dentre os principais fatores conjunturais podem ser destacados: inflação baixa e sob controle, a entrada de investidores estrangeiros através da bolsa de valores, a redução da taxa básica de juros. A queda de juros beneficia duplamente o setor: pela equiparação de investimentos em ativos reais com os ativos financeiros; e pelo incentivo ao mercado de títulos lastreados em bens imóveis e ao mercado de ações, onde muitas empresas do setor têm buscado recursos.

Além disso, algumas medidas de apoio ao setor foram aprovadas pelo governo. Essas novas regras para o setor possibilitaram a criação de um novo marco regulatório e maior segurança jurídica.

A Lei 9.514, de 20/11/97, possibilitou a alienação fiduciária dos imóveis em garantia. A Lei 10.931, de 02/08/04, também incentivou o crédito imobiliário por parte dos bancos: regulou o incontroverso, que é a obrigação do comprador honrar o contrato mesmo que discorde do valor da dívida, e criou a possibilidade do patrimônio de afetação, que se refere à contabilidade em separado do empreendimento. De acordo com essa Lei, o terreno e edificação sobre ele, contribuições financeiras e outros direitos relacionados, serão utilizados para garantir as dívidas e obrigações relacionadas à respectiva incorporação e não terão vínculo com outros bens, direitos e obrigações da incorporadora ou outros ativos anteriormente apropriados. Nem todas as incorporações de imóveis se enquadram no conceito de patrimônio de afetação. Esse enquadramento é feito a critério do incorporador, em caráter opcional. A contabilidade em separado de empreendimento e a consideração, em separado, do patrimônio dos compradores, só valem para as incorporações que averbarem o respectivo termo de constituição do patrimônio de afetação, no Registro de Imóveis, conforme artigo 31-B da Lei 4.591, de 16/12/64. Dessa forma, na hipótese de falência ou insolvência do incorporador, deverá ser instituído o condomínio da construção, que deliberará sobre a continuidade da obra.

Essa legislação também cria um regime tributário especial mais favorável ao incorporador que opte pelo regime de afetação, aplicando uma menor alíquota tributária. A incorporadora que optar por esse regime especial ficará sujeita a um pagamento mensal simplificado de tributos.

Para isso, a incorporadora deve manter escrituração contábil segregada para cada uma das incorporações afetadas.

O regime de patrimônio de afetação também simplificará a análise de crédito dos empreendimentos por parte das instituições financeiras, pois estas avaliarão o risco apenas do empreendimento financiado. A simplificação da análise de crédito e a limitação do risco do banco ao empreendimento poderão resultar em aumento de valor para financiamento da construção, redução das taxas de juros e maior agilidade no processo de financiamento.

Ainda como incentivo à ampliação do crédito imobiliário, as Resoluções do Bacen n. 3.259, de 28/01/05, n. 3.280, de 29/04/05 e n. 3.304, de 29/07/05 ampliaram o direcionamento de recursos para financiamento habitacional.

A Tabela 1 apresenta a evolução do número de unidades financiadas e valores envolvidos nas operações de crédito imobiliário, no período janeiro de 2005 a fevereiro de 2007.

Tabela 1 – Evolução do número de unidades e valores de crédito imobiliário:

Financiamento Habitacional: Construção + Aquisição				
Período	Unidades	Variação	Valor R\$milhões	Variação
Jan/05 a Dez/05				
Total	64.977	-	4.947	-
SFH	63.234	-	4.613	-
Taxas de Mercado	1.743	-	334	-
Jan/06 a Dez/06				
Total	111.296	71,3%	9.177	85,5%
SFH	109.289	72,8%	8.703	88,7%
Taxas de Mercado	2.007	15,2%	473	41,9%
Mar/06 a Fev/07				
Total	117.619	81,3%	9.756	95,7%
SFH	115.098	81,4%	9.197	96,4%
Taxas de Mercado	2.521	76,3%	559	84,3%

Fonte: Bacen (2007).

A primeira linha mostra o número de unidades e o valor dos financiamentos no período de janeiro a dezembro de 2005, subdividido entre SFH e os realizados a taxas de mercado. A segunda linha mostra os mesmos dados para o período de janeiro a dezembro de 2006 e o percentual de variação em relação ao ano anterior. A terceira linha mostra os dados para período entre março de 2006 e fevereiro de 2007. Observam-se importantes taxas de

crescimento nos períodos analisados e também um crescimento mais acentuado em valor, o que indica valorização média dos imóveis.

Além do cenário macroeconômico mais favorável e da legislação que levou os bancos a direcionar maior parcela dos recursos da poupança no crédito imobiliário, o processo de capitalização das empresas do setor tornou-as menos dependentes de financiamentos bancários. As empresas passaram a transferir para o setor bancário o financiamento ao comprador final, e utilizaram os recursos da venda de ações para a compra de terrenos e aplicações financeiras.

Segundo Anbid (2006), o setor de construção civil foi o que apresentou a maior participação nas ofertas de renda variável, com 18,9% do total do ano de 2006.

A Bovespa classifica 25 empresas no setor de construção civil. Desse total, quatro empresas são consideradas de construção pesada – Construtora Beter, Lix da Cunha, Sergen e Sultepa; cinco são consideradas administradoras de bens ou corretoras imobiliárias – Abyara Planejamento, BR Malls, Iguatemi Shoppings, LPS Brasil e JHSH; e três empresas abriram capital após 31/03/07, e portanto não foram incluídas na amostra deste estudo. A Construtora Adolpho Lindenberg e a João Fortes Engenharia são negociadas há mais tempo, porém não realizaram aporte de capital nos últimos dois anos e não foram consideradas no estudo. Essas empresas não aderiram aos requisitos do Novo Mercado e as informações disponíveis aos investidores são mais limitadas, principalmente aquelas relacionadas às atividades operacionais.

Com essas exclusões, o Quadro 12 apresenta as onze empresas abertas do setor de construção de incorporação imobiliária civil listadas na Bovespa, a data de abertura de capital, o volume das emissões primárias e secundárias, a participação percentual de acionistas estrangeiros nessas emissões e o nível de governança corporativa da emissora. A informação sobre a participação dos acionistas estrangeiros foi obtida através dos anúncios de encerramento de distribuição publicados pelas empresas emissoras. Foram consideradas as empresas que iniciaram a negociação até 31/03/07.

Quadro 12 – Empresas do setor de construção civil listadas na Bovespa e volume captado em emissões primárias e secundárias de 2005 a 31/03/07, participação de investidor estrangeiro e nível de governança.

Empresa	Data de Início de Negociação	Valor Lançado Oferta Primária R\$Mil	Valor Lançado Oferta Secundária R\$Mil	Participação de Investidor Estrangeiro (*)	Nível de Governança
Brascan Residential Properties S.A.	20/10/06	940.000	248.000	87,4%	NM
Camargo Corrêa Desenvolvimento Imobiliário	30/01/07	478.500	43.500	55,6%	NM
Company S.A.	01/03/06	208.000	73.600	63,6%	NM
Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações.	01/07/05	511.000	391.200	25,6%	NM
	20/07/06	728.700	109.200	75,5%	NM
Even Construtora e Incorporadora S A	30/03/07	460.000	0	52,5%	NM
Gafisa S.A.	16/02/06	494.400	432.600	72,2%	NM
	19/03/07	487.812	683.493	66,9%	NM
Klabin Segall S.A.	06/10/06	375.500	181.700	65,1%	NM
PDG Realty	25/01/07	420.000	228.395	93,4%	NM
Rodobens Negócios Imobiliários	30/01/07	390.000	0	67,0%	NM
Rossi Residencial S.A.	14/02/06	612.500	250.000	80,3%	NM
Tecnisa	31/01/07	590.652	200.651	60,8%	NM
TOTAL		6.697.064	2.842.339		

(*) refere-se à soma das emissões primária e secundária.

NM = Novo Mercado

Fonte: BOVESPA (2007)

Os dados indicam elevada participação de investidores estrangeiros nas emissões. Entre os fatores que poderiam explicar o interesse do investidor estrangeiro estão: a alta liquidez do mercado externo, a possibilidade do País melhorar a classificação de risco, passando à categoria de *investment grade* e a própria existência do Novo Mercado, que melhora os padrões de transparência das empresas. O investidor premia o compromisso com elevados padrões de governança. As empresas passaram a divulgar informações que não eram públicas, apresentam dados operacionais e financeiros com maior regularidade e consistência, realizam reuniões periódicas com analistas e investidores. As informações contábeis das empresas do setor de construção civil apresentam algumas características que devem ser consideradas para melhor avaliação do desempenho. O item a seguir traz uma breve exposição dessas particularidades.

3.2 A contabilidade da construção civil.

As atividades de incorporação imobiliária estão disciplinadas pela Lei n.4.591, de 16/12/1964, que, em seu art. 28, define incorporação imobiliária como “a atividade exercida com o intuito de promover e realizar a construção para alienação total ou parcial, de edificações ou conjunto de edificações compostas de unidades autônomas.” Os artigos 29 e 30 da referida Lei definem as condições para que pessoas físicas ou jurídicas possam ser consideradas incorporadoras.

Costa (2005: p. 19) explica que “a atividade imobiliária compreende o desmembramento de terrenos, loteamento, incorporação de imóveis, construção própria ou em condomínio, locação de imóveis próprios ou de terceiros e administração de Centros Comerciais, *Shopping Centers* e Condomínios Residenciais.”

O processo de incorporação de um empreendimento possui várias fases, desde a procura e aquisição do terreno em que será desenvolvido o empreendimento, a elaboração e aprovação do projeto, adoção de campanhas de propaganda e *marketing*, lançamento do empreendimento, coordenação dos trabalhos das equipes de corretores, até a construção propriamente dita, a entrega das chaves e a assistência ao cliente. O ciclo de incorporação e construção dura, em geral, trinta e seis meses, sendo seis meses para verificação da regularidade da documentação do terreno e de seus proprietários e desenvolver o projeto do empreendimento, seis meses para o lançamento e vinte e quatro meses para a construção.

As incorporações representam atividades quase bancárias, e variam conforme o empreendimento, o prazo de produção, o padrão, etc. A empresa de construção civil pode executar a obra com recursos próprios ou mediante financiamentos obtidos na rede bancária ou, ainda, com recursos dos compradores. Normalmente, o financiamento do fluxo de caixa de uma obra requer recursos externos: durante boa parte da duração da obra, os pagamentos dos compradores dos imóveis não cobrem os custos – o que aumenta o risco intrínseco. A utilização de recursos próprios – dos sócios atuais ou novos, pode reduzir esse risco ao acelerar o ciclo do fluxo de caixa dos empreendimentos.

A construção do empreendimento incorporado pode ser contratada e paga tanto pelo incorporador com pelos adquirentes finais das unidades.

A contabilidade da construção civil tem algumas particularidades quanto ao reconhecimento de custos. Os custos de vendas compreendem os custos relativos aos terrenos, custos de construção – que incluem fundação, estrutura e acabamento, bem como custos relativos às matérias-primas – e os custos de mão-de-obra própria e terceirizada. Os sistemas contábeis das empresas deste setor devem reconhecer três tipos de custos: custos pagos ou incorridos, custos contratados e custos orçados. Scherrer (2003, p. 23-26) explica a diferença:

- custos pagos ou incorridos, “admitidos na formação do custo do imóvel VENDIDO, são aqueles que, além de estarem pagos, refiram-se a bens ou serviços adquiridos ou contratados para específica aplicação no empreendimento de que a unidade negociada faça parte. Cabe notar que a *efetiva apropriação* somente é aceita quando a unidade imobiliária (apartamento, casa etc.) tenha sido VENDIDA; caso contrário, isto é, quando se adquirem bens sem destino específico (para estocagem), não se podem apropriá-los, devendo ser lançados em conta representativa do estoque;”

- custos contratados: são os “custos ‘adicionais’ aos pagos ou incorridos, uma vez que se trata de valores convencionados para serviços complementares à construção do imóvel. Por exemplo, contrata-se uma empreiteira para construção de piscinas. Não há exigência de registro contábil nas contas patrimoniais referente à contratação, pois o reconhecimento desses custos só será feito proporcionalmente às unidades porventura vendidas;”

- custos orçados: “resultam de um cronograma da área de engenharia, com base nos custos usuais para aquele tipo de empreendimento imobiliário, a preços correntes no mercado na data em que a empresa optar por sua adoção, que disporá, além do aspecto temporal, uma previsão monetária até a conclusão do empreendimento.”

A contabilidade não registrará custos orçados apropriáveis a unidade por vender. O custo orçado a ser contabilizado refere-se somente ao imóvel vendido. Scherrer (2003, p. 25) ainda explica que o custo orçado para a conclusão das obras é calculado pela diferença do custo total previsto do empreendimento menos os custos incorridos até a data da opção pelo custo orçado. Essa opção “deverá ser feita até a data em que se der o reconhecimento (fiscal) do lucro da venda da unidade isolada ou da primeira unidade do empreendimento, ainda que se refira à venda de unidade não concluída.”

Com relação à comercialização das unidades imobiliárias, a receita operacional de vendas das empresas de construção civil consiste dos valores provenientes das unidades vendidas, incluindo os juros referentes às vendas a prazo e correção monetária. Porém, Scherrer (2003, p. 28) esclarece que:

...quando, contratualmente, a venda estiver condicionada à cláusula de efeito suspensivo, isto é, havendo necessidade de, por exemplo, consumir financiamento de saldo devedor para que a venda seja considerada plenamente realizada, os valores recebidos, antes da aprovação final do financiamento (ou liberação da hipoteca), deverão ser contabilizados como ADIANTAMENTO DE CLIENTES, classificado no passivo circulante. Somente após a liberação do financiamento (atendimento à cláusula suspensiva) é que a contabilidade transformará o adiantamento recebido em receita, reconhecendo-a para todos os efeitos.

A Resolução n. 963 do CFC – Conselho Federal de Contabilidade, de 16/05/03, estabelece os procedimentos para a contabilização de transações imobiliárias. Essa norma é aplicada para todos os projetos lançados a partir de janeiro de 2004.

No caso de venda de unidades não concluídas, apenas a parcela correspondente à receita apurada com base no método do percentual de conclusão é reconhecida como contas a receber das unidades vendidas e ainda não concluídas. Consequentemente, não estão sendo reconhecidos no balanço o valor total das prestações a receber, nem os custos orçados a incorrer das unidades comercializadas. O lucro é reconhecido pelo método da porcentagem na venda de unidades individuais. Ou seja, as receitas de vendas, os custos de terrenos e de construção e as despesas comerciais inerentes às respectivas incorporações são apropriadas ao resultado com base no percentual de conclusão de cada empreendimento. Esse percentual é medido como o custo incorrido em relação ao custo total orçado dos respectivos empreendimentos, estimados na data de cada balanço. As receitas são reconhecidas na data de venda da primeira unidade - geralmente quando é feito o lançamento da incorporação. As receitas são apropriadas com base na porcentagem do custo realizado em relação ao custo total orçado para a construção. Geralmente, na data do lançamento, a construção ainda não começou, e, portanto, a porcentagem do custo incorrido reflete o custo do terreno como porcentagem do custo orçado total da incorporação. Para a apuração de receita do período, o percentual dos custos incorridos deve ser aplicado ao valor total da venda das unidades, ajustado de acordo com as condições contratuais.

As receitas de vendas calculadas com base nesse percentual de conclusão do empreendimento são comparadas aos valores já recebidos. Se os valores recebidos forem inferiores à receita de

vendas, a diferença será contabilizada como contas a receber. Por outro lado, se os valores recebidos forem superiores à receita de vendas, a diferença será creditada como adiantamento de clientes. Com o andamento da obra, essa conta vai sendo debitada, com contrapartida a crédito da Receita de Vendas de Imóveis. O progresso físico é calculado pela proporção dos custos incorridos em relação ao custo total orçado até a conclusão, aplicada ao preço contratado.

Para o reconhecimento contábil das vendas de bens não acabados, a Fipecafi (2000: p. 255) esclarece que o procedimento correto é apurar o resultado “quando a entidade cumpre com a fase economicamente mais importante de seu processo de geração de riqueza, que é a execução do contrato.” Assim, em determinado exercício, as receitas apropriadas frequentemente refletem os valores recebidos nos exercícios anteriores, a título de pagamento do preço de venda das unidades e o balanço apresenta a soma dos vários empreendimentos da incorporadora, com a apropriação de custos segundo o andamento de cada obra.

As vendas de unidades concluídas são totalmente lançadas como receita, independentemente do valor recebido ou a receber. Para a venda de unidades concluídas, o resultado, pela diferença de receitas e custos, é reconhecido no ato da venda, independentemente do recebimento do valor contratual.

3.3 Análise econômico-financeira das empresas de capital aberto do setor de construção civil no Brasil.

Identificado o movimento de abertura de capital de várias empresas do setor de construção civil no período 2005 a 2007, e as particularidades da contabilização das operações desse setor, este item trata da análise econômico-financeira das empresas de capital aberto, destacando os principais indicadores de desempenho.

A análise econômico-financeira é desenvolvida através de pesquisa exploratória dos dados dos demonstrativos financeiros anuais das empresas do setor, para o período de 2004 a 2006, incluindo as respectivas notas explicativas e informações de desempenho operacional obtidas nos relatórios da administração. Os demonstrativos foram obtidos através da Bovespa, CVM

ou diretamente da publicação em jornais. As contas foram classificadas em planilha padronizada e estão apresentadas em Apêndices a esta tese.

Foram consideradas na análise as empresas de construção civil com ações negociadas na Bovespa em 31/03/07, já apresentadas no Quadro 12, que são as seguintes:

Brascan Residential Properties S.A.

Camargo Corrêa Desenvolvimento Imobiliário

Company S.A.

Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações

Even Construtora e Incorporadora S.A.

Gafisa S.A.

Klabin Segall S.A.

PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações

Rodobens Negócios Imobiliários

Rossi Residencial S.A.

Tecnisa S.A.

A partir dos demonstrativos financeiros, foram calculados alguns indicadores de desempenho que são recomendados por Assaf Neto (2007a, p. 347-357) para a análise de empresas do setor. Em todos os casos foi adotado o balanço consolidado. As empresas desse setor passaram a separar cada empreendimento em distintas entidades contábeis: as SPE – Sociedades de Propósito Específico. O balanço consolidado permite a análise do conjunto de todos os empreendimentos, com eliminação das contas correntes entre eles.

Devido ao longo prazo da operação, as margens e os indicadores de rentabilidade ainda não refletem completamente o crescimento operacional. Em geral as empresas levam de dois a três anos para apropriar toda a receita de um empreendimento, mesmo os que foram vendidos à vista. A receita operacional de uma construtora é um somatório do reconhecimento de vendas de unidades em diferentes estágios de produção.

A receita operacional está sujeita à variação do indexador que corrige os contratos de compra e venda. Há, portanto, um descasamento de indicadores que corrigem a receita e os custos ao longo do tempo, o que pode, em determinados períodos comprimir a rentabilidade ou o fluxo

de caixa. As empresas incorrem em dois principais tipos de custos: materiais e equipamentos de construção e mão de obra.

A Tabela 2 apresenta os principais indicadores econômicos: margem bruta, margem líquida, retorno dos ativos e retorno sobre o patrimônio líquido para os exercícios sociais encerrados em 2004, 2005 e 2006.

Os indicadores econômicos das empresas abertas de construção civil indicam que, na média, as empresas apresentaram crescimento da margem bruta em 2006, um importante indicador de desempenho. Somente Brascan e Cyrela apresentaram redução de margem bruta em 2006. Mesmo assim, juntamente com Klabin Segall e Tecnisa apresentam as melhores margens, acima da média setorial, em todo o período analisado.

Tabela 2 – Indicadores econômicos das empresas de construção civil:

Empresa	Margem Bruta (%)			Margem Líquida (%)			Retorno dos Ativos (%)			Retorno sobre o Patrimônio Líquido (%)		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Brascan	48,0	47,3	45,2	3,1	27,2	10,7	0,8	5,9	2,5	47,1	77,9	3,9
Camargo	ND	17,0	20,2	ND	3,3	1,9	ND	1,6	0,3	ND	12,9	1,9
Company	ND	27,5	34,2	ND	7,0	15,8	ND	5,9	7,5	ND	21,4	15,6
Cyrela	43,5	46,3	42,2	21,2	18,6	21,7	6,4	7,2	8,0	14,3	12,5	12,4
Even	32,2	34,9	36,3	6,3	2,7	10,9	3,4	1,4	5,4	18,4	10,4	18,1
Gafisa	26,7	28,1	29,8	4,2	5,6	6,9	2,3	2,8	3,1	11,0	9,1	5,7
Klabin Segall	40,4	40,0	41,9	15,6	14,3	2,0	12,9	11,4	0,5	25,0	23,1	0,7
PDG Realty	ND	ND	38,6	ND	ND	18,0	ND	ND	4,0	ND	ND	8,2
Rodobens	34,6	30,9	35,9	0,1	5,8	5,0	0,0	1,8	1,3	0,1	7,6	3,7
Rossi	31,0	28,6	31,2	6,1	5,0	10,6	2,1	2,5	2,9	7,0	6,9	4,0
Tecnisa	ND	39,3	40,0	ND	17,7	17,6	ND	8,8	7,0	ND	22,4	24,6
Média	36,6	34,0	36,0	8,1	10,7	11,0	4,0	4,9	3,9	17,5	20,4	9,0
Desvio Padrão	7,6	9,4	7,0	7,5	8,2	6,7	4,4	3,4	2,8	15,3	21,1	7,7

Onde: Margem bruta= (lucro bruto / receita operacional líquida) x100

Margem líquida= (lucro líquido / receita operacional líquida) x100

Retorno dos ativos= (lucro líquido / ativo total) x100

Retorno sobre o patrimônio líquido= (lucro líquido / patrimônio líquido) x100

ND = dados não disponíveis

A margem líquida média do setor também se apresenta crescente no período analisado. O resultado final das empresas foi beneficiado pela redução das despesas financeiras. Em 2006, as empresas mais rentáveis foram Company, Cyrela, PDG Realty e Tecnisa. A margem líquida de algumas empresas que realizaram colocações de ações em 2006 foi prejudicada pelas despesas com a operação. Company, Cyrela e Tecnisa ofereceram o melhor retorno sobre o ativo, com índices melhores que a média do setor em todo o período analisado. Klabin Segall apresentou os melhores índices de retorno sobre o ativo em 2004 e 2005, porém as despesas com emissão e colocação de ações prejudicaram o retorno em 2006. Em função do processo de aporte de capital pelo qual passaram muitas empresas do setor, houve uma redução no índice médio de retorno sobre o patrimônio líquido – medido no final do período, ou seja, o crescimento dos lucros não acompanhou o crescimento do patrimônio líquido. Nesse caso, as empresas Company, Cyrela Even e Tecnisa mantiveram-se acima da média do setor, como as que apresentam os melhores retornos sobre o patrimônio líquido. Destaque-se que os aportes de capital de Camargo, Even, PDG Realty, Rodobens e Tecnisa ocorreram nos primeiros meses de 2007 e portanto não influenciaram os dados analisados.

Para analisar os indicadores financeiros deve-se conhecer o perfil de ativos das empresas do setor. Os principais itens do ativo das companhias são os estoques e imóveis a comercializar, classificados no ativo circulante ou no realizável a longo prazo. Costa (2005, p. 23-25) explica que quando um terreno é incorporado à obra, as unidades em construção receberão a fração ideal desse terreno. A contabilidade deve então debitar a conta Imóveis em Construção e creditar a conta Terrenos a Comercializar. Quando ocorre a autorização para a habitação, que considera a obra concluída, a conta Imóveis em Construção é creditada e a conta Imóveis Acabados é debitada.

A Tabela 3 apresenta os principais indicadores financeiros das empresas de construção civil: liquidez corrente, liquidez seca, margem LAJIDA – lucro antes dos juros, imposto, depreciação e amortização, e cobertura de juros.

Tabela 3 – Indicadores financeiros das empresas de construção civil

Empresa	Liquidez Corrente			Liquidez Seca			Margem LAJIDA (%)			Cobertura de Juros		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Brascan	1,0	0,9	2,7	0,3	0,5	2,2	40,8	38,9	38,4	1,5	11,8	5,9
Company	ND	1,8	2,1	ND	0,4	0,3	ND	2,5	6,3	ND	1,6	4,0
Camargo	ND	2,2	3,4	ND	1,4	2,5	ND	15,7	25,6	ND	4,0	18,2
Cyrela	1,9	2,1	3,4	1,0	1,0	1,8	27,5	26,5	24,2	66,9	Rec.	Rec.
Even	1,5	1,7	1,9	0,5	0,8	0,7	16,4	16,0	17,1	4,8	2,8	14,7
Gafisa	1,6	2,8	4,0	1,2	1,9	2,7	15,7	13,5	12,5	2,1	2,4	7,0
Klabin Segall	3,8	2,8	5,7	1,8	1,4	3,6	31,4	30,0	29,9	12,0	11,1	Rec.
PDG Realty	ND	ND	2,6	ND	ND	1,3	ND	ND	27,8	ND	ND	20,8
Rodobens	1,1	1,4	2,1	0,8	1,0	1,5	12,0	0,5	-3,5	0,9	0,1	Prej.
Rossi	1,7	1,9	3,8	1,1	0,8	2,1	11,4	10,1	10,8	11,4	3,4	Rec.
Tecnisa	ND	2,6	1,9	ND	0,9	0,8	ND	21,0	23,0	ND	2,4	2,9
Média	1,8	2,0	3,1	1,0	1,0	1,8	22,2	17,5	19,3	14,2	4,4	10,5
Desvio Padrão	0,9	0,6	1,2	0,5	0,4	1,0	11,2	12,0	12,0	23,7	4,2	7,3

Onde: Liquidez corrente = ativo circulante / passivo circulante

Liquidez seca = (ativo circulante – estoques) / passivo circulante

Margem LAJIDA = (LAJIDA / receita operacional líquida) x100

Cobertura de juros = LAJIDA / despesas financeiras líquidas

ND = dados não disponíveis

Rec.= indica que a empresa apresentou receitas financeiras superiores às despesas financeiras no período.

Prej. = indica prejuízo antes do resultado financeiro, ou LAJIDA negativo.

A análise dos indicadores financeiros das empresas abertas do setor de construção civil indica importante crescimento da liquidez corrente em 2006. Isso porque as empresas que buscaram recursos no mercado de ações destinaram parte desses recursos para a compra de terrenos e mantiveram o restante em aplicações financeiras, resultado em elevados índices de liquidez. Mesmo a liquidez seca, que não considera os estoques de terrenos e imóveis a comercializar, apresentou importante elevação em 2006, em decorrência das aplicações financeiras, classificadas no ativo circulante.

Assaf Neto (2007a, p. 347) sugere que para o cálculo dos índices de liquidez, os saldos de estoques de imóveis em construção e de terrenos para futuras incorporações sejam excluídos de imóveis a comercializar do ativo circulante e incluídos no saldo de imóveis a comercializar do realizável a longo prazo, pois geralmente esses itens estarão disponíveis para comercialização no longo prazo.

As construtoras e incorporadoras mantêm grau de imobilização muito baixo. Entre as empresas analisadas, o ativo permanente representa em média 3,1% do total do ativo no período analisado. Assim, também é muito baixa a depreciação do período e o valor do LAJIDA é próximo do LAJIR – lucro antes dos juros e imposto. A relação entre o lucro operacional antes das despesas financeiras e impostos e a receita operacional líquida, aqui medida como margem LAJIDA, apresentou crescimento em 2006, com destaque para Camargo e Tecnisa.

Entretanto, de acordo com os procedimentos contábeis específicos do setor, o reconhecimento das receitas e custos ocorre de acordo com a execução da obra, sem relação com as entradas e saídas de caixa. Dado o longo ciclo de produção, neste setor, a medida do LAJIDA pode não refletir a capacidade de geração de recursos operacionais. As receitas não são contabilizadas pelas vendas. Mesmo que a venda tenha sido realizada à vista, as receitas não serão reconhecidas se a unidade ainda estiver em construção. Devido ao longo ciclo, a receita só ocorrerá pela construção. Ou seja, a venda de hoje poderá se refletir no LAJIDA daqui a dois anos. Dessa forma, a análise do LAJIDA como parâmetro de desempenho é bastante limitada para o setor de construção civil.

O indicador de cobertura de juros foi duplamente beneficiado: pelo melhor desempenho operacional e pela baixa dependência de recursos bancários, que implicou em redução das despesas financeiras e, em alguns casos excesso de receitas financeiras sobre as despesas financeiras. Com exceção de Rodobens, todas as empresas apresentam excelente grau de cobertura de juros. Mas aqui também valem as restrições explicadas acima. Em função do reconhecimento de receita não guardar relação com as entradas de caixa, o índice de cobertura de juros é limitado para a análise de empresas deste setor.

A Tabela 4 apresenta os principais indicadores dos investimentos em capital de giro, de longo prazo, conforme Assaf Neto (2007a, p. 356-357). Para cálculo desses valores foram separados os ativos e passivos operacionais, como contas a receber de clientes, estoques e fornecedores e contas a pagar por aquisição de terrenos, dos ativos e passivos financeiros, como caixa, bancos, aplicações financeiras e financiamentos, no curto e longo prazo.

Tabela 4 – Indicadores dos investimentos em capital de giro – longo prazo
Valores em R\$ milhões

Empresa	Necessidade de Investimento em Giro			Saldo Disponível			Financiamento Permanente Líquido		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Brascan	300	438	721	-348	-358	335	-48	80	1.056
Camargo	ND	20	134	ND	-11	-11	ND	9	123
Company	ND	85	275	ND	-37	-9	ND	48	265
Cyrela	408	1.271	1.595	-129	-286	260	279	985	1.837
Even	38	48	203	-18	-24	-72	20	24	130
Gafisa	278	314	595	-106	-2	211	172	294	803
Klabin Segall	63	66	157	-11	-8	252	51	58	409
PDG Realty	ND	ND	308	ND	ND	-80	ND	ND	228
Rodobens	54	72	103	-28	-46	-41	26	25	62
Rossi	400	456	863	-96	-130	190	305	326	1.053
Tecnisa	ND	216	265	ND	-59	-138	ND	116	125

Onde: Necessidade de Investimento em Giro = (AC +RLP operacional) - (PC + ELP operacional)

Saldo Disponível = (AC+RLP financeiro) - (PC+ELP financeiro)

Financiamento Permanente Líquido = (AC+RLP) – (PC+ELP) ou PL - AP

ND = dados não disponíveis

A necessidade de investimento em giro representa a diferença entre os ativos operacionais e os passivos operacionais, tanto no circulante como no longo prazo. Quanto maior o valor, maior a necessidade de capital de giro. O saldo disponível representa a diferença entre ativos e passivos financeiros. Valores positivos indicam que o saldo de aplicações financeiras, de curto e longo prazo, supera o saldo de financiamentos e debêntures, também no curto e longo prazo. O financiamento permanente líquido representa a parcela de ativos não permanentes que está sendo financiada por capital próprio.

Em 2006, todas as empresas apresentaram aumento dos investimentos em giro, em relação a 2005. Esse movimento ocorreu por causa das aquisições de terrenos, contabilizados como estoques.

Os recursos dos aportes de capital foram, principalmente, direcionados aos estoques de terrenos e aplicações financeiras, melhorando a liquidez das empresas. Camargo, Even, PDG Realty, Rodobens e Tecnisa realizaram suas operações de aporte de capital nos primeiros meses de 2007 e, portanto, esses recursos ainda não influenciam o saldo disponível em 2006.

Entre as demais empresas, com exceção da Company, todas passaram a apresentar saldo de aplicações financeiras superior aos financiamentos totais.

O último indicador da Tabela 4 – financiamento permanente líquido – representa bem a mudança estrutural pela qual passaram algumas empresas do setor em 2006. Os processos de capitalização provocaram importante aumento do financiamento permanente líquido. As empresas, de forma geral, reverteram uma situação em que a necessidade de investimento era superior ao investimento permanente, observada em 2004 e 2005, para a situação oposta. As empresas Brascan, Cyrela, Gafisa, Klabin Segall e Rossi, que realizaram aportes de capital em 2006, passaram a apresentar folga de recursos para suprir a necessidade de capital de giro.

Camargo, Even, Rodobens e Tecnisa realizaram suas operações de aporte de capital nos primeiros meses de 2007 e, no fechamento do balanço de 2006 apresentavam financiamento permanente líquido inferior às necessidades de giro. Nas situações em que o investimento permanente líquido supera a necessidade de investimento, significa que a empresa dispõe de recursos para suas operações. Essa situação ainda é mais favorável quando há saldo disponível de aplicações financeiras. A Company apresenta necessidade de investimento em giro superior ao financiamento permanente líquido e para suprir essa diferença tem buscado recursos de terceiros – SFH e debêntures.

Assaf Neto (2007a, p. 343) ainda destaca outras informações úteis para a compreensão da situação econômico-financeira das empresas do setor de construção civil: as informações que permitem ao usuário verificar o risco de não-conclusão dos empreendimentos e o nível de eficiência de vendas da empresa, como os tipos de unidades imobiliárias e o percentual de unidades comercializadas; e as informações que permitem ao usuário a elaboração de um fluxo operacional de recursos de forma a informar sobre a capacidade de a empresa gerar recursos no futuro, como custos totais, incorridos e orçados dos empreendimentos em andamento; prazo médio ponderado de ocorrência dos custos orçados; total de receitas contratadas, recebidas e a receber; e prazo médio ponderado para recebimento dessas receitas. Entretanto essas informações raramente são abertas pelas companhias.

O próximo item, em continuidade à análise dos demonstrativos financeiros das empresas brasileiras de capital aberto do setor de construção civil, trata do grau de endividamento e da estrutura de financiamento dessas empresas.

3.4 A estrutura de financiamento das empresas de capital aberto do setor de construção civil no Brasil.

A última etapa da análise econômico-financeira refere-se aos indicadores de endividamento, com o detalhamento da estrutura de financiamento das empresas do setor de construção civil.

De forma geral, as empresas passaram por um processo de redução do grau de endividamento no período analisado. Dentre as empresas que realizaram aporte de capital até dezembro de 2006, a Company apresenta o maior grau de endividamento no período analisado. Em média, os financiamentos de terceiros financiam 50% dos ativos, e 37% entre as empresas que emitiram ações. Nessa parcela, ainda estão incluídas as obrigações com compras de terrenos, fornecedores, salários a pagar e impostos a recolher. O endividamento oneroso total, que mede somente a parcela de dívida com bancos e emissões de debêntures excluídas as aplicações financeiras, representava 19% em média do ativo até 2005 e passou a 1% em 2006, sendo bem mais expressivo – 16,3% - entre as empresas que ainda não haviam buscado os recursos do mercado de ações.

As empresas Brascan, Cyrela, Klabin Segall e Rossi, que realizaram aporte de capital em 2005 e 2006, passaram a apresentar saldos de aplicações financeiras superiores aos saldos de empréstimos e financiamentos, no curto prazo. Considerado o endividamento oneroso total, entre as empresas que captaram recursos no mercado de ações em 2006, aparecem apenas Company, com 12,6% do ativo, Gafisa com 2% do ativo financiado por recursos bancários. Porém, a análise do endividamento oneroso de curto prazo mostra que a dívida dessas empresas está concentrada no longo prazo. Todas as empresas que emitiram ações em 2006 passaram a ter uma folga financeira superior à dívida de curto prazo.

A Tabela 5 apresenta o perfil de financiamento dessas empresas no período de 2004 a 2006 e os índices médios para o setor. A Tabela 5 também apresenta os índices médios e o desvio padrão, segmentando o grupo de empresas em dois subgrupos: as que emitiram ações no período analisado e as que emitiram no primeiro trimestre de 2007, portanto sem reflexos ainda nos demonstrativos financeiros considerados para análise.

**Tabela 5 – Indicadores do perfil de financiamento das empresas de construção civil
Dados em percentagem.**

Empresa	Total do exigível / Ativo total			Endividamento oneroso total			Endividamento oneroso de curto prazo			Aplicações financeiras totais / ativo total		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Brascan	98,4	92,4	36,1	27,8	29,7	-20,5	15,6	16,1	-30,1	0,9	6,8	39,2
Camargo	ND	87,9	83,5	ND	6,4	1,5	ND	-5,4	0,1	ND	12,0	2,5
Company	ND	72,5	52,0	ND	31,6	12,6	ND	16,6	-11,2	ND	0,9	19,5
Cyrela	52,1	38,2	32,1	18,1	14,6	-9,5	3,1	-0,2	-11,8	10,7	5,5	13,6
Even	78,4	82,8	67,5	19,1	16,9	16,1	10,1	12,1	13,7	1,5	5,8	5,5
Gafisa	78,6	67,7	45,4	12,6	18,6	2,0	6,9	-8,1	-15,9	5,5	13,6	17,8
Klabin Segall	41,6	45,1	29,1	11,0	4,7	-41,1	3,0	3,0	-43,2	5,7	10,5	45,8
PDG Realty	ND	ND	49,6	ND	ND	14,4	ND	ND	4,3	ND	ND	7,3
Rodobens	74,4	75,8	64,6	23,2	34,2	22,6	1,5	3,0	-3,1	3,3	3,8	10,0
Rossi	67,1	58,3	27,6	9,4	15,7	-13,4	5,4	13,4	-16,0	2,3	2,0	21,9
Tecnisa	ND	45,0	69,6	ND	20,5	27,2	ND	7,4	19,2	ND	2,7	3,9
Média	70,1	66,6	50,6	17,3	19,3	1,1	6,5	5,8	-8,5	4,3	6,4	17,0
Desvio Padrão	18,7	19,2	18,7	6,7	10,0	20,6	4,9	8,8	18,2	3,4	4,4	14,2
Média e desvio padrão das empresas que emitiram ações em 2005 e 2006 – Brascan, Company, Cyrela, Gafisa, Klabin Segall e Rossi:												
Média	69,6	62,4	37,0	16,7	19,2	-11,7	6,6	6,8	-21,4	4,5	6,6	26,3
Desvio Padrão	20,6	19,7	9,7	7,1	10,1	18,6	4,7	10,1	12,7	3,6	4,9	13,0
Média e desvio padrão das empresas que emitiram ações no primeiro trimestre de 2007 – Camargo, Even, PDG Realty, Rodobens e Tecnisa:												
Média	81,8	72,9	67,0	13,7	19,5	16,3	3,5	4,3	6,9	2,0	6,1	5,8
Desvio Padrão	9,5	19,2	12,1	13,1	11,5	9,8	5,9	7,4	9,3	1,1	4,2	2,9

Onde: Total do exigível / ativo total = [(passivo circulante + exigível de longo prazo) / ativo total] X 100

Endivid. oneroso total = [(financiamentos + debêntures - aplicações financeiras) / Ativo total] X 100

Endivid. oneroso cp = [(financiamentos cp + debêntures cp - aplicações financeiras) / Ativo total] X 100

Aplic. finan. totais / ativo total = [(caixa e bancos + aplicações financeiras cp e lp) / Ativo total] X 100

ND = dados não disponíveis

As aplicações financeiras, de curto e de longo prazo, passaram a representar, em média, 17% do ativo em 2006. Entre as empresas que já haviam realizado emissões de ações, essa média era de 26,3%.

O mercado imobiliário se tornou menos dependente de financiamento bancário, por dois motivos principais: 1) o processo de capitalização das empresas do setor; e 2) a legislação que passou a obrigar os bancos a aplicar no crédito imobiliário maior parcela dos recursos da

poupança. As empresas passaram a transferir para o setor bancário o financiamento ao comprador final.

A Tabela 6 apresenta a abertura do financiamento bancário das empresas analisadas, medido como percentuais do total do ativo.

**Tabela 6 – Abertura do financiamento bancário e debêntures
Posição em 31/12/06 – Percentuais em relação ao total do ativo.**

	Crédito Imobiliário SFH (A)	Moeda Nacional (B)	Moeda Estrang. (C)	Debêntures (D)	Total da dívida (A+B+C+D)	Outros passivos	Patrimônio Líquido
Brascan	0	16,4	2,3	0	18,7	17,4	63,9
Camargo	4,0	0	0	0	4,0	79,5	16,5
Company	18,7	0,2	0	13,3	32,2	19,9	48,0
Cyrela	0	3,5	0,6	0	4,1	28,6	67,3
Even	3,4	18,2	0	0	21,6	46,0	32,5
Gafisa	1,8	1,2	0	16,8	19,8	25,7	54,5
K Segall	2,0	0,9	1,7	0,2	4,7	24,4	70,9
PDG Realty	0	21,7	0	0	21,7	27,9	50,4
Rodobens	32,5	0	0	0	32,5	32,0	35,4
Rossi	8,4	0,1	0	0	8,5	19,1	72,4
Tecnisa	9,1	15,4	6,7	0	31,1	38,9	30,0
Média	7,3	7,1	1,0	2,8	18,1	32,7	49,3

Brascan, Cyrela e PDG Realty não utilizam linhas de financiamento de crédito imobiliário. Apesar do período de apreciação do Real, as empresas utilizam baixo volume de financiamento em moeda estrangeira. Também é baixa a captação de recursos através de debêntures: somente Company, Gafisa e Klabin Segall em valor muito reduzido, mantinham emissões em dezembro de 2006. A Gafisa substituiu parte da dívida bancária por debêntures, em 2006, e, mesmo com as emissões realizadas no ano, o total da dívida reduziu-se em 6,8% em relação a 2005. Como apresentado na Tabela 5, essas empresas dispõem de elevados volumes de recursos aplicados no mercado financeiro, decorrentes dos processos de capitalização.

A Company buscou recursos de crédito imobiliário e debêntures, além da emissão de ações, durante 2006. Mostra assim, uma estratégia diferente de concorrentes como Brascan, Cyrela,

Gafisa e Rossi, que buscaram a redução do endividamento com parte dos recursos obtidos na colocação de ações. As empresas, de modo geral, apresentaram expressiva elevação da parcela de capital próprio sobre o total do ativo.

A Tabela 7 apresenta apenas as empresas que realizaram aporte de capital em 2005 e 2006, o crescimento nominal da dívida bancária e debêntures no ano de 2006 e a relevância dos valores envolvidos nos processos de lançamento de ações.

Tabela 7 – Evolução do financiamento bancário em relação ao aumento de capital

	Crescimento nominal da dívida e debêntures dez-2006 / dez-2005	Aumento de capital em relação ao Patrimônio Líquido de dez-2005 (*)	Parcela da emissão de capital que permanece aplicada no mercado financeiro (**)
Brascan	- 29,2%	10,2 vezes	69,6%
Company	+ 238,9%	4,3 vezes	57,0%
Cyrela	- 65,1%	0,7 vezes	54,4%
Gafisa	- 6,8%	1,7 vezes	52,3%
Klabin Segall	+58,9%	6,3 vezes	76,0%
Rossi	- 9,9%	2,6 vezes	42,9%

(*) Valor da emissão primária em relação ao patrimônio líquido de 31/12/05;

(**) Soma das aplicações financeiras de curto e longo prazo em 31/12/06, como percentual do valor da emissão primária.

Somente Company e Klabin Segall apresentaram crescimento da dívida. As demais empresas reduziram o endividamento. O crescimento da dívida da Klabin Segall decorre principalmente de uma operação indexada a moeda estrangeira. Apesar do crescimento, o valor é baixo, como indica a Tabela 6, a dívida da Klabin Segall representa menos de 5% do ativo.

As empresas captaram recursos no mercado acionário em volumes expressivamente maiores do que o total do Patrimônio Líquido em dezembro de 2005. O menor percentual de captação é o da Cyrela, porém essa empresa já havia realizado aporte de capital em 2005. Ao se considerar as duas operações, o aumento foi de 3,9 vezes o Patrimônio Líquido de dezembro de 2004.

A Tabela 7 mostra, ainda, que os recursos captados no mercado acionário permanecem, em maior parte, aplicados no mercado financeiro reforçando a posição de liquidez das empresas.

A partir dos dados analisados, referentes ao período 2004 a 2006, observa-se que as empresas do setor de construção civil, no ramo imobiliário que têm ações negociadas em bolsa de valores, apresentam baixa dependência de recursos bancários. Em média, o grau de endividamento reduziu-se em 2006, por uma combinação de fatores, como o bom desempenho operacional e a captação de recursos através do mercado acionário. Como resultante, apresentam-se capitalizadas, com elevada relação patrimônio líquido sobre o total do ativo e com elevados índices de liquidez. Com os recursos captados, as empresas aumentaram os estoques de terrenos, preparando-se para futuros lançamentos. Os ativos dessas empresas estão concentrados em estoques e aplicações financeiras.

Os resultados encontrados podem ser explicados pela posição competitiva das empresas com maior proporção de ativos intangíveis em sua estrutura de ativos, ou seja, o uso de recursos próprios pode oferecer a agilidade necessária para a empresa aproveitar eventuais oportunidades estratégicas, lançamento de novos produtos e aquisição de outras empresas.

O item a seguir tratará do processo de abertura de capital e captação de recursos por emissão de ações que foi desenvolvido pelas empresas do setor nos últimos dois anos.

3.5 O processo de capitalização das empresas do setor de construção civil

A atuação das empresas do setor de construção civil pode ser limitada pela capacidade de financiamento ou pela disponibilidade de recursos de longo prazo. Pelo longo ciclo operacional, as companhias têm necessidade de capital de giro de longo prazo tanto para o financiamento da operação que pode chegar a trinta e seis meses, como para financiamento dos clientes.

Desde 2005, entretanto, diversas medidas adotadas pelo governo brasileiro vêm aumentando o volume de crédito imobiliário por parte das instituições financeiras. Diante do cenário macroeconômico favorável – com estabilidade da inflação, redução de taxas de juros e com legislação mais favorável ao crédito imobiliário, o mercado de construção civil vem apresentando elevadas taxas de crescimento.

Apesar de muito pulverizado e regionalizado, importantes empresas que atuam nas regiões de São Paulo e Rio de Janeiro passaram a buscar o mercado de ações como fonte de recursos para suas operações. Houve um acentuado movimento pela abertura de capital das empresas do setor, que era praticamente inexistente na bolsa de valores até 2005.

Além das melhores condições do mercado de crédito imobiliário, outros fatores favoreceram o processo de abertura de capital e conquista de novos investidores: o momento favorável do mercado de ações; a adesão ao Novo Mercado; a entrada de investidores estrangeiros. Segundo a Anbid (2006, p. 3), “o volume das emissões de ações no acumulado de 2006 apresentou um aumento de 121,4% em comparação ao ano de 2005. Neste ano de 2006, vinte e sete novas empresas acessaram o mercado acionário.”

Não só o número de lançamentos de ações tem aumentado como a valorização das ações das empresas tem sido atraente para os investidores. Segundo o Bacen (2007), o valor de mercado das companhias abertas brasileiras evoluiu 36,9%, passando de R\$ 1.128,5 bilhões ou US\$482,1 bilhões em dezembro de 2005 para R\$ 1.544,9 bilhões ou US\$722,6 bilhões em dezembro de 2006.

Um fator importante para o desenvolvimento das operações foi a adesão das empresas emissoras ao Novo Mercado, comprometendo-se a adotar melhor padrão de procedimentos de governança corporativa e melhorar a qualidade de informações disponibilizada aos investidores. O processo exigiu, portanto, planejamento e ajustes internos pelas empresas emissoras, corroborando com a teoria de agência.

A Tabela 8 apresenta o número e o volume de operações nos mercados primário e secundário de ações, desde 2004, e destaca o setor de construção civil. As emissões do setor consideradas estão listadas no Quadro 12.

Tabela 8 – Operações nos Mercados Primário e Secundário de Ações desde 2004

Período	Mercado Total		Setor de Construção Civil	
	Número de Operações	Volume R\$milhões	Número de Operações	Volume R\$milhões
2004	7	4.486	-	-
2005	10	6.350	1	902
2006	26	16.049	6	4.654
2007 até 31/03/07	12	8.677	6	3.983
Total	55	35.562	13	9.539

Fonte: Bovespa (2007).

Observa-se que o primeiro trimestre de 2007 registra um volume de operações equivalente a 54% do ano anterior e o setor de construção civil aparece como destaque, representando a metade das operações registradas.

O volume médio de cada operação no mercado brasileiro foi de R\$647milhões e o volume médio das operações das empresas do setor de construção civil foi superior – R\$734milhões.

O faturamento líquido médio em 2006 das empresas que realizaram essas 55 operações foi de R\$1.190milhões, enquanto o faturamento líquido médio das empresas do setor de construção civil foi de R\$413milhões no mesmo período, indicando o menor porte dessas empresas que buscaram a emissão de ações como forma de financiamento.

A análise dos valores lançados pelas empresas de construção civil permite, ainda, duas importantes observações: sua relevância em relação ao faturamento das empresas e sua relevância em relação à rentabilidade das empresas. O valor médio das operações do mercado resultou, em média, 2,9 vezes superior ao valor do faturamento líquido de 2006, enquanto o valor médio das operações do setor de construção civil resultou, em média 3,5 vezes o faturamento líquido registrado em 2006. A relação do valor de cada operação com o LAJIDA da empresa emissora indica que, em média, o valor das emissões foi 7,6 vezes superior ao LAJIDA de 2006, enquanto que para as empresas do setor de construção civil, essa relação foi de 14 vezes o LAJIDA de 2006. Assim, o novo investidor dispôs-se a pagar um maior valor pelo retorno oferecido, ou acredita numa aceleração do crescimento desse retorno.

Outra evidência de que o valor de mercado das empresas do setor de construção civil é superior à média de mercado pode ser observada pela relação do valor de mercado no final de 2006 e o LAJIDA do exercício. Entre todas as empresas que realizaram operações no mercado de ações, a relação valor de mercado sobre LAJIDA foi de 6,8 vezes, enquanto que as empresas de construção civil apresentavam, em dezembro de 2006, valor de mercado equivalente a 41,5 vezes o LAJIDA do exercício. Se, por um lado, esse indicador pode sinalizar justamente a sobrevalorização das ações que acabaria justificando a decisão das empresas, por outro lado, a medida do LAJIDA é bastante limitada para as empresas de construção civil, por não guardar relação direta com a geração de caixa, devido ao longo prazo de execução das obras.

As evidências apresentadas indicam que os volumes captados pelas empresas de construção civil foram relevantes para sua estrutura de capitais e também foram expressivos em relação ao mercado como um todo. Esse movimento pode ser então, analisado à luz dos estudos dos determinantes de financiamento: porte, tangibilidade, oportunidades de crescimento, risco e rentabilidade.

O porte das empresas deste setor é menor em relação à média do mercado, quando esse parâmetro é medido como receita líquida. Essa evidência está de acordo com a literatura a respeito dos determinantes da estrutura de financiamento, ou seja, existe relação positiva entre o porte da empresa e o endividamento. Alguns exemplos desses estudos estão apresentados nas Tabelas 4 e 9.

Foi observada relação positiva entre tangibilidade do ativo e endividamento, conforme a literatura apresentada nas Tabelas 3 e 8. As empresas de construção civil possuem baixa relação de ativo permanente em relação ao total do ativo. A literatura indica que empresas com essas características possuem baixa propensão ao endividamento por não poder oferecer bens em garantia.

Os estudos sobre os custos de insolvência indicam que o endividamento é inversamente proporcional às oportunidades de crescimento da empresa, isto é, empresas com crescimento acelerado procuram emissão primária de ações e não aumentar o endividamento. Algumas pesquisas que relacionam oportunidades de crescimento e estrutura de financiamento estão

apresentadas nas Tabelas 2 e 7. Sob o ponto de vista das empresas de construção civil, portanto, a preferência pela emissão de ações pode ser explicada.

As pesquisas que buscam a relação entre o endividamento e a volatilidade do resultado da empresa indicam que o grau de endividamento tende a ser baixo em setores com alta volatilidade por indicar maior probabilidade de insolvência – o endividamento é inversamente proporcional à volatilidade do resultado da empresa. Alguns exemplos dessas pesquisas estão apresentados nas Tabelas 6 e 11. A volatilidade do resultado do setor de construção civil é percebida pelo mercado pela dificuldade de projetar os valores, margens e datas prováveis dos lançamentos imobiliários. Portanto, são empresas que tendem a apresentar menor grau de endividamento.

Apesar das empresas do setor de construção civil, em geral, apresentarem crescimento dos indicadores de rentabilidade, a busca por recursos no mercado acionário contraria a teoria do *pecking order*, segundo a qual, empresas mais lucrativas teriam maior fonte de recursos através do autofinanciamento e, portanto, menor necessidade de endividamento para financiar seus projetos. Alguns exemplos das pesquisas que relacionam rentabilidade com estrutura de capital estão apresentados nas Tabelas 5 e 10. Apesar de rentáveis, o fluxo de caixa gerado por essas empresas não é suficiente para as necessidades de giro, financiamento da obra e do prazo médio de vendas ao cliente. Então, as características próprias e o prazo da operação e dos investimentos dessas empresas indicam que outros fatores são determinantes para a decisão de financiamento.

Como observado, a decisão de financiamento das empresas deste setor através do mercado de ações encontra apoio em muitos estudos anteriores a respeito da estrutura de capital. Além disso, uma série de fatores conjunturais e mercadológicos colaborou com o processo de abertura de capital e com o destaque desse setor no mercado acionário.

Se, do ponto de vista das empresas, a decisão de financiamento através da abertura de capital encontra justificativa e fundamentos na Teoria de Finanças, passa-se, então, a analisar esse processo do ponto de vista do investidor.

O investidor que deseja aplicar parte de seu patrimônio em imóveis tem várias possibilidades: em primeiro lugar, pode aplicar nos imóveis, diretamente, adquirindo terrenos, casas,

apartamentos, galpões industriais ou salas comerciais. Esse tipo de investimento requer uma capacidade de administração de bens, apoio jurídico, e tem como desvantagem a baixa liquidez.

Uma segunda alternativa de investimento em imóveis, e que vem crescendo nos últimos anos, é a aplicação em ativos indexados a imóveis. São aplicações que garantem uma renda ao investidor, porém requerem uma melhor avaliação dos riscos de crédito e avaliação do emissor. O investidor pode optar por debêntures, pelos Certificados de Recebíveis Imobiliários, pelas Letras Hipotecárias ou ainda as Letras de Crédito Hipotecário. Todas essas alternativas têm como lastro a rentabilidade oferecida por imóveis. Em relação ao próprio bem, essas alternativas de investimento oferecem maior liquidez e menor custo operacional.

Finalmente, a terceira alternativa para investimento no setor é a aplicação em fundos de investimento imobiliário ou em ações de empresas do setor de construção civil e incorporadoras, e nestes casos, o investidor estará sujeito às oscilações dos títulos de renda variável. Como todo investimento em ações, a volatilidade e baixa liquidez do mercado acionário brasileiro podem limitar os ganhos desses investimentos. Para investir em ações, o investidor deverá, ainda, identificar as empresas com melhor capacidade de aproveitar as condições favoráveis do mercado e do setor.

Ao comprar determinada ação, o investidor acredita que aquela incorporadora será capaz de oferecer a maior rentabilidade possível sobre os ativos – estoques e imóveis em construção, e será capaz de continuar desenvolvendo novas incorporações, e dessa forma, poderá remunerar os investidores através de dividendos e ganhos de valor, em montante superior ao que estes receberiam com outras aplicações. O investidor, portanto, acredita na capacidade da empresa de gerar resultado superior às alternativas de investimentos, compatível com os riscos assumidos, a partir do banco de terrenos adquirido. As empresas do setor de construção civil devem ser avaliadas por seus empreendimentos. Não são empresas com uma linha de produção homogênea, com estrutura de custos definida. Cada empreendimento pode ter desempenho bem diverso de outro, em termos de margens e velocidade de vendas.

Aragão (1998: p.71-72) comenta os principais riscos a que um empreendimento está exposto. Alguns desses riscos poderiam ser classificados em: 1) problemas físicos, que envolvem desde a qualidade do solo e qualidade de materiais, e que podem gerar custos adicionais, ou

maior investimento em fundações; 2) custos de materiais e mão de obra superiores aos orçados, por condições de mercado; 3) questões legais e de regulamentação – irregularidades na documentação, como violação da Lei de Zoneamento ou das normas ABNT – Associação Brasileira de Normas Técnicas; e 4) perda de valor de mercado, ou seja, após a conclusão da obra, espera-se determinado preço mínimo de venda ou preço de aluguel.

A valorização de terrenos é um fator de risco para os empreendimentos. O acesso a essa matéria-prima é um fator de diferenciação e competitividade entre as empresas do setor. O valor do terreno, por suas características de tamanho e localização é determinante na rentabilidade do projeto imobiliário. Nesse aspecto, a existência de um banco de terrenos passa a ser um fator importante na avaliação dessas empresas.

A avaliação dos riscos dos investimentos em ações de empresas de construção civil passa por vários aspectos operacionais, administrativos, mercadológicos e financeiros. Os riscos operacionais estão relacionados aos erros de avaliação de projetos ou falhas na condução desses projetos, aos atrasos nas aprovações de obras ou embaraços de documentação, atrasos provocados por regulação ambiental ou regulação de zoneamento urbano. Os riscos administrativos estão relacionados à capacidade de gerenciamento e de conclusão de um empreendimento, bem como a capacidade da equipe técnica e qualificação da mão de obra. Os riscos de mercado estão relacionados à ação da concorrência, à análise de mercado equivocada, às falhas nas avaliações de lançamentos. Erros na análise de mercado podem levar à desvalorização do empreendimento. Finalmente, o risco financeiro deve ser considerado na avaliação. Deve ser avaliada a capacidade financeira, ou a capacidade de geração de caixa e de solvência dos compromissos e para suportar contingências. A inadimplência de clientes pode prejudicar o fluxo de caixa.

Dadas as características das empresas do setor de construção civil, da elevada intangibilidade dos ativos, da inexistência de um processo de produção homogêneo, a avaliação da capacidade gerencial passa a ser um dos fatores importantes da decisão de investimentos. Para a decisão de investimento em uma determinada empresa importa conhecer a composição do controle acionário e a qualidade do corpo administrativo. Apesar do movimento em direção ao mercado de ações, as empresas permanecem controladas pelos sócios fundadores e administradas por profissionais ligados a essa equipe de controle. O conhecimento e a experiência dessas pessoas é que permitirá à empresa lidar com os demais fatores de risco que

foram apontados acima – os riscos operacionais, de mercado e financeiros. Nessa avaliação deve ser considerada a evolução histórica da companhia e o comportamento do quadro gerencial diante das situações adversas. Também é importante conhecer o quanto o grupo controlador está preparado para o exercício da administração diante do mercado aberto e de investidores mais exigentes. Além de administradores competentes, é importante a existência de estrutura de poder clara e comprometida.

Um fator que pesa negativamente na formação de valor é a ocorrência de emissão secundária simultaneamente com a emissão primária. O investidor pode perceber esse movimento de saída ou de redução de participação de um dos acionistas, como falta de projetos rentáveis para o médio e longo prazo. Em decorrência da assimetria de informações, o acionista vendedor teria informação adicional que lhe indicaria a posição de venda.

A Tabela 9 apresenta a evolução dos preços das ações de empresas que realizaram ofertas de ações, desde o momento de lançamento e sua comparação com o índice Bovespa, no mesmo período.

Tabela 9 – Evolução dos preços das ações das empresas do setor de construção civil, para os lançamentos realizados até 31/03/07

	Data de lançamento	Preço no lançamento R\$	Preço em 31/03/07 R\$	Variação de Preço até 31/03/07	Variação do Ibovespa no período
Brascan	23/10/06	16,00	12,71	- 20,6%	+ 17,4%
Camargo Corrêa	30/01/07	14,50	11,84	- 18,3%	+ 3,8%
Company	02/03/06	16,00	20,97	+ 31,1%	+ 16,2%
Cyrela	21/09/05	29,50	18,87	+ 27,9% (*)	+ 48,9%
Even	30/03/07	11,50	11,50	-	-
Gafisa	17/02/06	18,50	26,18	+ 41,5%	+ 18,4%
Klabin Segall	06/10/06	15,00	16,05	+ 7,0%	+ 20,9%
PDG Realty	26/01/07	14,00	10,86	- 22,4%	+ 3,1%
Rodobens	30/01/07	19,50	19,31	- 1,0%	+ 3,8%
Rossi Residencial	14/02/06	25,00	23,03	- 7,9%	+ 25,1%
Tecnisa	30/01/07	13,00	10,51	- 19,2%	+ 3,8%

(*) ajustado ao desdobramento de 2:1 aprovado em novembro de 2006.

Fonte: Economática (2007).

A variação do preço foi considerada para o período do lançamento até 31/03/07. Apenas Company e Gafisa apresentam valorização superior à valorização do índice Bovespa no mesmo período.

A seguir são apresentados os principais indicadores utilizados para investimentos em ações. O índice preço-lucro, apesar de ser bastante utilizado como parâmetro para decisão de investimentos, é limitado para a análise das empresas do setor de construção civil, pois considera o lucro anual e o ciclo de produção do setor é superior a dois anos.

A Tabela 10 apresenta os principais indicadores que são considerados na avaliação de ações para as empresas do setor de construção civil de capital aberto em 31/12/2006. São calculados 1) índice preço-lucro P/L, considerado o preço de lançamento e o lucro auferido no exercício de 2006; 2) a relação entre o valor de mercado e o valor do patrimônio líquido; e 3) a relação entre o valor de mercado e o LAJIDA. Como já foi apresentado, a relação entre o valor de mercado e o LAJIDA é considerada elevada. Entre todas as empresas que realizaram emissões de ações, a relação valor de mercado sobre LAJIDA foi de 6,8 vezes, enquanto que as empresas de construção civil apresentavam, em dezembro de 2006, valor de mercado equivalente a 41,5 vezes o LAJIDA do exercício. Entretanto, apesar de utilizado como parâmetro de desempenho operacional, a medida do LAJIDA é limitada para empresas do setor de construção civil por não guardar relação direta com a geração de caixa.

Tabela 10 – Parâmetros para avaliação dos preços das ações

Empresa	Índice P/L em 31/12/06	Valor de Mercado / VPA em 31/12/06	Valor de Mercado / LAJIDA
Brascan	79,3	3,1 vezes	37,4
Company	19,8	3,1 vezes	15,5
Cyrela	29,8	3,7 vezes	27,2
Gafisa	71,7	4,1 vezes	67,9
Klabin Segall	377,9	2,5 vezes	66,1
Rossi	49,0	2,0 vezes	48,9

Fonte: Bovespa (2007) e Economática (2007).

Além dos múltiplos adotados para a avaliação das ações, e que estão apresentados na Tabela 10, o investidor está considerando fatores como: 1) a capacidade de crescimento das empresas e sua capacidade de superar momentos de desaquecimento da economia; 2) a capacidade de

manter ou aumentar margens de lucros, mesmo durante a execução dos planos de expansão;
3) a composição do controle acionário e a qualidade da administração.

O processo de abertura de capital pode trazer algumas conseqüências importantes para as empresas do setor de construção civil, como a redução da informalidade, o aumento da produtividade, a necessidade de profissionalização da administração e maior transparência nas informações ao mercado.

Conhecidas as características do setor de construção civil, sua estrutura de financiamento e o processo de emissão de ações ocorrido nos últimos dois anos, o capítulo seguinte trará os resultados da pesquisa das fontes de financiamento das empresas abertas não financeiras brasileiras. O perfil de financiamento e determinantes de endividamento do setor poderão, então, ser comparados aos parâmetros das demais empresas.

4 COMPARAÇÃO DA ESTRUTURA DE FINANCIAMENTOS DAS EMPRESAS ABERTAS DE CONSTRUÇÃO CIVIL COM DEMAIS EMPRESAS ABERTAS NÃO FINANCEIRAS BRASILEIRAS.

4.1 As fontes de recursos de financiamento existentes no Brasil.

As particularidades do mercado brasileiro e seus reflexos sobre as decisões de financiamento das empresas vêm despertando interesses dos pesquisadores. Leal e Saito (2003) ao elaborar uma revisão dos estudos em Finanças corporativas no mercado brasileiro, observaram “a falta de acesso aos mercados de capitais e de crédito e o elevado custo de capital no Brasil. (...) Devido a esta limitação, a geração própria de caixa representa a principal fonte de recursos de nossas empresas.”

Os resultados encontrados por Moreira e Puga (2000: p. 17) sugerem que “as empresas brasileiras dependem fortemente da geração de recursos internos para financiar seu crescimento, em um nível acima da média dos países em desenvolvimento e próximo do padrão dos chamados países desenvolvidos anglo-saxões.” Beck (2000) registrou que endividamento de curto prazo é dominante no financiamento das empresas brasileiras, mesmo que seja na forma de debêntures.

Moreira e Puga (2000: p. 19-20) citam um conjunto de evidências que parece sugerir que as empresas brasileiras “têm uma estrutura de financiamento que se aproxima do padrão *market-based*, mas ao mesmo tempo não dispõem, primeiro, de um mercado de capitais suficientemente desenvolvido que lhes permita explorar todas as oportunidades de crescimento e, segundo, de uma escala semelhante à das firmas americanas ou inglesas que lhes possibilite recorrer ao autofinanciamento, sem que isso implique severas restrições ao crescimento.”

No Brasil, alguns fatores limitariam o acesso ao mercado de crédito como, por exemplo, as elevadas taxas de juros reais, a dificuldade de acesso às informações necessárias para a decisão de crédito, a exigência de garantias para as operações, a baixa disponibilidade de recursos para financiamentos de longo prazo e, no caso de dificuldades financeiras, há morosidade nas decisões judiciais e recuperação de garantias.

O volume de operações de crédito em relação ao PIB, incluindo os recursos direcionados, era de 32,8%, em setembro de 2006, segundo o Bacen (2007). Desse total, o crédito a pessoas físicas representava 32,5% do total, indústria 22,1%, outros serviços 16,4%, comércio 10,7%, rural 10,6%, habitação 5% e setor público 2,7%.

Esses percentuais indicam que em setembro de 2006, o volume total de operações de crédito do sistema financeiro para os setores indústria, habitação, comércio e outros serviços era de R\$370.943 milhões, o que representava cerca de 30% do valor de mercado total, na data, apenas das empresas listadas na Bovespa. Se uma amostra mais representativa da economia brasileira for considerada, incluindo as sociedades limitadas e as não negociadas em bolsa, a relação do volume de crédito do sistema financeiro para o valor das empresas se reduziria.

O mercado de títulos, apesar de restrito, tem crescido nos últimos anos como pode ser observado na Tabela 11, que mostra, além das emissões de ações, as emissões de dívida corporativa, dividida em debêntures, *commercial papers* – notas promissórias, CRI – certificados de recebíveis imobiliários, FIDC – fundos de investimentos em direitos creditórios, e as emissões de fundos imobiliários.

**Tabela 11 – Emissão primária de títulos no mercado de capitais no período 2001 a 2007:
Valores em R\$ milhões**

Ano	Volume de Emissões de Ações	Volume de Emissões de Debêntures	Volume de Emissões de Notas Promissórias	Volume das Emissões de CRI	Volume das Emissões de FIDC	Volume das Emissões de Fundos Imobiliários (*)
2001	1.353	15.162	5.266	223	0	0
2002	1.050	14.636	3.876	142	200	0
2003	230	5.282	2.128	288	1.540	281
2004	4.470	9.614	2.241	403	5.135	279
2005	4.365	41.539	2.632	2.102	8.579	35
2006	14.223	69.464	5.279	1.071	12.777	74
Até out./ 2007	29.503	50.266	9.353	848	9.333	429

Fonte: SND (2007), exceto a coluna de volume das emissões de fundos imobiliários.

(*) Fonte: Bacen (2007).

O volume de emissões em ações é classificado pela CVM de acordo com a data de registro da operação. Por isso, os dados diferem daqueles apresentados na Tabela 8, que têm por fonte a Bovespa.

Segundo Anbid (2007), “o volume das emissões de renda variável no acumulado de 2006 apresentou um aumento de 121,4% comparado ao mesmo período de 2005. As debêntures apresentaram um aumento de 67,2%, enquanto que os FIDC apresentaram um aumento de 48,9% e as Notas Promissórias um aumento de 100,6%. (...) Neste ano de 2006, vinte e sete novas empresas acessaram o mercado acionário.”

A Lei 9514 de 20/11/97 estabeleceu as bases do Sistema de Financiamento Imobiliário – SFI e a estrutura legal para as operações de securitização de recebíveis através dos CRI. Desde 1999, a securitização de recebíveis imobiliários possui um veículo – Companhias Securitizadoras de Crédito Imobiliário. Pelo período do CRI – que podem atingir 15 anos, o proprietário ou construtora transfere aos investidores o fluxo de recebíveis – alugueis ou outro rendimento do empreendimento. Assim, a partir da emissão da CRI, as prestações do apartamento ou casa são pagas ao investidor. As Instruções CVM 442, 443 e 444, todas de 08/12/06, criaram regras para a divulgação de informações do emissor do CRI.

Os FIDC são fundos de securitização criados pela Resolução Bacen n. 2907, de 29/11/01, com operação supervisionada pela CVM. Os FIDC são fundos administrados, de menor custo para implantação e operação em relação às SPE – Sociedade de Propósito Específico. Sua criação abriu muitas possibilidades às empresas de vários portes e segmentos para securitizar seus recebíveis. Um grande número de bancos, financeiras e corporações buscaram o FIDC como veículo de menor custo para captação de recursos. O FIDC deve receber uma classificação de agência de *rating* e suas cotas podem ser negociadas em bolsa de valores ou no mercado de balcão.

O sucesso dos FIDC também está ligado à possibilidade de as companhias fechadas captarem recursos com base na qualidade de crédito de seus clientes, às vezes melhor que a sua própria classificação de risco. Portanto, em relação à emissão de debêntures, o FIDC apresenta algumas vantagens, principalmente quanto à percepção de risco da empresa emissora: uma empresa com alto grau de endividamento obtém um *rating* pior numa emissão de debêntures do que na venda de um direito creditório cujo principal risco é o da empresa da qual tem

recursos a receber. A securitização não é considerada endividamento no balanço, como ocorre com a emissão de debêntures.

Os Fundos de Investimento Imobiliário – FII foram criados pela Lei 8.668 de 1993 e regulamentados pelas Instruções CVM 205 e 206 de 14/01/94. Do lado do investidor, o interesse por cotas de fundos imobiliários cresceu após a concessão de isenção de imposto de renda sobre o rendimento mensal para pessoas físicas.

Com relação ao mercado de ações, a Tabela 11 apresentou alguns dados a respeito do importante crescimento do volume de emissões primárias de ações e processos de abertura de capital que vem ocorrendo nos últimos anos.

Leal (2001: p. 132-140) analisou as vantagens e desvantagens da abertura de capital para empresas brasileiras e ofereceu “três razões que inibem as aberturas de capital por emissão de ações: o custo do capital acionário, a falta de proteção ao minoritário e o processo de *underwriting*.”

Com relação ao custo do capital próprio, Leal (2001: p. 132-140) simulou situações com diferentes faixas de custo real da dívida, expectativas de inflação e diferentes betas – o indicador do risco específico da empresa, e concluiu que “o elevado patamar das taxas de juros no país leva a custos de capital próprio muito elevados. Empresas que consigam reduzir esse custo por meio de emissões em momentos de euforia do mercado poderão ser os emissores típicos. Pode ser, também, que muitas das empresas emissoras não tenham alternativa melhor de financiamento.”

O segundo fator apontado por Leal (2001: p. 132-140) referia-se à falta de proteção ao acionista minoritário. “O acionista controlador pode extrair benefícios privados de controle dos acionistas minoritários. O uso de estruturas indiretas de controle, como as estruturas piramidais, pode facilitar algumas formas de expropriação dos acionistas minoritários. Um exemplo pode ser a transferência de resultados ou de ativos ou contratos entre empresas fechadas e abertas de um mesmo grupo econômico.” Em função, portanto da assimetria de informação, “o acionista minoritário eleva o retorno exigido, levando a valores de mercado baixos das empresas brasileiras.” Ou seja, a falta de proteção ao acionista minoritário acaba implicando também o aumento do custo do capital próprio para as empresas. O retorno

esperado do investidor é o custo de capital próprio da empresa, que representa a taxa de desconto utilizada pelos investidores para estimar o valor de mercado. Quanto maior essa taxa de desconto, menor o valor de mercado da companhia.

O terceiro fator destacado por Leal (2001: p. 132-140) referia-se aos custos indiretos de emissão, com destaque para a “elevada” diferença entre o preço de emissão e o preço de mercado. Se o retorno exigido pelos investidores é elevado, as empresas só irão recorrer ao mercado acionário em determinados momentos, quando forem identificadas “janelas de oportunidade em momentos de euforia de mercado, quando os investidores que têm acesso ao mercado primário estão dispostos a pagar um pouco mais, porque poderão revender as ações em bolsa logo a seguir a preços ainda mais elevados.” E o autor concluiu “se só é atraente emitir quando o investidor está mais otimista, então o mercado nem sempre é uma alternativa para a empresa com bons projetos.”

Uma das “janelas de oportunidade em momentos de euforia de mercado” como destaca Leal (2001: p. 138), parece ser o vivido pelo mercado acionário brasileiro nos últimos três anos. O volume de emissões primárias e secundárias vem crescendo, como mostra a Tabela 12, classificando as emissões de acordo com o nível de governança corporativa.

Tabela 12 – Volumes das aberturas de capital na Bovespa

	Valores em R\$ milhões					
	2004		2005		2006	
Novo Mercado - Primária	Não houve		902	16,6%	3.764	24,4%
Novo Mercado - Secundária	1.385	30,8%	1.219	22,4%	1.366	8,9%
Novo Mercado - Mista	1.635	36,5%	2.154	39,5%	6.764	43,9%
Nível 2 - Mista	1.466	32,7%	1.173	21,5%	2.629	17,1%
Tradicional – Secundária	Não houve		Não houve		880	5,7%
TOTAL	4.486	100%	5.448	100%	15.403	100%

Fonte: Bovespa (2007).

Conhecidas as principais fontes de recursos de financiamentos existentes no Brasil, o próximo item apresenta os resultados da pesquisa estatística descritiva realizada com o objetivo de conhecer o perfil de financiamento das empresas não financeiras negociadas na Bovespa.

4.2 A estrutura de financiamento das empresas de capital aberto não financeiras no Brasil.

O objetivo desta pesquisa é observar o perfil de financiamento das empresas de capital aberto no Brasil e seu acesso ao mercado de capitais, ao mercado internacional e ao mercado de crédito, ao final do exercício social de 2006. A escolha de apenas uma data – dezembro de 2006 – para observação tem o objetivo de situar as empresas nas mesmas condições de mercado, de ambiente econômico e de oferta de financiamentos.

O número de empresas abertas é bastante reduzido para a realidade brasileira, e, portanto, as observações que podem ser obtidas por essa pesquisa são limitadas. Os resultados observados podem não ser representativos para o conhecimento da estrutura de financiamento das empresas brasileiras em geral, uma vez que a amostra selecionada constitui-se de empresas com acesso ao mercado de ações, o que já indica uma diferenciação de acesso às fontes de financiamento.

Os dados foram extraídos do sistema Economática, em 30/06/07, referentes às demonstrações financeiras de 31/12/06. O detalhamento dos tipos de financiamento foi obtido diretamente das notas explicativas às demonstrações financeiras publicadas referentes ao exercício social encerrado em dezembro de 2006, em moeda de origem. O controle acionário foi obtido através da revista Exame Melhores e Maiores (2006: p. 24) que “indica o país de origem do acionista controlador. Empresas multinacionais controladas por *holding* constituída no Brasil são classificadas pelo país de origem do acionista controlador final.”

Foram consideradas empresas com negociação ativa de ações na Bovespa e foram excluídas as empresas do setor de serviços financeiros e seguros. As empresas financeiras – serviços financeiros, bancos e fundos, e seguros – foram excluídas da amostra por atuarem com fontes de financiamento específicas e outros parâmetros para a estrutura de capital. Também foram excluídas as empresas Alfa Consórcio e Alfa Holdings, classificadas como setor de administração de empresas e empreendimentos, mas cujos demonstrativos financeiros mantêm características predominantemente de instituição financeira.

Da relação inicial de 339 empresas, foram excluídas 21 empresas que não apresentavam dados para dezembro de 2006 e, outras 40 empresas com patrimônio líquido negativo, pela

premissa de que para essas empresas não são aplicáveis os mesmos critérios para a concessão de crédito. A relação resultante, de 278 empresas, constituiu o banco de dados base da pesquisa.

Sempre que disponível, foi adotado o balanço consolidado, para evitar a interferência das operações de financiamento entre empresas do mesmo grupo.

A partir do detalhamento do endividamento, obtido através dos demonstrativos financeiros publicados, buscou-se a abertura do endividamento de curto e de longo prazo, classificando-o em cinco tipos: moeda estrangeira, moeda nacional, BNDES, debêntures e títulos emitidos no mercado internacional – bônus ou *fixed rate notes*.

Nem todas as empresas trazem um detalhamento completo nas notas explicativas referentes à abertura do endividamento bancário. Há situações em que a dívida está apresentada com a segmentação por tipo de moeda – nacional ou estrangeira, mas sem essa segmentação no curto e longo prazo. Nesses casos, manteve-se a mesma proporção dos prazos em relação ao total da dívida, para moeda estrangeira e para moeda nacional.

A conta adiantamento cambial foi considerada como financiamento em moeda estrangeira. As contas redutoras do ativo saque cambial descontado e duplicatas descontadas foram somadas às contas de financiamento em moeda estrangeira e financiamento moeda nacional curto prazo, respectivamente. Assim, em todos os casos considerados, o saldo de financiamentos de curto prazo inclui os títulos descontados. Esses valores foram somados ao ativo total.

Para atingir o objetivo desta pesquisa e estudar o perfil de financiamento das empresas de capital aberto no Brasil ao final do exercício social de 2006, a amostra de empresas foi segmentada em três diferentes critérios: 1) por tipo de controle acionário; 2) por porte; e 3) por setor de atuação. Os resultados observados estão descritos no item a seguir.

As tabelas a seguir apresentam os resultados da estatística descritiva. Foram calculadas as relações percentuais das principais fontes de financiamento das empresas em relação ao total do ativo. Foram calculados a média, mediana, desvio padrão, valor máximo e valor mínimo de cada fonte de financiamento.

A Tabela 13 apresenta alguns parâmetros da estrutura de financiamento das 278 empresas, em relação ao total do ativo. Nas linhas 1 a 7, os valores foram calculados como percentual do total do ativo total em 31/12/06. Na linha 8, os valores foram calculados como percentual do total do ativo menos as aplicações financeiras. Os saldos de empréstimos e financiamentos incluem debêntures, no curto e no longo prazo.

Tabela 13 - Estrutura de financiamento em 31/12/2006 das empresas não financeiras listadas na Bovespa.

	Percentual do ativo.				
	Média	Mediana	Desvio Padrão	Valor Máximo	Valor Mínimo
1. Patrimônio Líquido	45,4	44,4	20,5	99,2	0,3
2. Passivo Circulante	28,0	25,7	14,7	75,3	0,8
3. Exigível de Longo Prazo	26,6	26,1	17,6	87,0	0,00
4. Fornecedores	7,3	5,4	7,1	47,0	0,00
5. Empréstimos e financiamentos curto prazo	8,5	6,3	8,7	48,2	0,00
6. Empréstimos e financiamentos longo prazo	14,1	11,3	13,8	68,3	0,00
7. Empréstimos e Financiamentos total	22,6	21,5	16,0	77,7	0,00
8. Empréstimos e Financiamentos excluídos disponível e aplicações financeiras	3,7	13,6	64,3	75,9	-734,8

Para a amostra de 278 empresas consideradas, o patrimônio líquido (linha 1) representa em média 45,4% das fontes de financiamento dos ativos, o passivo circulante (linha 2), representa, em média 28,0% e o exigível de longo prazo (linha 3), 26,6%. Os fornecedores (linha 4), classificados no passivo circulante, financiam, em média, 7,3% dos ativos. Os passivos financeiros de curto prazo, como empréstimos e financiamentos, somados às debêntures classificadas no curto prazo (linha 5), financiam, em média, 8,5% dos ativos, e os de longo prazo (linha 6), também consideradas as debêntures no longo prazo, financiam, em média, 14,1% dos ativos das empresas. O total do passivo financeiro (linha 7), considerando empréstimos e financiamentos de curto e longo prazos, debêntures de curto e de longo prazos e as contas redutoras do ativo, como duplicatas descontadas e saques cambiais descontados, financiam, em média, 22,6% dos ativos das empresas. Por outro lado, se desse valor forem descontadas as disponibilidades e aplicações financeiras (linha 8), os passivos financeiros financiam, em média, apenas 3,7% dos ativos.

Observa-se, entre as empresas analisadas, uma baixa dependência de recursos onerosos para financiamento dos ativos e o significativo volume de aplicações financeiras. Se a dívida onerosa financia em média 22,6% dos ativos, essa relação cai para 3,7% se excluídas as aplicações financeiras. Essa relação mostra a folga financeira das empresas consideradas na amostra.

O total da dívida, composto por empréstimos e financiamentos de curto e longo prazos e as contas redutoras do ativo, como duplicatas descontadas e saques cambiais descontados, que financia em média 22,6% dos ativos, foi segmentado em cinco grupos: empréstimos e financiamentos em moeda nacional, empréstimos e financiamentos em moeda estrangeira, debêntures ou notas promissórias, financiamentos junto ao BNDES, e títulos emitidos no exterior.

A Tabela 14 mostra a composição da dívida das empresas abertas não financeiras. Os valores foram calculados como percentual do ativo total. As linhas de 1 a 5 apresentam os percentuais relacionados ao endividamento de curto prazo e as linhas de 6 a 10 apresentam os percentuais relacionados ao endividamento de longo prazo. A linha 11 apresenta a média do endividamento oneroso.

Os números indicam que prevalece o endividamento em moeda nacional, seguido do uso de linhas externas e recursos do BNDES. É baixo o uso de recursos de mercado de capitais – títulos no mercado nacional ou internacional. O elevado desvio padrão e a mediana igual a zero indicam que é grande o número de empresas que não usam a forma de financiamento.

Tabela 14 – Composição da dívida em 31/12/2006 das empresas não financeiras listadas na Bovespa.

	Percentual do ativo.				
	Média	Mediana	Desvio Padrão	Valor Máximo	Valor Mínimo
1. Empréstimos e Financiamentos em Moeda Nacional – Curto	4,3	1,6	6,4	39,1	0,0
2. Empréstimos e financiamentos em Moeda Estrangeira – Curto	2,4	0,3	4,7	42,9	0,0
3. Títulos no Mercado Nacional (debêntures /notas) – Curto	0,5	0,0	1,8	16,5	0,0
4. Títulos no Exterior – Curto	0,3	0,0	1,5	13,3	0,0
5. BNDES – Curto	1,0	0,0	2,4	21,8	0,0
6. Empréstimos e Financiamentos em Moeda Nacional – Longo	5,0	2,2	7,6	50,4	0,0
7. Empréstimos e financiamentos em Moeda Estrangeira – Longo	3,8	0,0	7,3	64,1	0,0
8. Títulos no Mercado Nacional (debêntures /notas) – Longo	2,5	0,0	5,5	39,8	0,0
9. Títulos no Exterior – Longo	0,5	0,0	2,3	16,9	0,0
10. BNDES – Longo	2,3	0,0	5,0	37,9	0,0
11. Endividamento Oneroso Total	22,6	21,5	16,0	77,7	0,0

Apurados esses resultados, a amostra de 278 empresas foi segmentada em três diferentes critérios:

- 1) Por controle acionário: empresas com controle acionário nacional, inclusive estatal, e empresas com controle acionário estrangeiro;
- 2) Por porte: as cinquenta empresas de maior volume de receita líquida e as cinquenta empresas de menor volume de receita líquida;
- 3) Por setor de atuação.

Os resultados observados estão descritos no item a seguir.

A amostra foi segmentada em dois grupos, de acordo com o controle acionário: o primeiro grupo ficou composto por 238 empresas com controle acionário privado nacional ou estatal; o segundo grupo composto pelas 40 empresas de controle acionário estrangeiro.

Seguindo os mesmos conceitos das contas da Tabela 13 e 14, igualmente verifica-se a importância das aplicações financeiras. As empresas, em média apresentam folga financeira para liquidar as fontes onerosas de curto prazo.

A Tabela 15 apresenta a estrutura de financiamento das 238 empresas de controle acionário privado nacional e estatal e das 40 empresas de controle acionário estrangeiro. Nas linhas 1 a 7, os valores foram calculados como percentual do total do ativo total em 31/12/06. Na linha 8, os valores foram calculados como percentual do total do ativo menos as aplicações financeiras. Os saldos de empréstimos e financiamentos incluem debêntures, no curto e no longo prazo.

Tabela 15 - Estrutura de financiamento em 31/12/2006 das empresas não financeiras listadas na Bovespa, sub-amostras por controle acionário.

	Sub-Amostra por Controle Acionário	Percentual do ativo.				
		Média	Mediana	Desvio Padrão	Valor Máximo	Valor Mínimo
1. Patrimônio Líquido	Nacional	44,7	43,7	20,5	99,2	0,3
	Estrangeiro	49,9	47,1	19,7	94,5	19,3
2. Passivo Circulante	Nacional	28,0	25,2	15,1	75,3	0,8
	Estrangeiro	27,9	26,7	11,7	54,8	4,9
3. Exigível de Longo Prazo	Nacional	27,3	27,2	17,8	87,0	0,0
	Estrangeiro	22,2	19,2	16,1	62,8	0,5
4. Fornecedores	Nacional	7,2	5,3	7,2	47,0	0,0
	Estrangeiro	7,8	6,7	6,4	29,0	0,0
5. Empréstimos e financiamentos curto prazo	Nacional	8,8	6,5	8,7	48,2	0,0
	Estrangeiro	7,0	4,2	8,5	43,6	0,0
6. Empréstimos e financiamentos longo prazo	Nacional	14,4	11,8	13,9	68,3	0,0
	Estrangeiro	12,4	9,6	13,0	50,4	0,0
7. Empréstimos e Financiamentos total	Nacional	23,2	22,3	16,1	77,7	0,0
	Estrangeiro	19,4	18,0	15,4	57,3	0,0
8. Empréstimos e Financiamentos excluídos disponível e aplicações financeiras	Nacional	3,2	13,8	68,3	75,9	-734,8
	Estrangeiro	7,0	11,7	31,9	50,0	-138,53

Observa-se, entre as empresas analisadas, uma baixa dependência de recursos onerosos para financiamento dos ativos e o significativo volume de aplicações financeiras. Entre as empresas de controle acionário nacional, se a dívida onerosa financia em média 23,2% dos ativos, essa relação cai para 3,2% se excluídas as aplicações financeiras. Essa relação mostra a folga financeira das empresas consideradas na amostra. As empresas de controle acionário

estrangeiro apresentam maior participação relativa do patrimônio líquido sobre o ativo, e menor endividamento oneroso, tanto no curto prazo como no longo prazo. Entretanto, é menor a participação das aplicações financeiras. Entre as empresas de controle estrangeiro, a dívida onerosa financia em média 19,4% dos ativos e essa relação cai para 7% se forem excluídas as aplicações financeiras.

A Tabela 16 mostra a composição da dívida das empresas abertas não financeiras, separadas as duas sub-amostras por controle acionário. Os valores foram calculados como percentual do ativo total. As linhas de 1 a 5 apresentam os percentuais relacionados ao endividamento de curto prazo e as linhas de 6 a 10 apresentam os percentuais relacionados ao endividamento de longo prazo. A linha 11 apresenta a média do endividamento oneroso.

Os números indicam que prevalece o endividamento em moeda nacional, seguido do uso de linhas externas e recursos do BNDES. É baixo o uso de recursos de mercado de capitais – títulos no mercado nacional ou internacional, tanto entre as empresas de controle nacional, como estrangeiro. O elevado desvio padrão e a mediana igual a zero indicam que é grande o número de empresas que não usam a forma de financiamento.

Os números indicam que, também entre as empresas de controle acionário estrangeiro, prevalece o endividamento em moeda nacional, seguido do uso de linhas externas e recursos do BNDES. Em relação às empresas de controle acionário nacional, é menor o endividamento bancário em moeda nacional no curto prazo – 2,4% contra 4,7%.

Tabela 16 – Composição da dívida em 31/12/2006 das empresas não financeiras listadas na Bovespa, sub-amostras por controle acionário.

	Sub-Amostra por Controle	Percentual do ativo.				
		Média	Mediana	Desvio Padrão	Valor Máximo	Valor Mínimo
Empréstimos e Financiamentos em Moeda Nacional – Curto	Nacional	4,7	1,8	6,7	39,1	0,0
	Estrangeiro	2,4	0,9	3,8	15,1	0,0
Empréstimos e financiamentos em Moeda Estrangeira – Curto Prazo	Nacional	2,3	0,2	4,0	24,1	0,0
	Estrangeiro	3,2	0,7	7,4	42,9	0,0
Títulos no Mercado Nacional (debêntures /notas) – Curto	Nacional	0,6	0,0	1,9	16,5	0,0
	Estrangeiro	0,4	0,0	1,4	8,4	0,0
Títulos no Exterior – Curto	Nacional	0,3	0,0	1,6	13,3	0,0
	Estrangeiro	0,0	0,0	0,2	1,3	0,0
BNDES – Curto	Nacional	1,0	0,0	2,4	21,8	0,0
	Estrangeiro	1,0	0,0	2,6	16,2	0,0
Empréstimos e Financiamentos em Moeda Nacional – Longo	Nacional	5,0	2,4	7,1	42,2	0,0
	Estrangeiro	5,1	1,0	10,2	50,4	0,0
Empréstimos e financiamentos em Moeda Estrangeira – Longo	Nacional	4,0	0,0	7,7	64,1	0,0
	Estrangeiro	2,8	0,4	4,2	16,3	0,0
Títulos no Mercado Nacional (debêntures /notas) – Longo	Nacional	2,5	0,0	5,5	39,8	0,0
	Estrangeiro	2,4	0,0	5,6	23,4	0,0
Títulos no Exterior – Longo	Nacional	0,6	0,0	2,5	16,9	0,0
	Estrangeiro	0,2	0,0	0,8	4,2	0,0
BNDES – Longo	Nacional	2,3	0,0	5,1	37,9	0,0
	Estrangeiro	1,9	0,0	4,4	23,8	0,0
Endividamento Oneroso Total	Nacional	23,2	22,3	16,1	77,7	0,0
	Estrangeiro	19,4	18,0	15,4	57,3	0,0

O segundo critério de classificação das empresas analisadas foi porte, medido pelo volume de receita líquida. Das empresas analisadas, foram selecionadas as 50 empresas de maior receita líquida e as 50 empresas de menor receita líquida.

A Tabela 17 apresenta a estrutura de faturamento das empresas por porte. Nas linhas 1 a 7, os valores foram calculados como percentual do total do ativo total em 31/12/06. Na linha 8, os valores foram calculados como percentual do total do ativo menos as aplicações financeiras. Os saldos de empréstimos e financiamentos incluem debêntures, no curto e no longo prazo.

Em relação aos valores médios de toda a base de dados da pesquisa, apresentados na Tabela 13, as empresas de maior porte apresentam maior endividamento oneroso: 29,4% dos ativos, em média, contra 22,6% do total de empresas, e essa diferença está concentrada no longo prazo, podendo indicar que as empresas de maior porte têm mais acesso às linhas de financiamento de longo prazo.

Um outro destaque que pode ser observado em relação às médias observadas na Tabela 13, é que as empresas de maior porte apresentam maior endividamento após a exclusão das aplicações financeiras: 17,4% contra 3,7% da média de todas as empresas pesquisadas.

Tabela 17: Estrutura de financiamento em 31/12/2006 das empresas não financeiras listadas na Bovespa, classificadas em sub-amostras por porte.

	Sub-Amostra	Média	Mediana	Desvio Padrão	Percentual do ativo.	
					Valor Máximo	Valor Mínimo
1. Patrimônio Líquido	Maior Porte	41,1	45,2	15,2	66,7	1,9
	Menor Porte	53,5	57,6	27,7	99,2	0,3
2. Passivo Circulante	Maior Porte	27,5	25,0	12,6	63,7	8,2
	Menor Porte	24,0	18,6	18,8	75,3	0,8
3. Exigível de Longo Prazo	Maior Porte	31,4	31,7	13,2	63,0	3,0
	Menor Porte	22,5	14,9	23,4	87,0	0,0
4. Fornecedores	Maior Porte	8,4	7,2	6,2	24,5	0,1
	Menor Porte	2,9	1,2	3,9	15,3	0,0
5. Empréstimos e financiamentos curto prazo	Maior Porte	7,6	6,1	6,8	43,9	0,1
	Menor Porte	7,6	4,2	10,3	48,2	0,0
6. Empréstimos e financiamentos longo prazo	Maior Porte	21,8	20,5	11,7	58,9	0,0
	Menor Porte	7,3	0,3	11,7	42,6	0,0
7. Empréstimos e Financiamentos total	Maior Porte	29,4	29,6	13,7	77,7	0,3
	Menor Porte	14,9	10,7	15,7	55,1	0,0
8. Empréstimos e Financiamentos excluídos disponível e aplicações financeiras	Maior Porte	17,4	17,3	21,6	75,9	-49,3
	Menor Porte	-10,6	3,9	107,7	54,9	-734,8

Comparando os resultados obtidos, verifica-se que as empresas menores têm maior participação relativa do patrimônio líquido em relação ao ativo: 53,5% contra 41,1% das empresas de maior porte.

As empresas de menor porte utilizam menor proporção de financiamento por parte dos fornecedores: 2,9% do ativo, contra 8,4% do ativo das empresas de maior porte.

A Tabela 17 também mostra que as empresas de menor porte registram menor uso de financiamentos de longo prazo: 7,3% do ativo, contra 21,8%, em média, das empresas de maior porte. No total, a dívida onerosa das empresas de menor porte atinge 14,9% do ativo, contra 29,4% das empresas de maior porte. Esses resultados encontram suporte em estudos anteriores sobre os determinantes de endividamento das empresas e que já haviam indicado que o endividamento é diretamente proporcional ao tamanho da empresa.

Além de apresentarem menor dívida onerosa, as empresas de menor porte registram volume de aplicações financeiras superior ao endividamento, evidenciando a busca por liquidez. As aplicações financeiras superam o endividamento oneroso em 10,6% do valor do ativo.

A Tabela 18 apresenta a composição do endividamento das empresas pesquisadas, classificadas por porte. Os valores foram calculados como percentual do ativo total. As linhas de 1 a 5 apresentam os percentuais relacionados ao endividamento de curto prazo e as linhas de 6 a 10 apresentam os percentuais relacionados ao endividamento de longo prazo. A linha 11 apresenta a média do endividamento oneroso.

Os dados da Tabela 18 indicam que, além do maior endividamento bancário, as empresas de maior porte fazem mais uso das linhas de financiamento em moeda estrangeira: 3,7% e 9,1% no curto e longo prazos, respectivamente, contra 2,4% e 3,8% da média de todas as empresas pesquisadas. Também é maior a utilização de recursos de emissões de debêntures pelas grandes empresas: 0,8% e 4,3% no curto e longo prazos, respectivamente, contra 0,5% e 2,5% da média de todas as empresas pesquisadas. As empresas de maior porte também demonstram uso de recursos de emissão de títulos no exterior em maior proporção: financiam em média 2,3% dos ativos, contra 0,8% da média de todas as empresas analisadas.

Tabela 18: Composição da dívida em 31/12/2006 das empresas não financeiras listadas na Bovespa, classificadas em sub-amostras por porte.

	Sub-Amostra	Média	Mediana	Desvio Padrão	Percentual do ativo.	
					Valor Máximo	Valor Mínimo
Empréstimos e Financiamentos em Moeda Nacional – Curto	Maior Porte	1,8	0,9	3,8	26,1	0,0
	Menor Porte	5,8	2,1	8,5	39,1	0,0
Empréstimos e financiamentos em Moeda Estrangeira – Curto Prazo	Maior Porte	3,7	2,3	4,3	20,3	0,0
	Menor Porte	0,6	0,0	2,1	9,4	0,0
Títulos no Mercado Nacional (debêntures /notas) – Curto	Maior Porte	0,8	0,2	1,8	8,4	0,0
	Menor Porte	0,6	0,0	2,9	16,5	0,0
Títulos no Exterior – Curto	Maior Porte	0,3	0,0	0,8	4,2	0,0
	Menor Porte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BNDES – Curto	Maior Porte	1,0	0,6	1,2	4,3	0,0
	Menor Porte	0,6	0,0	3,1	21,8	0,0
Empréstimos e Financiamentos em Moeda Nacional – Longo	Maior Porte	3,7	2,5	4,6	20,1	0,0
	Menor Porte	5,7	0,1	10,2	42,2	0,0
Empréstimos e financiamentos em Moeda Estrangeira – Longo	Maior Porte	9,1	5,7	8,3	33,0	0,0
	Menor Porte	0,2	0,0	0,8	4,1	0,0
Títulos no Mercado Nacional (debêntures /notas) – Longo	Maior Porte	4,3	3,4	4,6	15,3	0,0
	Menor Porte	0,4	0,0	2,5	17,2	0,0
Títulos no Exterior – Longo	Maior Porte	2,0	0,0	4,1	16,9	0,0
	Menor Porte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BNDES – Longo	Maior Porte	2,7	0,8	3,8	13,8	0,0
	Menor Porte	1,0	0,0	4,4	22,6	0,0
Endividamento Oneroso Total	Maior Porte	29,4	29,6	13,7	77,7	0,3
	Menor Porte	14,9	10,7	15,7	55,1	0,0

A comparação entre as sub-amostras de maior e menor porte permite observar que as menores empresas têm, em média, 14,9% dos ativos financiados por dívida onerosa, enquanto as maiores empresas registram maior endividamento: 29,4% dos ativos. As menores empresas mantinham endividamento concentrado em financiamento em moeda nacional: em média, 11,5% dos ativos são financiados por operações em moeda nacional e apenas 3,4% por outras modalidades de financiamento.

Os resultados também permitem observar que as empresas de menor porte utilizam financiamento em moeda estrangeira em menor proporção tanto no curto prazo como no longo prazo: enquanto as maiores empresa financiam, em média, 12,8% dos seus ativos

através de operações em moeda estrangeira, nas menores empresas esse percentual cai para 0,8%. As empresas de menor porte utilizam debêntures em menor proporção: enquanto as maiores empresa financiam, em média, 5,1% dos seus ativos através de debêntures, nas menores empresas esse percentual cai para 1,0%. Também é menor o uso de linhas do BNDES: 1,6% dos ativos, em média, contra 3,7% das grandes empresas. Finalmente, observa-se que as empresas de menor porte não registram emissões de títulos no exterior, na data analisada.

O terceiro critério adotado para a avaliação do perfil de endividamento das empresas não financeiras de capital aberto é a segmentação dos setores de atividade.

A amostra de 278 empresas foi dividida em setores como mostra a Tabela 19. Os setores estão listados por ordem decrescente de endividamento. A segunda coluna apresenta o número de empresas que compõem a amostra setorial e as colunas a seguir mostram os percentuais médios em relação ao total do ativo das seguintes fontes de financiamentos: PL = patrimônio líquido, PC = passivo circulante, ELP = exigível a longo prazo, DívCP = endividamento oneroso de curto prazo, incluindo as parcelas de curto prazo das debêntures, DívLP = endividamento oneroso de longo prazo, incluindo debêntures, DívTot = endividamento oneroso total. A última coluna – DívLiq – apresenta o endividamento oneroso reduzido do disponível e das aplicações financeiras, em relação ao ativo, também reduzido dessas parcelas financeiras.

Tabela 19: Estrutura de financiamento em 31/12/2006 das empresas não financeiras, por setor de atividade.

Percentual do ativo, exceto coluna número de empresas.

Setor de Atividade	Número de empresas	PL	PC	ELP	DívCP	DívLP	DívTot	DívLiq
Papel e Celulose	7	34,6	23,9	41,5	10,1	23,6	33,7	26,0
Transporte Serviços	9	37,9	25,9	36,2	6,6	23,2	29,8	1,2
Energia Elétrica	41	39,6	24,1	36,3	5,4	20,9	26,3	21,0
Alimentos e Bebidas	16	40,5	29,6	29,9	16,6	16,1	32,7	26,0
Veículos e Peças	11	41,7	35,0	23,3	15,6	13,2	28,8	22,4
Petróleo e Gás	8	43,2	32,1	24,7	9,6	17,9	27,5	16,2
Eletroeletrônico	9	43,7	35,9	20,4	6,6	5,5	12,1	2,6
Química	14	44,0	29,8	26,2	6,8	16,5	23,3	14,9
Comércio	12	44,4	46,0	9,6	10,2	5,8	16,0	-2,5
Outros	50	45,1	26,5	28,4	7,5	13,9	21,4	-8,6
Construção	25	45,7	30,6	23,7	7,6	6,7	14,4	-4,2
Telecomunicações	16	47,2	30,9	21,9	10,2	12,4	22,6	9,8
Siderurgia e Metalurgia	27	50,1	25,8	24,1	8,5	13,5	22,0	7,0
Têxtil	20	52,7	22,3	25,0	7,8	13,8	21,6	9,9
Mineração	6	57,8	24,2	18,0	12,0	11,6	23,6	7,2
Agro e Pesca	4	69,5	18,4	12,1	11,4	7,6	19,0	-168,3
Software e Dados	3	81,0	16,1	2,9	0,1	0,0	0,1	-130,5
Total de Empresas e percentuais médios	278	45,4	28,0	26,6	8,5	14,1	22,7	3,7

O sinal negativo registrado na dívida líquida de alguns setores indica que, na média, as aplicações financeiras superam a dívida onerosa nas empresas avaliadas. No caso do setor de agro e pesca, as aplicações financeiras de uma das empresas analisadas superaram toda a soma dos ativos operacionais do setor, distorcendo a média. O setor de *software* e dados apresenta endividamento muito baixo e, nas três empresas consideradas, as aplicações financeiras superaram o endividamento oneroso.

A Tabela 20 apresenta a composição média da dívida onerosa das empresas divididas por setores de atividade. A segunda coluna indica o número de empresas consideradas. A coluna Emp. M. Nacional indica o percentual da dívida em moeda nacional de curto e longo prazo em relação ao total do ativo. A coluna Emp. M. Estrangeira indica o percentual da dívida em moeda estrangeira de curto e longo prazo em relação ao total do ativo. A coluna debêntures indica o percentual de debêntures de curto e de longo prazo sobre o total do ativo. A coluna

títulos no exterior indica o percentual das emissões sobre o total do ativo e a coluna BNDES indica o total de financiamentos junto ao órgão, em relação ao total do ativo.

Tabela 20: Composição da dívida em 31/12/2006 das empresas não financeiras, por setor de atividade.

Setor de Atividade	Número de empresas	Percentual do ativo, exceto coluna número de empresas.				
		Emp. M. Nacional	Emp. M. Estrangeira	Debêntures	Títulos no exterior	BNDES
Agro e Pesca	4	15,7	1,5	0,0	0,0	1,8
Alimentos e Bebidas	16	13,5	14,5	1,2	1,2	2,5
Comércio	12	10,8	2,7	0,7	0,1	1,7
Construção	25	10,6	1,1	1,7	0,0	0,9
Eletroeletrônico	9	4,6	5,4	0,5	0,0	1,6
Energia Elétrica	41	10,9	3,0	6,3	1,0	5,2
Minação	6	11,7	8,8	0,8	2,1	0,1
Outros	50	10,1	6,2	2,6	0,4	2,1
Papel e Celulose	7	9,3	15,6	1,8	0,7	6,3
Petróleo e Gás	8	9,8	9,1	2,9	1,7	4,0
Química	14	4,2	10,0	3,7	1,1	4,4
Siderurgia e Metalurgia	27	7,3	7,4	3,1	0,7	3,5
Software e Dados	3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Telecomunicações	16	0,8	9,5	4,4	3,2	4,6
Têxtil	20	11,4	5,5	0,9	0,7	3,2
Transporte Serviços	9	7,4	4,8	10,6	1,3	5,6
Veículos e Peças	11	14,1	6,7	1,6	0,0	6,4
Total de Empresas e percentuais médios	278	9,0	6,6	2,5	0,8	3,2

Em conformidade com a Tabela 14 que apresentava os percentuais gerais, prevalece o endividamento em moeda nacional, seguido do uso de linhas externas e recursos do BNDES. É baixo o uso de recursos de mercado de capitais – títulos no mercado nacional ou internacional.

A partir dos resultados setoriais apresentados nas Tabelas 19 e 20, pode-se destacar o setor de construção civil e compará-lo aos demais setores.

4.3 Análise comparativa da estrutura de financiamento das empresas de capital aberto do setor de construção civil no Brasil.

A pesquisa considera que das 278 empresas abertas não financeiras analisadas, 25 são classificadas como do setor de construção civil. Essa amostra é mais abrangente que a amostra da pesquisa desenvolvida no capítulo anterior, a qual considerou apenas as onze empresas do segmento imobiliário que emitiram ações nos últimos anos. Aqui estão incluídas empresas de administração de imóveis, prestadores de serviços de corretagem de imóveis, empresas de construção civil pesada e as empresas que não têm realizado emissões de ações.

A Tabela 21 apresenta as 25 empresas consideradas como do setor de construção civil e a estrutura de financiamento dessas empresas. As colunas a seguir mostram os percentuais médios em relação ao total do ativo das seguintes fontes de financiamentos: PL = patrimônio líquido, PC = passivo circulante, ELP = exigível a longo prazo, DívCP = endividamento oneroso de curto prazo, incluindo as parcelas de curto prazo das debêntures, DívLP = endividamento oneroso de longo prazo, incluindo debêntures, DívTot = endividamento oneroso total. A última coluna – DívLiq – apresenta o endividamento oneroso reduzido do disponível e das aplicações financeiras, em relação ao ativo, também reduzido dessas parcelas financeiras. O sinal negativo registrado na dívida líquida de algumas empresas indica que, nesses casos, as aplicações financeiras superam a dívida onerosa.

No final da tabela estão apresentadas as médias do setor, das 11 empresas pesquisadas e a média geral de todas as 278 empresas consideradas, conforme já apresentado na Tabela 13. Observa-se que o setor de construção civil apresenta a mesma estrutura de capital próprio em relação ao ativo – 45%. Entretanto as empresas pesquisadas têm uma proporção de capital próprio um pouco superior – 49,3%. Para todas as amostras, o passivo circulante é mais relevante que o exigível a longo prazo no financiamento dos ativos.

Se a participação de capital próprio é compatível com a média geral, o endividamento oneroso, por outro lado, é bastante inferior, apesar de ser um setor dependente de financiamento para seu ciclo de produção e para suas vendas. Verifica-se que o setor de construção civil apresenta menor endividamento oneroso que a amostra ampla de empresas. Enquanto a dívida onerosa financia em média 22,7% dos ativos das empresas, no setor de construção civil essa média cai para 14,4%, com menor participação da dívida onerosa tanto

no curto como no longo prazo. O processo de capitalização pelo qual passaram algumas empresas do setor e as aplicações financeiras resultantes desse processo fizeram com que o setor, em média, apresentasse dívida líquida negativa, isto é, as aplicações financeiras superiores à dívida onerosa.

Tabela 21: Estrutura de financiamento das empresas do setor de construção civil em 31/12/2006.

Empresa	Percentual do ativo.						
	PL	PC	ELP	DívCP	DívLP	DívTot	DívLiq
Abyara	65,0	17,5	17,5	1,5	1,5	3,0	-77,1
Agra Incorp	39,5	25,4	35,2	1,0	0,5	1,4	1,0
BR Malls Part	76,0	12,7	11,3	3,7	5,8	9,5	8,6
Brascan Res Propert	63,9	22,3	13,8	9,1	9,6	18,7	-33,7
Camargo Des Imob	16,5	25,9	57,6	2,6	1,3	4,0	1,5
Company	48,0	22,5	29,5	8,3	23,9	32,2	15,7
Const Adolpho Linde	21,1	34,0	45,0	8,8	5,7	14,5	11,5
Const Beter	60,2	29,5	10,3	13,9	1,8	15,8	12,7
CR2 Empreend Imobil	65,8	8,3	25,8	6,3	24,6	30,8	-45,9
Cyrela Realty	67,3	21,2	11,5	1,9	2,2	4,1	-11,0
Even	32,5	45,2	22,4	19,2	2,4	21,6	17,0
Gafisa	54,5	22,8	22,7	1,9	17,9	19,8	2,4
Iguatemi Shoppings	53,5	17,6	28,9	3,6	10,5	14,1	2,5
Inpar	6,7	55,2	38,1	23,5	0,3	23,8	14,9
JHSF	35,1	53,3	11,7	1,7	0,0	1,7	-16,3
Joao Fortes	30,6	16,9	52,5	10,4	8,5	18,9	3,0
Klabin Segall	70,9	14,9	14,3	2,6	2,1	4,7	-75,8
Lix da Cunha	21,9	75,3	2,8	4,9	0,0	4,9	4,6
Lopes Brasil	33,0	67,0	0,0	2,0	0,0	2,0	-7,3
PDG Realty	50,4	26,9	22,8	11,6	10,1	21,7	15,6
Rodobens	35,4	32,3	32,3	6,9	25,7	32,5	25,1
Rossi Resid	72,4	19,4	8,2	6,0	2,5	8,5	-17,2
Sergen	66,7	19,4	13,9	2,4	0,0	2,4	2,2
Sultepa	25,4	39,8	34,9	14,2	3,2	17,4	13,5
Tecnisa	30,0	40,4	29,6	23,1	8,0	31,1	28,3
Média Setorial – 25 empresas	45,7	30,6	23,7	7,6	6,7	14,4	-4,2
Média das 11 Empresas Pesquisadas	49,3	26,7	24,1	8,5	9,6	18,1	-2,9
Média 278 empresas	45,4	28,0	26,6	8,5	14,1	22,6	3,7

A Tabela 22 apresenta a composição da dívida das empresas do setor de construção civil, seguindo os conceitos já utilizados na Tabela 20. Os percentuais foram calculados em relação ao total do ativo.

Tabela 22: Composição da dívida das empresas do setor de construção civil em 31/12/2006.

	Percentual do ativo.				
	Emp. M. Nacional	Emp. M. Estrangeira	Debêntures	Títulos no exterior	BNDES
Abyara	3,0	0	0	0	0
Agra Incorp	1,4	0	0	0	0
BR Malls Part	5,9	3,6	0	0	0
Brascan Res Propert	16,4	2,3	0	0	0
Camargo Des Imob	4,0	0	0	0	0
Company	18,9	0	13,3	0	0
Const Adolpho Linde	0	10,3	4,2	0	0
Const Beter	0	0	0	0	15,8
CR2 Empreend Imobil	30,8	0	0	0	0
Cyrela Realty	3,5	0,6	0	0	0
Even	21,6	0	0	0	0
Gafisa	3,0	0	16,8	0	0
Iguatemi Shoppings	9,3	0	0	0	4,8
Inpar	23,8	0	0	0	0
JHSF	1,7	0	0	0	0
Joao Fortes	15,3	3,6	0	0	0
Klabin Segall	2,8	1,7	0,2	0	0
Lix da Cunha	5,0	0	0	0	0
Lopes Brasil	2,0	0	0	0	0
PDG Realty	21,7	0	0	0	0
Rodobens	32,6	0	0	0	0
Rossi Resid	8,5	0	0	0	0
Sergen	2,4	0	0	0	0
Sultepa	7,1	0	8,3	0	2,1
Tecnisa	24,4	6,7	0	0	0
Média Setorial – 25 empresas	10,6	1,2	1,7	0	0,9
Média das 11 Empresas Pesquisadas	14,4	1,0	2,8	0,0	0,0
Média 278 empresas	9,3	6,2	3,0	0,8	3,3

A Tabela 21 já havia apresentado que a relação média da dívida onerosa do setor de construção civil com o ativo é inferior à média das 278 empresas pesquisadas. A Tabela 22 mostra a composição desse endividamento, indicando que esse setor apresenta maior concentração no endividamento em moeda nacional. É menor o uso de financiamentos em moeda estrangeira e poucas empresas utilizam recursos de debêntures ou do BNDES. Não foram observadas emissões de títulos no exterior entre as empresas de construção civil.

Conhecidas as principais fontes de financiamento das empresas em 31/12/06, o item a seguir apresenta pesquisa estatística que busca identificar fatores determinantes para a estrutura de financiamento.

4.4 Pesquisa sobre os fatores determinantes do endividamento.

Este item apresenta os resultados da pesquisa sobre os determinantes da estrutura de financiamento das empresas de construção civil que emitiram ações em comparação a uma amostra mais ampla de empresas não financeiras de capital aberto. Desde os estudos de Durand (1952; 1959) e Modigliani e Miller (1958; 1959; 1963), muitos trabalhos em Finanças Corporativas buscam demonstrar, empiricamente, que as empresas definem sua estrutura de capital ideal de acordo com determinados atributos e seus custos e benefícios.

4.4.1 Metodologia da pesquisa

A pesquisa estatística busca, portanto, conhecer os fatores determinantes da estrutura de financiamento do setor de construção civil e das empresas brasileiras e, com isso, contribuir com os estudos que vêm sendo realizados nessa área para o mercado brasileiro. Os resultados, entretanto, ficam limitados pelas características das amostras, constituídas exclusivamente por empresas abertas, o que pode não refletir as condições do universo das empresas não financeiras brasileiras.

Pindyck e Rubinfeld (2004: 3) explicam que “dados que descrevem o movimento de uma variável ao longo do tempo são chamados séries temporais (...). Dados que descrevem as atividades de pessoas individualmente, de firmas ou de outras unidades em um dado ponto no

tempo são chamados dados em corte (dados *cross-section*). (...) Dados em painel, que combinam séries temporais e em corte, podem ser usados para estudar o comportamento de um grupo de empresas ao longo do tempo.”

Esta pesquisa considera os dados em painel ou combinados, ou seja, são do tipo temporal, pois as informações contábeis referem-se a um período de dez semestres, de junho de 2002 a dezembro de 2006, e são do tipo *cross-section*, pois foram analisadas diferentes informações contábeis das empresas de capital aberto não financeiras, com negociação ativa na Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo, coletados em 30/06/07. Quanto ao período considerado, optou-se por dados mais recentes, que podem refletir, com maior fidelidade, os determinantes da decisão de financiamento e o contexto de mercado e da economia que influenciaram essa decisão de financiamento. Para as informações contábeis das companhias foi utilizada a base de dados da Economática.

Duas amostras foram consideradas para o desenvolvimento da pesquisa.

A primeira amostra foi constituída pelas empresas do setor de construção civil que emitiram ações até 31 de março de 2007. Foram identificadas 11 empresas. Entretanto não há dados históricos disponíveis para todo o período analisado, ou seja, balanços de junho e dezembro de 2002 a 2006. Assim a amostra partiu de 50 observações. Como as variáveis independentes são calculadas com dados de semestres anteriores ao das variáveis dependentes, perde-se um período de análise, o que reduziu o número de observações para 39.

Para a segunda amostra, nesta pesquisa denominada amostra ampla, foram inicialmente identificadas 374 empresas com ações negociadas. Desse total, foram excluídas as 35 empresas do setor de serviços financeiros e seguros, pelas características intrínsecas da sua estrutura de capital. Também foram excluídas 21 empresas que não apresentavam dados referentes a dezembro de 2006; 24 empresas que não publicaram a consolidação de balanço em pelo menos um dos períodos da análise e 80 empresas com falta de dados em pelo menos um dos períodos analisados, pois a ausência de dados poderia comprometer a aplicação das ferramentas estatísticas. Foram excluídas, ainda, 40 empresas com patrimônio negativo, por considerar que a decisão de financiamento dessas empresas envolve fatores que fogem ao objetivo da pesquisa. Por fim, outras cinco empresas foram excluídas por pertencerem ao mesmo grupo econômico. Foram excluídas as empresas La Fonte Telecon S.A. e LF Tel S.A.

incluídas no balanço consolidado da La Fonte Participações S.A. e as empresas Coelba – Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia, Celpe – Companhia Energética de Pernambuco e Cosern – Companhia Energética do Rio Grande do Norte, já incluídas no balanço consolidado da Neoenergia S.A. A base de dados ajustada passou, portanto, para 169 empresas. Foram considerados dez períodos para análise, ou seja, os balanços de junho e dezembro de 2002 a 2006, mas como as variáveis independentes são calculadas com dados de semestres anteriores ao das variáveis dependentes, perde-se um período de análise. Após esses ajustes, a amostra ampla fica composta por 1.521 observações.

Para análise desses dados foram utilizadas as técnicas univariadas – correlação linear e regressão linear univariada e técnicas de regressão linear multivariada. Foi utilizado o programa de análise de dados Stata.

Para estudar os fatores determinantes da estrutura de financiamento, foram observadas as variáveis independentes já consideradas na literatura sobre o tema, e selecionadas cinco variáveis independentes: grau de tangibilidade dos ativos (X1); tamanho da empresa (X2); oportunidades de crescimento (X3), risco (X4) e retorno sobre os ativos (X5).

O grau de tangibilidade dos ativos (X1) foi calculado como a relação entre a soma de estoques e ativo permanente com o total do ativo, a exemplo dos estudos de Titman e Wessels (1988) e Perobelli e Famá (2002). Com base na literatura existente e na teoria de agência, espera-se encontrar relação positiva entre a tangibilidade dos ativos da empresa e o grau de endividamento. Ou seja, quanto maior a representatividade dos estoques e ativos permanentes da empresa, maior o uso de recursos de terceiros, pois as empresas com maior proporção de ativos tangíveis tendem a ter maior capacidade de contrair dívidas, pela possibilidade de oferecê-los em garantia.

O porte da empresa (X2) foi calculado como o logaritmo neperiano das vendas líquidas, a exemplo de estudos anteriores como os de Titman e Wessels (1988), Gomes e Leal (2001). Na base de dados semestrais foi utilizado o logaritmo neperiano das vendas líquidas do ano correspondente. Também é esperada relação positiva entre o porte da empresa e o grau de endividamento, isto é, quanto maior a empresa, maior o uso de recursos de terceiros. Essa relação positiva entre porte e endividamento pode ser fundamentada a partir da expectativa de custos de falência. Empresas de maior porte teriam maior solidez para enfrentar dificuldades

financeiras. Uma das limitações do teste dessa hipótese está relacionada à escolha da amostra – empresas com negociação na Bovespa – constituída por empresas de maior porte no mercado brasileiro. A falta de dados das empresas de menor porte limita as observações que se podem fazer a partir desta pesquisa.

As oportunidades de crescimento (X3) foram calculadas conforme Gomes e Leal (2001), que definiram:

$$OC = \frac{(AT - PL + VM)}{AT} \quad (\text{Eq.1})$$

Onde:

OC= oportunidades de crescimento;

AT= ativo total;

PL= patrimônio líquido; e

VM= valor de mercado.

Rajan e Zingales (1995) também utilizam o *market-to-book ratio* em sua pesquisa sobre determinantes de estrutura de capital. Espera-se relação negativa entre as oportunidades de crescimento e o grau de endividamento, com base na literatura existente. Essa relação negativa se fundamenta nos custos de dificuldades financeiras e na teoria de agência. Empresas com maiores oportunidades de crescimento teriam maior propensão ao risco e, portanto, menor capacidade de endividamento.

Risco ou volatilidade (X4) foi calculado como o desvio padrão do LAJIR no período da pesquisa. Essa medida encontra suporte em Titman e Wessels (1988) e Perobelli e Famá (2002). Também com base nos custos de dificuldades financeiras, se espera uma relação negativa entre volatilidade e endividamento. O risco pode comprometer a capacidade de captar recursos.

A rentabilidade (X5) foi medida como a razão entre o lucro operacional antes das despesas financeiras e imposto – LAJIR sobre o ativo operacional, ou seja, o ativo total menos disponibilidades e aplicações financeiras. Jorge e Armada (2001), Gomes e Leal (2001) e Perobelli e Fama (2002) também usaram essa medida para rentabilidade, entretanto, sem excluir as aplicações financeiras do total do ativo, ajuste que é adotado nesta pesquisa. Na

base de dados semestrais foi utilizado o LAJIR do ano correspondente dividido pelo ativo total menos as disponibilidades e aplicações financeiras no encerramento do semestre. Com relação à rentabilidade, espera-se encontrar relação negativa com endividamento, significando que empresas mais lucrativas usam mais recursos do autofinanciamento e menos recursos de terceiros. Essa expectativa baseia-se na teoria *pecking order*.

A variável dependente é o grau de endividamento, calculado de duas formas: endividamento oneroso líquido sobre ativo operacional (Y1) e endividamento total sobre ativo total (Y2).

Para o cálculo de Y1 considerou-se o endividamento líquido das aplicações financeiras e das disponibilidades, isto é, referem-se à medida da dívida onerosa de curto e longo prazos, incluindo debêntures e os descontos de duplicatas e saques que são registrados como contas redutoras do ativo, menos as disponibilidades e aplicações financeiras. É calculada a relação desse valor com o total do ativo operacional, ou seja, ativo também excluído das disponibilidades e das aplicações financeiras, conforme a equação 2. Como as contas redutoras do ativo foram consideradas como dívida onerosa, esses valores voltaram a ser somados para cálculo do ativo total.

$$Y_1 = \frac{[(\text{financ. curto} + \text{longo}) + (\text{debênt. curto} + \text{longo}) + \text{descontos} - \text{aplic. financeiras}]}{\text{Total do ativo} + \text{descontos} - \text{aplicações financeiras}} \quad (\text{Eq.2})$$

A variável dependente Y2 refere-se à participação do capital de terceiros no financiamento do total do ativo, conforme a equação 3.

$$Y_2 = \frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não Circulante}}{\text{Ativo Total}} \quad (\text{Eq.3})$$

As variáveis independentes foram calculadas com dados de semestres anteriores ao das variáveis dependentes, para evitar a endogeneidade da relação entre as características da empresa e o seu perfil do endividamento. Dessa forma, as variáveis independentes, do passado, influenciam o perfil do endividamento, mas não podem ser influenciadas por ele, pelo efeito temporal. Titman e Wessels (1988) também utilizam dados do passado.

O item a seguir apresenta os resultados obtidos.

4.4.2 Resultados

A pesquisa iniciou-se com a verificação da existência ou não de relação linear entre as variáveis. Buscou-se a identificação do coeficiente de correlação entre as variáveis independentes (X's) e entre as independentes e cada uma das variáveis dependentes (Y's) consideradas.

A Tabela 23 apresenta os resultados das estatísticas descritivas do modelo. Há 50 observações na amostra de empresas do setor de construção civil e 1.521 observações na amostra ampla, para o período de junho de 2002 a dezembro de 2006. As variáveis dependentes Y1 e Y2 são calculadas conforme equações 2 e 3, respectivamente. As variáveis independentes consideradas são: grau de tangibilidade (X1), porte da empresa (X2), oportunidades de crescimento (X3), risco ou volatilidade do resultado (X4) e rentabilidade sobre ativo (X5).

Tabela 23: Estatísticas descritivas para as variáveis utilizadas no modelo

Amostra de empresas do setor de construção civil	Y1	Y2	X1	X2	X3	X4	X5
Média	0,0540	0,5788	0,3113	12,0168	1,2685	0,0487	0,0575
Mediana	0,1014	0,5832	0,2916	12,0414	1,0000	0,0516	0,0564
Desvio Padrão	0,2249	0,1795	0,1194	0,8272	0,6335	0,0315	0,0434
Máximo	0,4490	0,8855	0,5429	13,9259	3,2049	0,0996	0,1492
Mínimo	-0,7582	0,2756	0,1142	10,0266	0,6090	0,0000	-0,0247
Amostra ampla de empresas	Y1	Y2	X1	X2	X3	X4	X5
Média	0,1482	0,5467	0,5671	13,5029	1,0850	0,0714	0,1167
Mediana	0,1711	0,5563	0,5896	13,6802	1,0000	0,0485	0,1072
Desvio Padrão	0,2582	0,1940	0,1759	1,8749	0,4466	0,0840	0,1088
Máximo	0,8689	1,1129	0,9986	18,8796	5,6455	0,6399	0,7686
Mínimo	-2,0196	0,0111	0,0287	6,2422	0,0677	0,0049	-0,4645

A matriz de correlação apresentada na tabela 24 indica a inexistência de correlações importantes entre as variáveis independentes.

Tabela 24: Matriz de correlação entre as variáveis independentes do modelo

Amostra de empresas do setor de construção civil	Porte	Oportunidades de Crescimento	Risco	Rentabilidade sobre o Ativo
Tangibilidade	-0,2085	0,0137	-0,1832	0,0832
Porte		0,6007	0,0420	0,4693
Oportunidades			-0,0992	0,4091
Risco				-0,4668
Amostra ampla de empresas	Porte	Oportunidades de Crescimento	Risco	Rentabilidade sobre o Ativo
Tangibilidade	0,1045	-0,0299	0,0258	0,0324
Porte		0,3053	-0,3206	0,3471
Oportunidades			-0,1699	0,4138
Risco				-0,2550

Pindyck e Rubinfeld (2004, p. 107-108) explicam que “uma das pressuposições do modelo de regressão múltipla é que não existe uma relação linear exata entre quaisquer variáveis explanatórias no modelo. (...) A multicolinearidade surge quando duas ou mais variáveis (ou combinações de variáveis) são altamente (mas não perfeitamente) correlacionadas entre si.”

Montgomery e Runger ([200-?]: p. 554-555) explicam que a ocorrência de multicolinearidade pode causar efeitos na aplicabilidade geral do modelo de regressão e propõem uma medida para estimativa do grau de multicolinearidade, que denominam VIF – *variance inflation factor*. Este fator é importante para se avaliar a extensão da multicolinearidade presente nos dados de entrada. Quanto maior for este fator, mais severa é a multicolinearidade presente. Segundo Montgomery e Runger ([200-?]: p. 555) considera-se que a multicolinearidade pode ser um problema quando VIF supera o índice 10.

A Tabela 25 apresenta a análise de multicolinearidade entre as variáveis independentes pesquisadas e não se observou a presença de multicolinearidade entre as variáveis independentes analisadas.

Tabela 25: Análise de multicolinearidade entre as variáveis independentes.

Variável analisada	Variáveis comparadas	VIF
X1 = tangibilidade dos ativos	X ₂ , X ₃ , X ₄ , X ₅	1.1900
X2 = tamanho da empresa	X ₁ , X ₃ , X ₄ , X ₅	0.5300
X3 = oportunidades de crescimento	X ₁ , X ₂ , X ₄ , X ₅	1.3400
X4 = risco	X ₁ , X ₂ , X ₃ , X ₅	1.0800
X5 = retorno sobre os ativos	X ₁ , X ₂ , X ₃ , X ₄	1.2300

A Tabela 26 apresenta os coeficientes de correlação encontrados para as variáveis dependentes e independentes e a estatística da distribuição “t” associada entre parênteses. O valor crítico desta estatística para o grau de confiança de 99%, ou seja, $\alpha = 0,01$ é 2,576 para 1.521 observações e 2,750 para 39 observações. Se a estatística “t” associada é superior a esse valor crítico, a hipótese nula, ou seja, de não haver correlação pode ser rejeitada.

Tabela 26: Resultados das análises de correlações para Y1 e Y2

	Y1		Y2	
	Amostra de empresas de construção civil	Amostra ampla de empresas	Amostra de empresas de construção civil	Amostra ampla de empresas
X1 = tangibilidade dos ativos	0,2589 (-1,6305)	0,3956 (16,7900*)	0,4262 (-2,8656*)	0,0499 (-1,9459)
X2 = tamanho da empresa	0,0900 (-0,5498)	0,2119 (8,4490*)	0,1504 (-0,9255)	0,2069 (8,2423*)
X3 = oportunidades de crescimento	0,1836 (-1,1361)	0,0449 (1,7526)	0,4186 (-2,8041*)	0,1203 (4,7212*)
X4 = risco	0,0082 (-0,0501)	0,0876 (-3,4288*)	0,1364 (-0,8373)	0,1105 (-4,3337*)
X5 = retorno sobre os ativos	0,1696 (-1,0467)	0,0223 (-0,8700)	0,1767 (-1,0918)	0,0673 (-2,6299*)

* significância estatística no nível de 1%.

Os valores encontrados apontam para baixas correlações. Entretanto, para a amostra ampla, as relações entre o endividamento oneroso líquido (Y1) e tangibilidade (X1) e tamanho (X2) e entre endividamento total (Y2) e tamanho (X2) são um pouco mais expressivos e têm a estatística da distribuição “t” significativa ao nível de 0,01. Para a amostra de empresas do

setor de construção civil, podem ser identificadas correlações entre o endividamento total (Y2) e as variáveis tangibilidade (X1) e oportunidades de crescimento (X3).

A Tabela 27 apresenta os coeficientes da regressão univariada. Os valores sugerem que o modelo tem baixa capacidade de previsão, mas, para a amostra ampla de empresas, os valores da estatística “t” e P-valor sugerem que a variável X1 – grau de tangibilidade dos ativos tem alguma influência sobre o grau de endividamento oneroso líquido (Y1). O coeficiente da variável X1 indica que, conforme observado em estudos anteriores, existe relação positiva entre a tangibilidade do ativo e o endividamento. Quando relacionadas à variável dependente Y2, o modelo apresenta fraco poder explicativo dado pelo coeficiente $R^2_{ajustado}$.

Tabela 27: Coeficientes da regressão univariada para Y1 e Y2

	Amostra ampla de empresas	X1	X2	X3	X4	X5
Y1	Coeficiente da Interseção	-0,1811	-0,2458	0,1200	0,1674	0,1544
	Coeficiente da Variável	0,5806	0,0292	0,0260	-0,2694	-0,0529
	R ² ajustado	0,1560	0,0443	0,0014	0,0070	0,0002
	F	281,9057*	71,3859*	3,0715	11,7570*	0,7568
	P-valor	0,0000	0,0000	0,0799	0,0006	0,3845
Y2	Coeficiente da Interseção	0,5779	0,2575	0,4900	0,5649	0,5607
	Coeficiente da Variável	-0,0550	0,0214	0,0523	-0,2552	-0,1200
	R ² ajustado	0,0018	0,0422	0,0138	0,0116	0,0039
	F	3,7864	67,9363*	22,2896*	18,7807*	6,9162*
	P-valor	0,0519	0,0000	0,0000	0,0000	0,0086
	Amostra de empresas de construção civil	X1	X2	X3	X4	X5
Y1	Coeficiente da Interseção	0,2063	0,3619	0,1394	0,0573	0,1051
	Coeficiente da Variável	-0,5116	-0,0258	-0,0744	-0,0606	-0,9607
	R ² ajustado	0,0418	-0,0187	0,0076	-0,0270	0,0025
	F	2,6587	0,3023	1,2907	0,0025	1,0955
	P-valor	0,1115	0,5858	0,2632	0,9603	0,3020
Y2	Coeficiente da Interseção	0,7788	0,9893	0,7342	0,6215	0,6212
	Coeficiente da Variável	-0,6720	-0,0344	-0,1354	-0,8000	-0,7987
	R ² ajustado	0,1595	-0,0038	0,1530	-0,0079	0,0050
	F	8,2116*	0,8565	7,8628*	0,7011	1,1920
	P-valor	0,0068	0,3607	0,0080	0,4078	0,2820

* significância estatística no nível de 1%.

A Tabela 27 apresenta ainda, que para a amostra de empresas do setor de construção civil, os valores encontrados sugerem que as variáveis X1 – tangibilidade dos ativos e X3 – oportunidades de crescimento podem ter influência sobre o endividamento total (Y2). Foi observada relação negativa entre essas duas variáveis e endividamento total. A relação negativa entre tangibilidade e endividamento é contrária à literatura e estudos anteriores. Já a

relação negativa observada entre as oportunidades de crescimento e endividamento está de acordo com o esperado. As demais relações apresentam fraco poder explicativo.

Para melhor avaliação dos dados, foi desenvolvida a análise de regressão multivariada, que consiste em estimar o quanto uma variável Y é influenciada por duas ou mais variáveis independentes X 's. A equação 4 representa o modelo de regressão linear multivariada utilizado para cada empresa das amostras, a partir das variáveis já definidas anteriormente.

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 Tang_{t-1} + \beta_2 Porte_{t-1} + \beta_3 OC_{t-1} + \beta_4 Risco_{t-1} + \beta_5 ROA_{t-1} + \varepsilon_t \quad (\text{Eq.4})$$

Onde :

Y_t = variável dependente do t-ésimo tempo;

Tang = tangibilidade dos ativos;

Porte = tamanho da empresa;

OC = oportunidades de crescimento;

Risco = volatilidade;

ROA = rentabilidade;

β_0 = parâmetro do modelo;

β_1 = coeficiente angular associado à variável tangibilidade;

β_2 = coeficiente angular associado à variável tamanho da empresa;

β_3 = coeficiente angular associado à variável oportunidades de crescimento;

β_4 = coeficiente angular associado à variável volatilidade;

β_5 = coeficiente angular associado à variável rentabilidade;

ε = erro estatístico.

Para a amostra de empresas do setor de construção civil, nenhuma variável foi significativa para a determinação de $Y1$ – endividamento oneroso líquido. Quando o modelo é aplicado em relação a $Y2$, as variáveis tangibilidade ($X1$) e oportunidades de crescimento ($X3$) parecem ter alguma influência sobre o endividamento total. Foi observada relação negativa entre endividamento ($Y2$) e tangibilidade ($X1$) e oportunidades de crescimento ($X3$). A primeira relação contraria a literatura e testes anteriores que apontam relação positiva entre tangibilidade e endividamento. A relação negativa entre oportunidades de crescimento e

endividamento está de acordo com a literatura. Não foi necessário estimar por efeitos específicos, dada a grande homogeneidade entre as empresas da amostra.

Ao contrário da amostra de empresas do setor de construção civil, para a amostra ampla foram observados melhores resultados quando relacionados à variável dependente Y1 – endividamento oneroso líquido. Quando o modelo é aplicado à variável dependente de endividamento total (Y2) o R^2 indica fraco poder explicativo.

Quando o modelo é aplicado a essa amostra ampla, observa-se relação positiva entre tangibilidade (X1) e endividamento (Y1) e relação negativa entre oportunidades de crescimento (X3) e rentabilidade (X5) e endividamento (Y1). Todos os resultados obtidos para a amostra ampla estão de acordo com a literatura e estudos anteriores. Dada a grande heterogeneidade entre as empresas da amostra, os modelos foram estimados por efeitos fixos.

A Tabela 28 apresenta os resultados obtidos na análise de regressão multivariada para os modelos de melhor poder explicativo, ou seja, a relação das variáveis independentes com a variável que mede o endividamento total para a amostra de empresas do setor de construção civil, e a relação das variáveis independentes com a variável que mede endividamento oneroso líquido para a amostra ampla de empresas. A estatística t está apresentada entre parênteses, seguindo os coeficientes encontrados para as variáveis.

Tabela 28: Resultados da análise de regressão multivariada.

	Amostra de empresas do setor de construção civil	Amostra Ampla de Empresas
	Y2	Y1
Coefficiente da Interseção	0,9013 (11,21)*	0,0187 (0,61)
X1: Tangibilidade	-0,6109 (-2,20)	0,3428 (7,35)*
X3: Oportunidades de Crescimento	-0,1225 (-5,34)*	-0,0334 (-3,02)*
X5: Rentabilidade		-0,2909 (-5,77)*
R ²	0,3238	0,1130
F	22,97*	24,53*
P-valor	0,0000	0,0000
Número de Observações	39	1.521

* significância estatística no nível de 1%.

Na pesquisa realizada, a estatística F e o respectivo P-valor indicam que os coeficientes são significantes. Os resultados reforçam que existem as relações entre as variáveis, embora o modelo não seja adequado para previsão porque o R² indica baixo poder de explicar as variações presentes no fenômeno.

A comparação entre os resultados obtidos para as duas amostras inicia-se pela observação de suas características intrínsecas: a homogeneidade da amostra de empresas do setor de construção civil e a heterogeneidade de dados da amostra ampla. A primeira amostra é composta por empresas que emitiram ações no período de 2005 a março de 2007 e a segunda amostra contempla as empresas emissoras e não emissoras de ações no período. Além disso, há falta de dados temporais para a amostra setorial, a qual não contém o mesmo número de observações para cada empresa, enquanto que, para a coleta de dados da amostra ampla, foram eliminadas as empresas que não tivessem dados para todos os períodos da pesquisa, resultando em uma amostra em que há o mesmo número de observações para cada empresa.

As amostras apresentaram resultados diferentes para cada medida de endividamento, isto é, para as variáveis dependentes selecionadas.

O modelo aplicado às empresas de construção civil não apresentou resultados significativos em relação ao endividamento oneroso líquido – Y1, os melhores resultados foram observados em relação ao endividamento total – Y2. Uma possível explicação para esse resultado é que o endividamento oneroso líquido do setor foi fortemente influenciado, no período, pelos recursos das emissões de ações que permaneceram aplicados, e menos influenciado pelas demais características pesquisadas.

Ainda para a amostra de empresa de construção civil, quando o modelo é aplicado em relação ao endividamento total – Y2, sem considerar aplicações financeiras, foi observada relação negativa entre as oportunidades de crescimento e o endividamento, conforme esperado, e relação também negativa entre tangibilidade e endividamento, ao contrário do esperado. Uma possível explicação para a influência negativa da tangibilidade sobre o endividamento guarda relação com a especificidade do setor. As empresas de construção civil praticamente não possuem ativos permanentes e a tangibilidade foi medida em função dos estoques, que são constituídos por terrenos e imóveis a venda. Quando os ativos tangíveis podem ser dados em garantia, facilitariam o endividamento, gerando a relação positiva entre as variáveis. Por outro lado, nas empresas de construção civil os ativos considerados tangíveis – os estoques – são destinados à comercialização. Além disso, a maior parte desses estoques foi constituída a partir das emissões de ações e, portanto, o crescimento da tangibilidade do setor foi decorrência da redução do grau de endividamento total.

Quando o modelo é aplicado à amostra ampla, os melhores resultados foram observados com relação ao endividamento oneroso líquido Y1, e indicam relação positiva entre tangibilidade e endividamento e relação negativa entre as oportunidades de crescimento e rentabilidade, conforme o esperado, com base na literatura sobre o tema.

A variável rentabilidade mostrou-se significativa na determinação do endividamento para a amostra ampla de empresas, e não apresentou resultados significativos para o setor de construção civil. Esse resultado pode, também, ser decorrente da especificidade do setor. Como o ciclo de produção é muito longo, o lucro dessas empresas, medido pelo regime de competência, não representa uma boa medida de geração de caixa ou de retenção de lucros para substituir a necessidade de financiamento. Mesmo que a venda tenha sido realizada à vista, as receitas não serão reconhecidas se a unidade ainda estiver em construção. Devido ao

longo ciclo, a receita somente será reconhecida no prazo da obra, na proporção dos custos incorridos. Os estudos que indicam que o endividamento guarda uma relação negativa com a rentabilidade baseiam-se na teoria do *pecking order*, ou seja, a partir da hierarquia de preferência por fontes de financiamento, empresas historicamente mais lucrativas teriam maior fonte de recursos internos para seus projetos, e menor necessidade de endividamento ou emissão de ações. Não é o caso das empresas de construção civil, onde a rentabilidade não reflete o momento da geração de caixa.

Deve ser destacado, entretanto, que o número de empresas analisadas é pequeno, assim como o prazo de pesquisa é exíguo, para que se possam obter resultados de profundidade para a amostra setorial.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A estrutura de capital de uma empresa, ou a proporção entre o uso de capital próprio e de terceiros, é resultante de uma série de fatores internos e externos. Há vasta área de pesquisas em Finanças que se dedica à identificação desses fatores e aferição de sua influência para a decisão de financiamento. Aprofundando a análise, essa decisão de financiamento não envolve apenas a identificação da proporção ideal entre capital próprio e de terceiros, mas também os tipos de passivos que a empresa mantém no curto e no longo prazos.

O objetivo principal desta tese foi estudar a estrutura de financiamento das empresas brasileiras de capital aberto do setor de construção civil do segmento de incorporação de empreendimentos imobiliários e compreender o contexto das decisões de financiamento por emissão de ações, tomando por base algumas variáveis previamente consideradas na literatura e suportadas pela Teoria de Finanças. A tese buscava, portanto, elementos explicativos para a decisão de financiamento de um determinado setor e analisá-lo em relação ao conjunto de empresas abertas não financeiras e à luz dos estudos anteriores a respeito de determinantes da estrutura de financiamento. Secundariamente, foi desenvolvida uma análise do perfil de financiamento das demais empresas brasileiras não financeiras de capital aberto, com a finalidade de comparar aos resultados encontrados para o setor.

Além da forte presença nas operações recentes de emissões de ações, a escolha do setor de construção civil como foco de análise deveu-se a algumas de suas particularidades: são empresas com baixa proporção de ativos tangíveis em sua estrutura, com longo ciclo de produção e elevada necessidade de recursos para financiamento a clientes. As empresas de construção civil têm uma necessidade de recursos para investimentos em capital de giro diferenciada de outros setores da economia, principalmente para a compra de terrenos.

5.1 Conclusões

A análise econômico-financeira das empresas do setor de construção civil que emitiram ações nos últimos três anos indicou redução do endividamento e aumento da liquidez, impulsionada pelos recursos captados, os quais foram prioritariamente destinados ao fortalecimento do banco de terrenos e às aplicações financeiras.

No período analisado, o movimento de captação de recursos não foi acompanhado por empréstimos e financiamentos bancários, levando à redução das dívidas com terceiros. O mercado imobiliário se tornou menos dependente de financiamento bancário. Por outro lado, as instituições financeiras ampliaram a oferta de linhas para crédito imobiliário. Assim, as construtoras estariam transferindo ao setor bancário parte do financiamento ao comprador final.

Os resultados da análise dos determinantes do endividamento, a partir da aplicação de modelo de regressão em painel para amostra de empresas de construção civil e para amostra ampla de empresas no período de junho de 2002 a dezembro de 2006, indicaram importantes diferenças, permitindo concluir que a especificidade do setor influencia a decisão de financiamento.

Para amostra de empresas de construção civil, foi observada relação negativa entre endividamento total e as variáveis independentes tangibilidade e oportunidades de crescimento. A primeira relação contraria a literatura e testes anteriores, mas ocorre porque, para o cálculo da tangibilidade foram considerados estoques, itens de elevado valor relativo na estrutura de ativo dessas empresas, aumentando a variável tangibilidade. A relação negativa entre oportunidades de crescimento e endividamento está de acordo com a literatura.

Ao contrário da amostra de empresas do setor de construção civil, para a amostra ampla foram observados melhores resultados quando relacionados à variável dependente calculada sobre o endividamento oneroso líquido. Uma possível explicação para esse resultado é que o endividamento oneroso líquido do setor foi fortemente influenciado, no período, pelos recursos das emissões de ações e menos influenciado pelas demais características pesquisadas, prejudicando a análise de outros fatores determinantes.

Para a amostra ampla, foi observada relação positiva entre tangibilidade e endividamento oneroso líquido e relação negativa entre as variáveis independentes oportunidades de crescimento e rentabilidade e endividamento. Todos os resultados obtidos para a amostra ampla estão de acordo com a literatura e estudos anteriores.

Os cinco fatores determinantes selecionados para a comparação foram: 1) tangibilidade de ativos; 2) porte da empresa; 3) oportunidades de crescimento; 4) volatilidade do resultado

operacional e 5) rentabilidade. Embora a pesquisa estatística aplicada à amostra setorial tenha apresentado resultados significativos apenas para as variáveis tangibilidade e oportunidades de crescimento, a análise econômico-financeira das empresas de construção civil permite concluir que o setor reúne características que, de acordo com a Teoria de Finanças, explicam a tendência ao baixo endividamento e a opção pela emissão de ações:

1) Com relação à tangibilidade de ativos, as empresas possuem baixa relação de ativo permanente em relação ao total do ativo e a literatura indica que empresas com essas características possuem baixa propensão ao endividamento por não poder oferecer bens em garantia;

2) O porte das empresas, medido pelo volume de receita líquida é menor em relação à média do mercado. Essa evidência também está de acordo com a literatura a respeito dos fatores determinantes da estrutura de financiamento das empresas, ou seja, existe relação positiva entre o porte da empresa e o endividamento;

3) Com relação às oportunidades de crescimento, os estudos sobre os custos de insolvência indicam que o endividamento é inversamente proporcional a essas oportunidades, isto é, empresas com crescimento acelerado procuram se financiar com ações e não aumentar o endividamento. Portanto, sob o ponto de vista das empresas de construção civil, a preferência pela emissão de ações pode ser explicada;

4) As pesquisas que buscam a relação entre o endividamento e a volatilidade do resultado da empresa indicam que essa relação tende a ser negativa, ou seja, os graus de endividamento tendem a ser baixos em empresas com alta volatilidade por indicar maior probabilidade de insolvência. A volatilidade do resultado do setor de construção civil é percebida pelo mercado pela dificuldade de estimar os valores e margens dos lançamentos imobiliários;

5) Os estudos, baseados na teoria do *pecking order* de Myers (1984), indicam que o endividamento guarda uma relação negativa com a rentabilidade, ou seja, empresas historicamente mais lucrativas teriam maior fonte de recursos internos para seus projetos, e menor necessidade de endividamento ou emissão de ações. Apesar das empresas do setor de construção civil, em geral, apresentarem bons indicadores de rentabilidade, a busca por recursos no mercado acionário contraria a teoria do *pecking order*. Ocorre que nas

construtoras, a rentabilidade não reflete o momento de geração de caixa. Portanto, apesar de rentáveis, as características próprias da operação e os prazos mais longos da necessidade de financiamentos levam à busca por recursos adicionais. Assim, a especificidade do setor de construção civil também poderia explicar o fato da variável rentabilidade não ter se mostrado significativa na análise dos fatores determinantes de endividamento para essa amostra de empresas.

Outros fatores explicam o interesse ou a preferência das empresas pela emissão de ações, ao invés da contratação de financiamentos. A Teoria de Finanças reconhece que as empresas já estabelecidas e maduras conseguem colocar títulos da dívida no mercado a taxas compatíveis com o retorno produzido e assim remunerar melhor os acionistas através do endividamento, portanto, conseguem o efeito do benefício da dívida através da alavancagem financeira. Em oposição, no caso de empresas com curto histórico de desempenho, com baixa rentabilidade, elevado potencial de crescimento, com elevado volume de ativos intangíveis, ou ainda aquelas que comercializam produtos especializados, a alternativa de emissão de ações oferece vantagens em relação aos custos da emissão de dívida. As empresas do setor de construção civil reúnem várias dessas características.

Um fator que poderia pesar desfavoravelmente na decisão de emissão de ações é a assimetria de informações. No setor de construção civil há grande assimetria de informações com relação aos projetos de incorporação e, neste caso, a ocorrência de emissões secundárias em paralelo sinalizaria que as ações não estariam sub-avaliadas. Para o investidor, a emissão secundária que acompanhou a maior parte das emissões, traz um sinal desfavorável. Em função da assimetria de informações, o acionista que participa na administração teria dados internos, da gestão das empresas e, se está vendendo, é porque não contaria com projetos rentáveis para o futuro. Quando o investidor externo tem informações insuficientes para avaliar, exige um prêmio pelo risco. Ainda de acordo com a teoria da assimetria de informações, a empresa com boas perspectivas de projetos futuros evitaria emitir ações sub-avaliadas, preferindo usar recursos da geração interna e dívida. O setor de construção civil, entretanto, aproveitou uma janela de oportunidade no mercado acionário brasileiro, que combina o crescimento da importância do mercado de ações, a valorização dos títulos, a entrada de investidores externos, a redução da taxa de juros, as regras do Novo Mercado da Bovespa e incentivos setoriais, com expansão do crédito imobiliário.

Para aprofundar a análise de financiamento do setor, foi também pesquisada a composição do endividamento das empresas em uma determinada data – 31/12/2006. Foram consideradas 278 empresas abertas não financeiras. O setor de construção civil apresentava endividamento inferior à média das demais empresas, inclusive com registro de aplicações financeiras superiores à dívida onerosa. Na média, a amostra ampla de empresas apresentava baixo endividamento oneroso, de 22,6% do ativo, e, se descontadas as aplicações financeiras, reduziria para 3,7% do ativo, em média. Na mesma data, o setor de construção civil apresentava endividamento oneroso médio de 14,4% do ativo e, as aplicações financeiras superavam esse valor em 4,2% do ativo.

A análise dos tipos de dívida também permitiu identificar que o setor utilizava-se prioritariamente de financiamentos em moeda nacional, aí incluídas as linhas do crédito imobiliário do SFH, com baixa utilização de recursos internacionais e BNDES. O uso de debêntures como forma de financiamento também era inferior à média de mercado. O endividamento (de 22,6% do ativo em média para a amostra ampla; e de 14,4% para construção civil) estava distribuído: em empréstimos e financiamentos em moeda nacional (9,3%; 10,6%), empréstimos e financiamentos em moeda estrangeira (6,2%; 1,2%), debêntures ou notas promissórias (3,0%; 1,7%), BNDES (3,3%; 0,9%) e emissão de títulos no exterior (0,8%; 0%).

Além da análise setorial, o detalhamento da dívida em 31/12/2006, para a amostra ampla de empresas, foi desdobrado em outros dois diferentes critérios: controle acionário nacional ou estrangeiro e porte; também com o objetivo de identificar possíveis variações.

Com relação ao controle acionário, não foram observadas diferenças expressivas no perfil de financiamento. Os dados indicam que prevalecia o endividamento em moeda nacional, seguido do uso de linhas externas e recursos do BNDES. As empresas de controle acionário estrangeiro, entretanto, apresentavam um menor uso de empréstimos em moeda nacional de curto prazo, 2,4% do ativo, do que as empresas de controle acionário nacional, 4,7% do ativo. A dívida líquida, entretanto, era maior entre as empresas estrangeiras – cerca de 7% do ativo – contra 3,2% do ativo, apresentado pelas empresas de controle nacional.

Com relação ao porte, os resultados da pesquisa indicaram que as empresas de maior porte apresentavam maior endividamento oneroso: 29,4% dos ativos, em média, contra 22,6% do

total de empresas; e essa diferença estava concentrada no longo prazo, podendo indicar que as empresas de maior porte tinham mais acesso às linhas de financiamento de longo prazo. As empresas de maior porte também apresentavam maior endividamento após a exclusão das aplicações financeiras – cerca de 17%, contra 3,7% da média de todas as empresas pesquisadas. Por outro lado, as empresas de menor porte tinham maior participação relativa do patrimônio líquido em relação ao ativo, cerca de 53%, contra 41,1% das empresas de maior porte. As empresas de menor porte também registravam um menor uso de financiamentos de longo prazo. No total, a dívida onerosa das empresas de menor porte atingia 14,9% do ativo, contra 29,4% das empresas de maior porte. Esses resultados encontram suporte em estudos anteriores sobre os determinantes de endividamento das empresas que indicam que o endividamento é diretamente proporcional ao tamanho da empresa. Os resultados também evidenciam a busca por liquidez por parte das empresas de menor porte, já que as aplicações financeiras superavam a dívida onerosa em 10,6% do ativo, o que não acontecia com as empresas de maior porte, que apresentavam dívida onerosa líquida de 17,4% na data da pesquisa.

5.2 Limitações da Pesquisa

Algumas limitações devem ser destacadas entre as considerações finais desta tese.

O número de empresas analisadas é pequeno, assim como o prazo de pesquisa dos dados em painel, de nove semestres, é exíguo, para que se possam obter resultados de profundidade ou para que se façam observações que indiquem tendências para o setor da construção civil. O período analisado é caracterizado por estabilidade econômica, menores índices inflacionários e tendência de redução de taxa de juros reais.

Os fatores analisados nesta tese explicam parcialmente a decisão de financiamento. Outros fatores, inclusive comportamentais, podem influenciar essa decisão.

Os resultados observados em relação ao perfil de financiamento referem-se a uma única data - 31/12/2006. Houve a preocupação de considerar uma data específica para observar a amostra de empresas para as mesmas condições de mercado e cenário. Entretanto, a leitura em apenas

um momento, limita o entendimento a respeito da estabilidade ou volatilidade desse perfil de dívida das empresas.

Finalmente, dentre as limitações da pesquisa, deve ser destacado o fato de que a principal fonte de dados foi informação contábil, e que a seleção da amostra é restrita às empresas de capital aberto, e pode não representar as características do mercado brasileiro. Essa amostra não inclui importantes empresas que não possuem ações negociadas em bolsa e as empresas de menor porte, dada a dificuldade na obtenção de dados contábeis. A inclusão dessas empresas em muito enriqueceria uma pesquisa como a proposta nesta tese.

5.3 Sugestões para futuros trabalhos

O detalhamento do perfil de endividamento das empresas permitiu observar características importantes das empresas, porém apenas para uma data foi considerada no estudo, para preservar características de mercado. Uma possível continuidade para o trabalho seria a observação desse detalhamento de dívida em outras datas ou períodos, para verificar a evolução ao longo do tempo e sob diferentes condições de mercado.

Há muitos trabalhos em Finanças que buscam identificar fatores determinantes da estrutura de financiamento, mas há um vasto campo de pesquisa para o tratamento setorial desses dados. Inúmeras variáveis, inclusive comportamentais, podem ser agregadas aos modelos para enriquecer o conhecimento nessa área.

REFERÊNCIAS

ANBID - Associação Nacional dos Bancos de Investimentos, **Boletim Mercado de Capitais**. Ano I, Edição n.8, Dez/2006. Disponível em: <www.anbid.com.br>. Acesso em: 25/01/07.

ANTONIO, Paulo Joaquim. **Manual de contabilidade e tributos de construtoras e imobiliárias**. São Paulo: Atlas, 2003.

ARAGÃO, Iracema Machado de. **Contribuições à análise de risco de crédito de empresas construtoras e/ou incorporadoras de empreendimentos imobiliários**. São Paulo, 1998. Dissertação de Mestrado. Programa de Pós-Graduação, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2007a.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007b.

BACEN. Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bacen.gov.br>>. Acessos em 28/05/07 e 19/11/07.

BACEN. Banco Central do Brasil: **Resolução n. 1.980, de 30/04/93**. Aprova regulamento que disciplina o direcionamento dos recursos captados pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) e as operações de financiamento efetuadas no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH).

BACEN. Banco Central do Brasil. **Resolução n. 2.122, de 30/11/94**.

BACEN: Banco Central do Brasil. **Resolução n. 2.130, de 21/12/94**. Altera dispositivos dos regulamentos anexos às Resoluções ns. 1.922, de 30/04/92, e 1.980, de 30/04/93, extinguindo a Unidade Padrão de Financiamento (UPF).

BACEN: Banco Central do Brasil. **Resolução n. 2.173, de 30/06/95**. Autoriza as entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) a acolherem depósitos de poupança na modalidade vinculada, na forma que disciplina.

BACEN. Banco Central do Brasil: **Resolução n. 2.907, de 29/11/01**. Cria os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC.

BACEN. Banco Central do Brasil: **Resolução n. 3259, de 28/01/05**. Altera o direcionamento de recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE).

BACEN. Banco Central do Brasil: **Resolução n. 3.280, de 29/04/05**. Altera o direcionamento de recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE).

BACEN. Banco Central do Brasil: **Resolução n. 3.304, de 29/07/05**. Altera o direcionamento de recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE).

Banco Central do Brasil: **Resolução n. 3.410, de 27/09/06**. Altera o art. 16 do Regulamento anexo à Resolução 3.347, de 2006, que dispõe sobre o direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE).

BAH, Rahim; DUMONTIER, Pascal. *R&D intensity and corporate financial policy: some international evidence*. **Journal of Business Finance & Accounting**, [S.l.] v. 28, n. 5-6, p. 671-692, 06-07/2001.

BALAKRISHNAN, Srinivasan; FOX, Isaac. *Asset Specificity, firm heterogeneity and capital structure*. **Strategic Management Journal**. [S.l.] v. 14, p. 3-16. 01/1993.

BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. **Valor da empresa e estrutura de capital: estudo em condições de assimetria informal e conflitos de interesse no mercado brasileiro**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2005.

BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; SILVEIRA, Héber Pessoa da. Excesso de confiança, otimismo gerencial e os determinantes da estrutura de capital. *In*: 6º. Encontro Brasileiro de Finanças – SBFin, 2006, Vitória. **Anais...** Vitória: SBFin, 2006.

BAXTER, Nevins D. *Leverage, risk of ruin and the cost of capital*. **Journal of Finance**, [S.l.] v.22. p. 395-403. 09/1967.

BECK, Thorsten. *Impediments to the development and efficiency of financial intermediation in Brazil*. **World Bank Policy Research Working Paper 2382**, 06/2000.

BOOTH, Laurence; AIVAZIAN, Varouj; DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli; MAKSIMOVIC, Vojislav. *Capital structure in developing countries*. **The Journal of Finance**. [S.l.] v. 56, n. 1, p. 87-130, 2001.

BOTELHO, Delane; ZOUAIN, Deborah Moraes (Org.). **Pesquisa quantitativa em administração**. São Paulo: Atlas, 2006.

BOVESPA. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 23/02/07.

BRADLEY, Michael; JARRELL, Gregg A.; KIM, Han E. *On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence*. **The Journal of Finance**, [S.l.] v. 39, n. 3, p. 857-878, 07/1984.

BRASCAN RESIDENTIAL PROPERTIES S.A. Disponível em: <<http://www.brascanimobiliaria.com.br/ri/>> , e <<http://www.brascanresidential.com.br>>. Acesso em: 03/06/07.

BRASIL. **Lei 4.591, de 16/12/64**. Dispõe sobre o condomínio em edificações e as incorporações imobiliárias.

BRASIL. **Lei 6.404, de 15/12/76** – Lei das Sociedades por Ações.

BRASIL. **Lei 8.668 de 25/06/93**. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário.

BRASIL. **Lei 9.514 de 20/11/97**. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências.

BRASIL. **Lei 10.931, de 02/08/04**. Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário, altera o Decreto-Lei n. 911, de 1º de outubro de 1969, as Leis n. 4.591, de 16 de dezembro de 1964, n. 4.728, de 14 de julho de 1965, e n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002.

BRITO, Ricardo D.; LIMA, Mônica R. A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: o caso do Brasil. **Revista Brasileira de Economia**. Rio de Janeiro, v. 59, n. 2, p. 177-208, 04-06/2005.

BRITO, Giovani Antônio Silva; CORRAR, Luiz João; BATISTELLA, Flávio Donizete. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *In*: 5º. Encontro Brasileiro de Finanças – SBFIn, 2005, São Paulo. **Anais...** São Paulo: SBFIn, 2005.

CAMARGO CORREA DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO. Disponível em: <www.camargocorrea-ccdi.com.br>. Acesso em: 03/06/07.

CFC – Conselho Federal de Contabilidade: **Resolução CFC 963, de 16/05/03**. Aprova a NBC T 10.5 – Entidades Imobiliárias.

CHUNG, Kee H. *Asset characteristics and corporate debt policy: an empirical test*. **Journal of Business Finance & Accounting**. [S.l.] v. 20, p. 83-98, 01/1993.

COMPANY S.A. Disponível em: <<http://www.company.com.br>> . Acesso em: 03/06/07.

CONSTRUTORA ADOLPHO LINDENBERG S.A. Disponível em:
<<http://www.lindenberg.com.br>> . Acesso em: 03/06/07.

COPELAND, Thomas E.; WESTON, J. Fred; SHASTRI, Kuldeep. *Financial theory and corporate policy*. 4th ed. [S.l.] : Addison Wesley Publishing Company, 2005.

CORREA, Carlos Alberto; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; NAKAMURA, Wilson Toshiro. A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: uma análise empírica das teorias de *pecking order* e *trade-off*, usando *panel data*. In: Encontro Anual da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração – ENANPAD, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

COSTA, Magnus Amaral da. **Contabilidade da construção civil e atividade imobiliária**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

COSTA Jr., Atair Ferreira; LEMES Jr., Antônio Barbosa. **Estrutura de capital das empresas integrantes do índice IBX-100 da Bolsa de Valores de São Paulo de 2000 a 2004**. In: Encontro Anual da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração – ENANPAD, 2006, Salvador. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2006.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários: **Instrução n. 205 de 14/01/94**. Regulamentou os FII – Fundos de Investimento Imobiliário.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários: **Instrução n. 206 de 14/01/94**. Regulamentou os FII – Fundos de Investimento Imobiliário.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários: **Instrução 442, de 08/12/06**. Altera as Instruções CVM n. 356 de 17/12/01, e 400, de 29/12/03.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários: **Instrução 443, de 08/12/06**. Altera a Instrução CVM 414, de 30/12/04.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários: **Instrução 444, de 08/12/06**. Dispõe sobre o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios não padronizados.

CYRELA BRAZIL REALTY S.A. EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES. Disponível em: <<http://www.cyrela.com.br>>. Acesso em: 03/06/07.

DeANGELO, Harry; MASULIS, Ronald W. *Optimal capital structure under corporate and personal taxation*. **Journal of Financial Economics**. [S.l.] v.8, n.1, p.3-29, 03/1980.

DITTMAR, Amy; THAKOR, Anjan. *Why do firms issue debt?* **The Journal of Finance**. [S.l.] Vol. 62, n.1, p. 1-54, 02/2007.

DURAND, David. *Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement*. **Conference on Research on Business Finance**, National Bureau of Economic Research, New York, 1952.

DURAND, David. *The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: comment*. **The American Economic Review**. [S.l.] v. 49, n.4, p.639-655. 09/1959.

ECO, Umberto. **Como se faz uma tese**. 18. ed. São Paulo: Perspectiva, 2002.

ECONOMATICA. Disponível em: <<http://www.economatica.com.br>>. Acesso em 30/06/07.

EID JR., William. Custo e estrutura de capital: o comportamento as empresas brasileiras. **R.A.E. – Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, v.36, n.4, p.51-59. 10-11-12/1996.

EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA. Disponível em: <www.even.com.br>. Acesso em: 03/06/07.

EXAME: **Melhores e Maiores**: as 500 maiores empresas do Brasil. São Paulo: Abril, ano 40, n. 12, 07/2006.

FAMA, Eugene.F.; FRENCH, Kenneth R. *Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt*. **Review of Financial Studies**. [S.l.] v. 15, n.1, p.1-33. spring/ 2002.

FERRI, Michael G.; JONES, Wesley H. *Determinants of financial structure: a new methodological approach*. **The Journal of Finance**. [S.l.] v. 34, n.3, p. 631-644, 06/1979.

FIPECAFI- Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras; IUDICIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. **Manual de contabilidade das sociedades por ações**: aplicável às demais sociedades. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

FRANK, Murray Z.; GOYAL, Vidhan K. *Capital structure decisions: which factors are reliably important? Working Paper*. Oct.2007. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=567650>>. Acesso em 28/04/08.

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS. **O crédito imobiliário no Brasil**: caracterização e desafios. São Paulo: FGV Projetos, mar/2007. Disponível em: <www.abecip.org.br>. Acesso em 12/06/07.

GAFISA S.A. Disponível em: <<http://www.gafisa.com.br>> . Acesso em: 03/06/07.

GHOSH, Arvin; CAI, Francis. *Capital structure: new evidence of optimality and pecking order theory*. **American Business Review**. [S.l.] v.17, n.2, p.32-38, 01/1999.

GOMES, Gabriel Lourenço; LEAL, Ricardo P. Câmara. **Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsas de valores.** In: LEAL, Ricardo P.C.; COSTA Jr., Newton C.A. da; LEMGRUBER, Eduardo F. (Org.) *Finanças Corporativas*. São Paulo: Atlas, 2001.

GRINBLATT, Mark; TITMAN, Sheridan. **Mercados financeiros e estratégia corporativa.** 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HARRIS, Milton; RAVIV, Artur. *Capital structure and the informational role of debt.* **The Journal of Finance.** [S.l.] v.45, n.2. p. 321-349. 06/1990.

HARRIS, Milton; RAVIV, Artur. *The theory of capital structure.* **The Journal of Finance.** [S.l.] v. 46. Iss 1. p. 297-355. 03/1991.

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. **Boletim de Conjuntura** n. 76. Mar.2007.

JENSEN, Michael C. *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers.* **American Economic Review,** [S.l.] v.76, p. 323-339, 1986.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William E. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure.* **Journal of Financial Economics,** [S.l.] n.3. p. 305-360, 10/1976.

JOÃO FORTES ENGENHARIA S.A. Disponível em: <<http://www.joaofortes.com.br>> . Acesso em: 03/06/07.

JORGE, Susana; ARMADA, Manuel José da Rocha. Factores determinantes do endividamento: uma análise em painel. **Revista de Administração Contemporânea,** [S.l.] v.5, n.2, p. 9-31, 05-08/2001.

KAYHAN, Ayla, TITMAN, Sheridan. *Firms' histories and their capital structures.* **Journal of Financial Economics.** [S.l.] 83. p. 1-32, 2007.

KAYO, Eduardo Kazuo. **Estrutura de capital e oportunidades de crescimento: uma análise dos determinantes do endividamento em diferentes contextos empresariais.** São Paulo, 1997. Dissertação de Mestrado. Programa de Pós-Graduação em Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

KAYO, Eduardo Kazuo; FAMÁ, Rubens. A estrutura de capital e o risco das empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo – RAUSP,** São Paulo, v.39, n.2, p.164-176, 04-05-06/2004.

KAYO, Eduardo Kazuo; TEH, Chang Chuan; BASSO, Leonardo Fernando Cruz. Ativos intangíveis e estrutura de capital: a influência das marcas e patentes sobre o endividamento. **Revista de Administração**. São Paulo, v.41, n.2, p. 158-168, 04-05-06/2006.

KAZMIER, Leonardo J. **Estatística aplicada à economia e administração**. São Paulo: Pearson Makron Books, 1982.

KIM, Wi Saeng; SORENSEN, Eric H. *Evidence on the impact of the agency costs of debt in corporate debt policy*. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, [S.l.] v.21, n.2, p. 131-144, 06/1986.

KLABIN SEGALL S.A. Disponível em: <<http://www.klabinsegall.com.br>> . Acesso em: 03/06/07.

KLOTZLE, Marcelo Cabus; BIAGINI, Fábio Luiz. Fatores determinantes da estrutura de capital de empresas brasileiras. **Revista de Economia e Administração do IBMEC São Paulo**. São Paulo, v. 3, n. 3, p. 253-271, 07-09/2004.

KRAUS, Alan; LITZENBERGER, Robert H. *A state-preference model of optimal financial leverage*. **The Journal of Finance**, [S.l.] v. 28, n 4. p. 911-922, 09/1973.

LANG, Larry; OFEK, Eli; STULZ, René M.. *Leverage, investment, and firm growth*. **Journal of Financial Economics**, [S.l.] v. 40, n.1, p.3-29. 01/1996.

LEAL, Ricardo P. Câmara. **Três desafios para as aberturas de capital**. In: LEAL, Ricardo P.C.; COSTA Jr., Newton C.A. da; LEMGRUBER, Eduardo F. (Org.) *Finanças Corporativas*. São Paulo. Atlas, 2001.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SAITO, Richard. **Finanças corporativas no Brasil**. RAE-eletrônica, v.2, n.2, jul-dez-2003. Disponível em: <<http://www.rae.com.br/electronica/index.cfm>>. Acesso em 10/06/07.

LELAND, Hayne E.; PYLE, David H. *Information asymmetries: financial structure, and financial intermediation*. **The Journal of Finance**. [S.l.] v. 32, n.2, p.371-388, 05/1977.

LEMES JR. Antônio B.; RIGO, Cláudio Miessa; CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras: aplicações e casos nacionais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Técnicas de pesquisa: planejamento e execução de pesquisas, amostragens e técnicas de pesquisa, elaboração, análise e interpretação de dados**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

MARSH, Paul. *The choice between equity and debt: an empirical study*. **The Journal of Finance**. [S.l.] v.37, n. 1. p.121-141, 03/1982.

MARTIN, Diógenes Manuel Leiva; NAKAMURA, Wilson Toshiro; FORTE, Denis; CARVALHO FILHO, Antônio Francisco de; COSTA, André Castilho Ferreira da; AMARAL, Alexandre Cintra do. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. In: 5º. Encontro Brasileiro de Finanças – SBFIn, 2005, São Paulo. **Anais...** São Paulo: SBFIn, 2005.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MARTINS FILHO, Eduardo Lopes. **Manual de estilo e redação**. 3. ed. São Paulo: O Estado de São Paulo, 1997.

MCCONNELL, J. John; SERVAES, Henri. *Equity ownership and the two faces of debt*. **Journal of Financial Economics**. [S.l.] v. 39, n. 1. p. 131-157. 09/1995.

MILLER, Merton H. *The Modigliani-Miller propositions after thirty years*. In: CHEW, D. (Org.). *The new corporate finance: where theory meets practice*. New York: McGraw-Hill, 1993.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. **The American Economic Review**. [S.l.] v. 48, n. 3. p. 261-297, 06/1958.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. *The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: reply*. **The American Economic Review**. [S.l.] v. 49. n. 4. p. 655-669, 09/1959.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*. **The American Economic Review**. [S.l.] v. 53 n.3. p. 433-443, 06/1963.

MONTGOMERY, Douglas C.; RUNGER, George C. *Applied statistics and probability for engineers*. 2nd ed. [S.l.]: John Wiley & Sons, Inc, [200-?]

MOREIRA, Maurício Mesquita; PUGA, Fernando Pimentel. **Como a indústria financia o seu crescimento: uma análise do Brasil pós-plano real**. Texto para discussão n.84. BNDES, Rio de Janeiro Out./2000. Disponível em: <<http://bndes.gov.br/conhecimento/td/TD-84.pdf>>. Acesso em 10/06/07.

MYERS, Stewart C. *Determinants of corporate borrowing*. **Journal of Financial Economics**. [S.l.] v.5, n.2. p 147-175, 11/1977.

MYERS, Stewart C. *The capital structure puzzle*. **The Journal of Finance**. [S.l.] v.39, n.3. p. 575-592, 07/1984.

MYERS, Stewart C. *The search for optimal capital structure*. In: CHEW, D. (Org.). *The new corporate finance: where theory meets practice*. New York: McGraw-Hill, 1993a.

MYERS, Stewart C. *Still searching for optimal capital structure*. **Journal of Applied Corporate Finance**. [S.l.] n. 6. p. 4-14, Spring/1993b.

MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicholas S.. *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. **Journal of Financial Economics**. [S.l.] v.13, n.2. p. 187-221, 06/1984.

NAKAMURA, Wilson Toshiro. **Estrutura de capital das empresas no Brasil: evidências empíricas**. São Paulo, 1992. Dissertação de Mestrado. Programa de Pós-Graduação em Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

NOVO AURÉLIO: **Século XXI**: o dicionário da língua portuguesa. 3. ed. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1999.

O'BRIEN, Jonathan P. *The capital structure implications of pursuing a strategy of innovation*. **Strategic Management Journal**. [S.l.] v.24, n.5, p.415-431, 05/2003.

OXFORD *Dictionary and Thesaurus: American edition*. New York: Oxford University Press, 1996.

OZKAN, Aydin. *Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data*. **Journal of Business Finance & Accounting**. [S.l.] v. 28, n.1-2, p.175-198, 01-03/2001.

PDG REALTY S A EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS. Disponível em: <www.pdgrealty.com.br>. Acesso em: 03/06/07.

PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; FAMÁ, Rubens. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**. São Paulo, v.37, n.3, p.33-46, 07-09/2002.

PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos; ROCHA, Flávio Dias. Investigação dos fatores determinantes da estrutura de capital e da governança corporativa: um enfoque abordando a questão da endogeneidade. In: Encontro Anual da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração – ENANPAD, 2005, Brasília. **Anais...** Brasília: ANPAD, 2005.

PINDYCK, Robert S.; RUBINFELD, Daniel L. **Econometria: modelos e previsões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

PROCIANOY, Jairo Laser; KRÄMER, Ronald. **Estrutura de capital: um enfoque sobre a capacidade máxima de utilização de recursos de terceiros das empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo**. In: LEAL, Ricardo P.C.; COSTA Jr., Newton C.A. da; LEMGRUBER, Eduardo F. (Org.) *Finanças Corporativas*. São Paulo: Atlas, 2001.

PROCIANOY, Jairo Laser; SCHNORRENBARGER, Adalberto. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**. Rio de Janeiro, v.58, n.1, p.121-146, 01-03/2004.

RAJAN, Raghuran G; ZINGALES, Luigi. *What do we know about capital structure: some evidence from international data*. **The Journal of Finance**. [S.l.] vol. 50, n. 5, p. 1421-1460, 12/1995.

RODOBENS NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS. Disponível em <www.rodobens.com.br>. Acesso em: 03/06/07.

ROSS, Stephen A. *The determination of financial structure: the incentive-signalling approach*. **The Bell Journal of Economics**. [S.l.] v. 8. n. 1. p 23-40, Spring/1977.

ROSS, Stephen A. *Some notes on financial incentive signaling models, activity choice and risk preferences*. **The Journal of Finance**. [S.l.] v.33, n.3, p.777-792, 06/1978.

ROSS, Stephen A. *Debt and taxes and uncertainty*. **The Journal of Finance**. [S.l.] v. 40. n. 3. p. 637-656, 07/1985.

ROSS, Stephen A. *Comment on the Modigliani-Miller propositions*. **The Journal of Economic Perspectives**. [S.l.] v. 2, n. 4, p. 127-133, Fall/1988.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W; JAFFE, J F **Administração financeira: corporate finance**. São Paulo: Atlas, 2002.

ROSSI RESIDENCIAL S.A. Disponível em: <<http://www.rossiresidencial.com.br/ri>>. Acesso em: 03/06/07.

SALLUM, Liliana. **Fatores determinantes da estrutura de capital: um estudo das empresas brasileiras**. São Paulo, 2004. Dissertação de Mestrado. Programa de Pós-Graduação, Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo.

SALOMON, Délcio Vieira. **Como fazer uma monografia**. 10. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2001.

SARTORIS, Alexandre. **Estatística e introdução à econometria**. São Paulo: Saraiva, 2003.

SCOTT Jr., James H. *A theory of optimal capital structure*. **The Bell Journal of Economics**. [S.l.] v. 7, n. 1. p. 33-54, *Spring/1976*.

SCHERRER, Alberto Manoel. **Contabilidade imobiliária: abordagem sistêmica, gerencial e fiscal**. São Paulo, Atlas, 2003.

SCHMITT, Francisco O.V. **Os determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras**. São Paulo, 2004. Tese de Doutorado. Programa de Pós-Graduação em Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

SEVERINO, Antônio Joaquim. **Metodologia do trabalho científico**. 22. ed. São Paulo: Cortez, 2002.

SHYAM-SUNDER, Lakshmi; MYERS, Stewart C. *Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure*. **Journal of Financial Economics**. [S.l.] v.51, n.2, p. 219-244, 02/1999.

SMITH Jr., Clifford W.; WATTS, Ross L. *The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies*. **Journal of Financial Economics**. [S.l.] 32. p. 263-292, 12/1992.

SMITH Jr., Clifford W. **Raising capital: theory and evidence**. In: CHEW, D.H., Jr. *The New Corporate Finance: Where Theory Meets Practice*. Londres, McGraw Hill, p. 178-194. 1993.

SND Serviço Nacional de Debêntures. In: <<http://www.debentures.com.br>>. Acessos em 11/01/07 e 19/11/07.

SOARES, Karina Talamini Costa; PROCIANOY, Jairo Laser O perfil de endividamento das empresas negociadas na bolsa de valores de São Paulo após o Plano Real. In: Encontro Anual da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração – ENANPAD, 2000, Florianópolis. **Anais...** Florianópolis: ANPAD, 2000.

STOHS, Mark Hoven; MAUER, David C. *The determinants of corporate debt maturity structure*. **Journal of Business**, Chicago, v.69, n.3, p.279-312, 1996.

STULZ, René M. *Managerial discretion and optimal financing policies*. **Journal of Financial Economics**. [S.l.] v.26. n. 1. p. 3-27, 07/1990.

TAGGART JR, Robert A. *A model of corporate financing decisions*. **The Journal of Finance**, [S.l.] v.32, n.5, p. 1467-1484, 12/1977.

TALMOR, Eli. *Asymmetric information, signaling and optimal corporate financial structure*. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, [S.l.] v. 16, n. 4, p.413-435, 11/1981.

TECNISA S A. Disponível em: <<http://www.tecnisa.com.br>>. Acesso em: 03/06/07.

TEDESCHI, Piero. **Estrutura de capital:** uma investigação sobre seus determinantes no Brasil. São Paulo, 1997. Tese de Doutorado. Escola de Administração de Empresas de São Paulo, da Fundação Getulio Vargas.

TERRA, Paulo Renato Soares. *An empirical investigation on the determinants of capital structure in Latin America*. In: Encontro Anual da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração – ENANPAD, 2002, Salvador. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2002.

THIES, Clifford F.; KLOCK, Mark S. *Determinants of capital structure*. **Review of Financial Economics**. [S.l.] v.1, n. 2, *Spring* /1992.

TITMAN, Sheridan,; WESSELS, Robert. *The determinants of capital structure choice*. **The Journal of Finance**, [S.l.] v. 43. n.1, p. 1-19, 03/1988.

TOY, Norman; STONEHILL, Arthur; REMMERS, Lee; WRIGHT, Richard; BEEKHUISEN, Theo. *A comparative international study of growth, profitability, and risk as determinants of corporate debt ratios in the manufacturing sector*. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**. [S.l.] v. 9, n.5. p. 875-886, 11/1974.

APÊNDICES

APÊNDICE 1: CARACTERÍSTICAS DAS EMISSÕES DE AÇÕES

APÊNDICE 2: BRASCAN RESIDENTIAL PROPERTIES S.A

APÊNDICE 3: CAMARGO CORRÊA DESENVOLVIMENTO IMOBILÁRIO S A

APÊNDICE 4: COMPANY S.A.

APÊNDICE 5: CYRELA BRAZIL REALTY S.A. EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES.

APÊNDICE 6: EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S A

APÊNDICE 7: GAFISA S.A.

APÊNDICE 8: KLABIN SEGALL S.A.

APÊNDICE 9: PDG REALTY S A EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES

APÊNDICE 10: RODOBENS NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS

APÊNDICE 11: ROSSI RESIDENCIAL S A

APÊNDICE 12: TECNISA S A

APÊNDICE 1:**CARACTERÍSTICAS DAS EMISSÕES DE AÇÕES**

	BRASCAN	CAMARGO CORREA	COMPANY
Ano de constituição	2005	1996	1982
Origem do capital	Privado nacional	Privado nacional	Privado nacional
Datas de lançamentos e código de pregão	20/10/06 (BISA3)	30/01/07 (CCIM3)	01/03/06 (CPNY3)
Número de Ações antes da emissão	126.278.474 ON	80.000.000 ON	23.003.030 ON
Número de Ações Emitidas	58.750.000 ON	33.000.000 ON	13.000.000 ON
Percentual do aumento	46,5%	41,25%	56,5%
Número de Ações após emissão	185.028.474 ON	113.000.000 ON	36.003.030 ON
Preço de Emissão	R\$16,00	R\$14,50	R\$16,00
Valor da Emissão Primária	R\$940.000.000	R\$478.500.000	R\$208.000.000
Patrimônio Líquido antes da emissão	R\$91.930 mil (31/12/05)	R\$127.434 mil (31/12/06)	R\$48.700 mil (31/12/05)
Valor patrimonial da ação - VPA antes da emissão	R\$0,73	R\$1,59	R\$2,11
VPA após emissão	31/12/06 = R\$ 5,76	R\$5,36	31/12/06 = R\$8,09
Lucro por Ação	31/12/06 = R\$ 0,23	31/12/06 = R\$0,021	31/12/06 = R\$1,26
Índice Preço / Lucro na emissão	70,5	683,3	12,7
Valor de Mercado em 31/12/06	R\$3.328.662mil	Emissão em 30/01/07	R\$900.075.750

Fonte: Bovespa (2007)

CARACTERÍSTICAS DAS EMISSÕES DE AÇÕES (Cont.)

	CYRELA	EVEN	GAFISA
Ano de constituição	1976	2002	1954
Origem do capital	Privado nacional	Privado nacional	Privado estrangeiro
Datas de lançamentos e código de pregão	01/07/05 e 25/07/06 (CYRE3)	30/03/07 (EVEN3)	16/02/06 e 19/03/07 (GFSA3)
Número de Ações antes da emissão	152.532.000 ON	92.008.824 ON	83.324.316 ON
Número de Ações Emitidas	34.100.000 ON 24.700.000 ON	40.000.000 ON	26.724.000 ON 18.761.992 ON
Percentual do aumento	28,8% e 16,2%	43,5%	32,1% e 16,8%
Número de Ações após emissão	177.232.000 ON 354.464.000 ON*	132.008.824 ON	111.511.596 ON** 132.577.093 ON
Preço de Emissão	R\$15,00 e R\$29,50	R\$11,50	R\$18,50 e R\$26,00
Valor da Emissão Primária	2005=R\$511.500.000 2006=R\$728.700.000	R\$460.000.000	2006=R\$494.394.000 2007=R\$487.812.000
Patrimônio Líquido antes da emissão	R\$1.018.783 mil (31/12/05)	R\$123.785 mil (31/12/06)	R\$300.159 mil (31/12/05)
Valor patrimonial da ação - VPA antes da emissão	R\$6,85 (31/12/05)	R\$ 1,35	R\$3,60
VPA após emissão	31/12/06 = R\$5,50*	R\$4,42	31/12/06 = R\$7,30
Lucro por Ação	31/12/06 = R\$0,68	R\$0,17	31/12/06 = R\$0,41
Índice Preço / Lucro na emissão	21,6	67,8	44,8
Valor de Mercado em 31/12/06	R\$7.418.931.000	Emissão em 30/03/07	R\$3.301.643.000

Fonte: Bovespa (2007)

* CYRELA: Após desdobramento 2:1 aprovado em Nov./06.

** GAFISA: Em fev/06 realizou subscrição pública de 26.724 mil ações a R\$18,50, obtendo R\$ 494.394mil. Em mar/07 realizou nova distribuição pública primária e secundária de ações ON. A emissão primária de 18.761.992 novas ações ao preço de R\$26,00 por ação, totalizou R\$487.811.792. Também ocorreram aumentos do número de ações pelo exercício de opções de compra.

CARACTERÍSTICAS DAS EMISSÕES DE AÇÕES (Cont.)

	KLABIN SEGALL	PDG REALTY	RODOBENS
Ano de constituição	1994	1998	1991
Origem do capital	Privado nacional	Privado nacional	Privado nacional
Datas de lançamentos e código de pregão	06/10/06 (KSSA3)	25/01/07 (PDGR3)	30/01/07 (RDNI3)
Número de Ações antes da emissão	35.000.000 ON	79.776.000 ON	25.575.000 ON
Número de Ações Emitidas	24.038.250 ON	30.000.000 ON	20.000.000 ON
Percentual do aumento	68,7%	37,6%	78,2%
Número de Ações após emissão	59.038.250 ON	109.776.000 ON	45.575.000 ON
Preço de Emissão	R\$15,00	R\$14,00	R\$19,50
Valor da Emissão Primária	R\$375.500.000	R\$420.000.000	R\$390.000.000
Patrimônio Líquido antes da emissão	R\$58.788 mil (31/12/05)	R\$256.972 mil (31/12/06)	R\$64.242 mil (31/12/06)
Valor patrimonial da ação - VPA antes da emissão	R\$2,67	R\$3,22	R\$2,51
VPA após emissão	R\$7,10	R\$6,17	R\$9,97
Lucro por Ação em 31/12/06	R\$0,047	R\$0,20	R\$0,05
Índice Preço / Lucro na emissão	316,6	68,6	375,8
Valor de Mercado em 31/12/06	R\$1.056.784.675	Emissão em 25/01/07	Emissão em 30/01/07

Fonte: Bovespa (2007)

CARACTERÍSTICAS DAS EMISSÕES DE AÇÕES (Cont.)

	ROSSI RESIDENCIAL	TECNISA
Ano de constituição	1913	1977
Origem do capital	Privado nacional	Privado nacional
Datas de lançamentos e código de pregão	Aberta desde 1997 14/02/06 (RSID3)	31/01/07 (TCSA3)
Número de Ações antes da emissão	48.315.814 ON.	100.000.000 ON
Número de Ações Emitidas	24.500.000 ON + 6.000.000 ON	45.434.789 ON
Percentual do aumento	63,2%	45,4%
Número de Ações após emissão	78.851.814 ON	145.434.789 ON
Preço de Emissão	R\$25,00	R\$13,00
Valor da Emissão Primária	R\$ 612.500.000	R\$590.652.257
Patrimônio Líquido antes da emissão	R\$292.648 mil (31/12/05)	R\$145.201 mil (31/12/06)
Valor patrimonial da ação - VPA antes da emissão	R\$6,06	R\$1,45
VPA após emissão	R\$13,69	R\$5,06
Lucro por Ação em 31/12/06	R\$0,55	R\$0,24
Índice Preço / Lucro na emissão	45,1	52,9
Valor de Mercado em 31/12/06	R\$2.152.655.000	Emissão em 31/01/07

Fonte: Bovespa (2007)

APÊNDICE 2:
BRASCAN RESIDENTIAL PROPERTIES S.A

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS CONSOLIDADAS (Fonte: Economática)

	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Ativo Total	1.251.644	1.207.321	1.668.839
Ativo Circulante	437.499	406.529	999.744
Disponível e Inv. CP	11.055	82.211	654.151
Créditos Comerciais CP	120.343	132.152	157.211
Estoques	294.561	186.815	179.783
Outros Ativos CP	11.540	5.351	8.599
Realizável LP	745.657	788.722	658.242
Créditos Comerciais LP	436.588	426.967	378.212
A Receber de Controladas LP	35.477	25.846	684
Outros Ativos LP	273.592	335.909	279.346
Permanente	68.488	12.070	10.853
Inv. em Subsid. e Outros	7.282	261	248
Imobilizado	61.206	11.643	10.397
Diferido	0	166	208
	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Passivo e Patrimônio Líquido	1.251.644	1.207.321	1.668.839
Passivo Circulante	440.399	473.937	371.778
Financiamento CP	206.427	276.693	151.971
Dividendos a Pagar CP		0	7.241
Provisões CP	160.907	127.522	18.524
A Pagar a Controladas CP		0	150.820
Outros Passivos CP	73.065	69.722	43.222
Exigível LP	790.901	641.454	230.402
Financiamento LP	152.324	163.705	159.755
Provisões LP	157.620	160.271	43.459
A Pagar a Controladas LP	411.129	279.000	2.933
Outros Passivos LP	69.828	38.478	24.255
Patrimônio Líquido	20.344	91.930	1.066.659
Capital Social	105.278	126.278	1.066.278
Reservas de Capital	21.000	0	0
Reserva de Lucros		0	381
Lucros Acumulados	-105.934	-34.348	0

BRASCAN RESIDENTIAL PROPERTIES S.A

Demonstração de Resultados	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Receita Líquida Operacional	307.995	263.481	393.695
Custo Produtos Vendidos	160.245	138.772	215.562
Lucro Bruto	147.750	124.709	178.133
Despesas Operacionais Próprias	26.440	26.189	28.601
Despesas com Vendas	17.757	17.376	12.658
Despesas Administrativas	8.683	8.813	15.943
Lucro Operacional LAJIR	121.310	98.520	149.532
Resultado Financeiro	-83.759	-8.695	-25.756
Receitas Financeiras		84.845	47.893
Despesas Financeiras		93.540	73.649
Outras Rec. Desp. Operacionais	-17.175	-16.376	-62.087
Lucro Operacional	20.376	73.449	61.689
Resultado não Operacional	-5.869	-88	-972
Lucro antes do Imp. de Renda	14.507	73.361	60.717
IR Diferido	4.932	1.775	18.747
Lucro Líquido	9.575	71.586	41.970
Depreciação e Amortização	4.264	4.076	1.605
Variações Monetárias LP	-26.295	-63.309	-20.321
Integralização de Capital		0	940.000
Quantidade de Ações Total	105.278	126.278	185.028

Indicadores Selecionados	Definição	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
LAJIDA (R\$mil)	LAJIR + depreciação	125.574	102.596	151.137
Margem LAJIDA (%)	(LAJIDA / Rec. Líq.) X 100	40,77	38,94	38,39
Margem bruta (%)	(Lucro Bruto/Rec. Líq.) X 100	47,97	47,33	45,25
Margem líquida (%)	(Lucro Líquido/Rec. Líq.) X 100	3,11	27,17	10,66
Retorno de ativos (%)	(Lucro Líquido/Ativo) X 100	0,76	5,93	2,51
Retorno sobre o PL (%)	(Lucro Líquido/Patr. Líq.) X 100	47,07	77,87	3,93
Liquidez corrente	Ativo Circ. / Passivo Circ.	0,99	0,86	2,69
Liquidez seca	(At. Circ.-Estoque) / Pass. Circ.	0,32	0,46	2,21
Cobertura de juros	LAJIDA / Resultado Financeiro	1,50	11,80	5,87
Necessidade invest. giro (R\$mil)	AC Operacional – PC Operacion.	299.552	438.047	720.622
Saldo disponível (R\$mil)	Ativo Financ. – Passivo Financ.	-347.696	-358.187	335.184
Financ. permanente líq. (R\$mil)	Patrimônio Líq. – A. Permanente	-48.144	79.860	1.055.806
Total exigível / ativo (%)	((PC + ELP) / Ativo) X 100	98,37	92,39	36,08
Endiv. oneroso total (%)	((pas. oneroso líq.) / Ativo) X 100	27,78	29,67	-20,52
Endiv. oneroso curto prazo (%)	((pas. oneroso líq. CP) / At.) X 100	15,61	16,11	-30,09
Aplicações financeiras totais (%)	(ativos financeiros / Ativo) X 100	0,88	6,81	39,20
Grau de imobilização (%)	(ativo permanente / Ativo) X 100	5,47	1,00	0,65

APÊNDICE 3:**CAMARGO CORRÊA DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO S A****DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS CONSOLIDADAS (Fonte: Economática)**

	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Ativo Total	79.469	169.722	772.754
Ativo Circulante	64.951	99.036	423.299
Disponível e Inv CP	954	20.395	19.278
Créditos Comerciais CP	1.211	0	21.165
Estoques	56.467	75.378	369.947
Outros Ativos CP	6.319	3.263	12.909
Realizável LP	6.591	59.544	344.902
Créditos Comerciais LP	5.052	45.453	59.667
A Receber de Controladas LP	105	384	0
Outros Ativos LP	1.434	13.707	285.235
Permanente	7.927	11.142	4.553
Inv em Subsid e Outros		1.840	1.320
Imobilizado		7.868	1.938
Diferido		1.434	1.295
	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Passivo e Patrimônio Líquido	79.469	169.722	772.754
Passivo Circulante	16.423	53.742	200.193
Financiamento CP	0	11.276	20.399
Fornecedores CP	5.444	28.267	167.319
Impostos a Pagar CP	187	483	1.255
A Pagar a Controladas CP	20	592	3.474
Outros Passivos CP	10.772	13.124	7.746
Exigível LP	57.082	95.472	445.127
Financiamento LP		19.998	10.270
A Pagar a Controladas LP	3.019	3.019	1
Adiantamento p/ aumento de capital	11.938	0	0
Outros Passivos LP	42.125	72.455	434.856
Patrimônio Líquido	5.964	20.508	127.434
Capital Social	8.445	20.375	48.220
Reservas de Capital		0	77.253
Reserva de Lucros		133	1.961
Lucros Acumulados	-2.481	0	0

CAMARGO CORRÊA DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO S A

Demonstração de Resultados	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Receita Líquida Operacional	13.284	79.429	125.308
Custo Produtos Vendidos	10.071	65.897	100.021
Lucro Bruto	3.213	13.532	25.287
Despesas Operacionais Próprias	7.266	11.839	18.377
Despesas com Vendas	2.243	5.546	5.837
Despesas Administrativas	5.023	6.293	12.540
Lucro Operacional LAJIR	-4.053	1.693	6.910
Resultado Financeiro	-1.904	-1.246	-2.010
Receitas Financeiras	13.147	20.753	3.624
Despesas Financeiras	15.051	21.999	5.634
Lucro Operacional	-5.957	447	4.900
Resultado não Operacional	4	-11	489
Lucro antes do Imp. de Renda		436	5.389
Provisão Imposto de Renda		-2.219	2.991
Lucro Líquido	-5.953	2.655	2.398
Depreciação e Amortização	247	274	1.030
Variações Monetárias LP		1.673	315
Integralização de Capital	11.948	15.051	90.039
Quantidade de Ações Total	660	5.616	80.000
Indicadores Selecionados			
- definidos no Apêndice 2	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
LAJIDA (R\$mil)	-3.806	1.967	7.940
Margem LAJIDA (%)	-28,65	2,48	6,34
Margem bruta (%)	24,19	17,04	20,18
Margem líquida (%)	-44,81	3,34	1,91
Retorno de ativos (%)	-7,49	1,56	0,31
Retorno sobre o PL (%)	-99,82	12,95	1,88
Liquidez corrente	3,95	1,84	2,11
Liquidez seca	0,52	0,44	0,27
Cobertura de juros	-2,00	1,58	3,95
Necessidade invest. giro (R\$mil)	-2.917	20.245	134.272
Saldo disponível (R\$mil)	954	-10.879	-11.391
Financ. permanente líq. (R\$mil)	-1.963	9.366	122.881
Total exigível / ativo (%)	92,50	87,92	83,51
Endiv. oneroso total (%)	-1,20	6,41	1,47
Endiv. oneroso curto prazo (%)	-1,20	-5,37	0,15
Aplicações financeiras totais (%)	1,20	12,02	2,49
Grau de imobilização (%)	0,90	6,56	0,59

**APÊNDICE 4:
COMPANY S.A.**

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS CONSOLIDADAS (Fonte: Economática)

	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Ativo Total	210.439	177.243	607.400
Ativo Circulante	153.152	139.826	469.113
Disponível e Inv CP	4.508	1.570	118.520
Créditos Comerciais CP	55.076	70.873	202.838
Estoques	88.148	50.826	133.215
Outros Ativos CP	5.420	16.557	14.540
Realizável LP	56.531	36.932	112.054
Créditos Comerciais LP	53.361	35.981	112.054
Outros Ativos LP	3.170	951	0
Permanente	756	485	26.233
Inv em Subsid e Outros		0	24.974
Imobilizado		485	1.259
	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Passivo e Patrimônio Líquido	210.439	177.243	607.400
Passivo Circulante	86.594	63.932	136.516
Financiamento CP	9.068	23.132	34.679
Debêntures CP	7.811	7.808	15.568
Fornecedores CP	3.808	4.774	12.025
Impostos a Pagar CP	1.315	1.836	10.696
Dividendos a Pagar CP		0	13.268
Provisões CP	7.233	1.803	0
A Pagar a Controladas CP	23	617	40
Outros Passivos CP	57.336	23.962	50.240
Exigível LP	81.921	64.611	179.453
Financiamento LP	13.703	15.454	79.905
Debêntures LP	18.876	11.250	65.180
Provisões LP	13.276	9.996	4.164
A Pagar a Controladas LP		0	1.016
Outros Passivos LP	36.066	27.911	29.188
Participação Acionistas Minoritários		0	51
Patrimônio Líquido	41.924	48.700	291.380
Capital Social	31.000	41.000	249.000
Reservas de Capital	3.650	0	0
Reserva de Lucros	522	521	42.380
Lucros Acumulados	6.752	7.179	0

COMPANY S.A

Demonstração de Resultados	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Receita Líquida Operacional	106.051	149.634	288.628
Custo Produtos Vendidos	70.165	108.480	189.955
Lucro Bruto	35.886	41.154	98.673
Despesas Operacionais Próprias	15.249	17.700	25.752
Despesas com Vendas		0	9.008
Despesas Administrativas		17.700	16.744
Lucro Operacional LAJIR	20.637	23.454	72.921
Resultado Financeiro	-5.350	-5.833	-4.072
Receitas Financeiras		0	23.398
Despesas Financeiras		5.833	27.470
Outras Rec Desp Operacionais	-788	-3.642	-15.948
Lucro Operacional	14.499	13.979	52.901
Resultado não Operacional		0	-432
Lucro antes do Imp. de Renda		13.979	52.469
Provisão Imposto de Renda		0	6.971
IR Diferido	4.055	3.548	0
Participação Acionista Minoritário		0	16
Lucro Líquido	10.444	10.431	45.482
Depreciação e Amortização	133	58	1.070
Variações Monetárias LP		0	0
Integralização de Capital	3.650	0	208.000
Quantidade de Ações Total	23.003	23.003	36.003

Indicadores Selecionados - definidos no Apêndice 2	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
LAJIDA (R\$mil)	20.770	23.512	73.991
Margem LAJIDA (%)	19,58	15,71	25,64
Margem bruta (%)	33,84	27,50	34,19
Margem líquida (%)	9,85	6,97	15,76
Retorno de ativos (%)	4,96	5,89	7,49
Retorno sobre o PL (%)	24,91	21,42	15,61
Liquidez corrente	1,77	2,19	3,44
Liquidez seca	0,75	1,39	2,46
Cobertura de juros	3,88	4,03	18,17
Necessidade invest. giro (R\$mil)	59.431	85.231	274.530
Saldo disponível (R\$mil)	-18.263	-37.016	-9.332
Financ. permanente líq. (R\$mil)	41.168	48.215	265.198
Total exigível / ativo (%)	80,08	72,52	52,02
Endiv. oneroso total (%)	21,36	31,64	12,65
Endiv. oneroso curto prazo (%)	5,88	16,57	-11,24
Aplicações financeiras totais (%)	2,14	0,89	19,51
Grau de imobilização (%)	0,36	0,27	4,32

APÊNDICE 5:
CYRELA BRAZIL REALTY S.A. EMPREENDIMENTOS E
PARTICIPAÇÕES.

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS CONSOLIDADAS (Fonte: Economática)

	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Ativo Total	713.865	1.775.189	3.042.486
Ativo Circulante	489.503	835.684	2.159.160
Disponível e Inv CP	73.382	95.455	414.768
Créditos Comerciais CP	173.854	319.315	768.210
Clientes CP	78.444	190.229	566.306
Créditos diversos	95.410	129.086	201.904
Títulos a Receber CP	75.429	83.832	87.762
Aplicações Financeiras CP	2.851	3.067	0
Estoques	242.267	420.914	976.182
Outros Ativos CP	17.130	42.187	114.142
Realizável LP	161.526	827.573	671.093
Créditos Comerciais LP	161.526	808.366	551.006
A Receber de Controlads LP	0	19.207	117.846
Outros Ativos LP	0	0	2.241
Permanente	62.836	111.932	212.233
Inv em Subsid e Outros	757	1.814	67.859
Imobilizado	62.043	110.107	143.842
Diferido	36	11	532
	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Passivo e Patrimônio Líquido	713.865	1.775.189	3.042.486
Passivo Circulante	259.678	403.100	643.543
Financiamento CP	98.208	95.126	57.236
Fornecedores CP	52.771	77.017	250.119
Impostos a Pagar CP	8.579	29.570	43.884
Dividendos a Pagar CP	0	27.185	30.183
Provisões CP	42.431	25.262	50.144
A Pagar a Controladas CP	13.537	31.392	44.953
Outros Passivos CP	44.152	117.548	167.024
Exigível LP	112.329	274.772	332.111
Financiamento LP	106.901	262.046	67.493
Provisões LP	0	0	123.942
Outros Passivos LP	5.428	12.726	140.676
Resultados de Exercícios Futuros	0	0	17.980
Participação Acionistas Minoritários	19.665	78.534	100.302
Patrimônio Líquido	322.193	1.018.783	1.948.550
Capital Social	177.732	819.045	1.581.527
Reservas de Capital	0	0	0
Reserva de Lucros	144.461	199.738	367.023
Lucros Acumulados	0	0	0

CYRELA BRAZIL REALTY S.A. EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES.

Demonstração de Resultados	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Receita Líquida Operacional	217.079	688.848	1.116.681
Custo Produtos Vendidos	122.684	370.248	645.174
Lucro Bruto	94.395	318.600	471.507
Despesas Operacionais Próprias	36.777	139.159	205.979
Despesas com Vendas	17.556	94.315	131.233
Despesas Administrativas	19.221	44.844	74.746
Lucro Operacional LAJIR	57.618	179.441	265.528
Resultado Financeiro	-892	6.988	48.843
Receitas Financeiras	20.718	57.791	133.293
Despesas Financeiras	21.610	50.803	84.450
Outras Rec. Desp. Operacionais	1.419	-24.763	-17.507
Lucro Operacional	58.145	161.666	328.864
Lucro antes do Imp. de Renda	58.145	161.666	328.864
Provisão Imposto de Renda	6.452	23.312	40.860
IR Diferido	196	-5.537	17.148
Partic./Contribuições Estatutárias	0	0	4.603
Participação Acionista Minoritário	5.569	16.090	23.970
Lucro Líquido	45.928	127.801	242.283
Depreciação e Amortização	2.100	3.087	5.058
Varições Monetárias LP	-7.123	-40.648	-83.863
Integralização de Capital	14.166	653.437	762.482
Quantidade de Ações Total	79.780	148.712	354.464
Indicadores Selecionados			
- definidos no Apêndice 2	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
LAJIDA (R\$mil)	59.718	182.528	270.586
Margem LAJIDA (%)	27,51	26,50	24,23
Margem bruta (%)	43,48	46,25	42,22
Margem líquida (%)	21,16	18,55	21,70
Retorno de ativos (%)	6,43	7,20	7,96
Retorno sobre o PL (%)	14,25	12,54	12,43
Liquidez corrente	1,89	2,07	3,36
Liquidez seca	0,95	1,03	1,84
Cobertura de juros	66,95	-26,12	-5,54
Necessidade invest. giro (R\$mil)	407.898	1.271.220	1.594.743
Saldo disponível (R\$mil)	-128.876	-285.835	259.856
Financ. permanente líq. (R\$mil)	279.022	985.385	1.836.619
Total exigível / ativo (%)	52,11	38,19	32,07
Endiv. oneroso total (%)	18,05	14,57	-9,53
Endiv. oneroso curto prazo (%)	3,08	-0,19	-11,75
Aplicações financeiras totais (%)	10,68	5,55	13,63
Grau de imobilização (%)	8,80	6,31	6,98

APÊNDICE 6:**EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S A****DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS CONSOLIDADAS (Fonte: Economática)**

	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Ativo Total	93.598	142.755	415.317
Ativo Circulante	87.368	134.615	354.421
Disponível e Inv CP	1.415	8.250	22.865
Créditos Comerciais CP	21.605	40.653	80.035
Clientes CP	21.605	40.653	80.035
Estoques	57.211	73.864	220.956
Outros Ativos CP	7.137	11.848	30.565
Realizável LP	5.900	7.496	56.362
Créditos Comerciais LP	5.422	6.087	52.688
Outros Ativos LP	478	1.409	3.674
Permanente	330	644	4.534
Inv em Subsid e Outros	11	11	11
Imobilizado	319	633	4.523
Diferido	0	0	0
	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Passivo e Patrimônio Líquido	93.598	142.755	415.317
Passivo Circulante	59.582	77.748	187.688
Financiamento CP	10.830	25.469	79.698
Fornecedores CP	1.434	1.879	10.204
Impostos a Pagar CP	1.062	2.268	5.059
Dividendos a Pagar CP		0	5.566
Provisões CP	308	103	0
A Pagar a Controladas CP	5.159	25.324	1.930
Outros Passivos CP	40.789	22.705	85.231
Exigível LP	13.786	40.502	92.855
Financiamento LP	8.496	6.954	9.960
Outros Passivos LP	5.290	33.548	82.895
Part Acionistas Minoritários	2.842	5.091	10.989
Patrimônio Líquido	17.388	19.414	123.785
Capital Social	12.128	12.128	99.666
Reservas de Capital		0	0
Reserva de Lucros		0	24.119
Lucros Acumulados	5.260	7.286	0

EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S A

Demonstração de Resultados	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Receita Líquida Operacional	50.892	73.904	205.450
Custo Produtos Vendidos	34.487	48.089	130.903
Lucro Bruto	16.405	25.815	74.547
Despesas Operacionais Próprias	8.111	14.070	39.472
Despesas com Vendas	3.113	7.070	17.342
Despesas Administrativas	4.998	7.000	22.130
Lucro Operacional LAJIR	8.294	11.745	35.075
Resultado Financeiro	-1.731	-4.232	-2.397
Receitas Financeiras	757	2.343	7.528
Despesas Financeiras	2.488	6.575	9.925
Outras Rec. Desp. Operacionais	-309	223	-1.892
Lucro Operacional	6.254	7.736	30.786
Resultado não Operacional		0	-168
Lucro antes do Imp. de Renda		7.736	30.618
Provisão Imposto de Renda	684	420	4.524
IR Diferido	1.672	3.748	-2.182
Participação Acionista Minoritário	697	1.542	5.877
Lucro Líquido	3.201	2.026	22.399
Depreciação e Amortização	48	62	141
Variações Monetárias LP	420	653	945
Integralização de Capital	6.326	0	87.538
Quantidade de Ações Total	12.128	46.004	46.004
Indicadores Selecionados			
- definidos no Apêndice 2	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
LAJIDA (R\$mil)	8.342	11.807	35.216
Margem LAJIDA (%)	16,39	15,98	17,14
Margem bruta (%)	32,23	34,93	36,28
Margem líquida (%)	6,29	2,74	10,90
Retorno de ativos (%)	3,42	1,42	5,39
Retorno sobre o PL (%)	18,41	10,44	18,10
Liquidez corrente	1,47	1,73	1,89
Liquidez seca	0,51	0,78	0,71
Cobertura de juros	4,82	2,79	14,69
Necessidade invest. giro (R\$mil)	37.811	48.034	202.599
Saldo disponível (R\$mil)	-17.911	-24.173	-72.359
Financ. permanente líq. (R\$mil)	19.900	23.861	130.240
Total exigível / ativo (%)	78,39	82,83	67,55
Endiv. oneroso total (%)	19,14	16,93	16,08
Endiv. oneroso curto prazo (%)	10,06	12,06	13,68
Aplicações financeiras totais (%)	1,51	5,78	5,51
Grau de imobilização (%)	0,35	0,45	1,09

APÊNDICE 7:
GAFISA S.A.

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS CONSOLIDADAS (Fonte: Economática)

	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Ativo Total	838.866	984.252	1.494.217
Ativo Circulante	655.299	843.132	1.359.573
Disponível e Inv CP	45.888	133.891	266.159
Créditos Comerciais CP	254.748	274.389	518.347
Clientes CP	254.748	274.389	518.347
Estoques	184.714	261.311	440.989
Outros Ativos CP	169.949	173.541	134.078
Realizável LP	176.168	134.707	123.954
Créditos Comerciais LP	169.600	99.003	41.491
Outros Ativos LP	6.568	35.704	82.463
Permanente	7.399	6.413	10.690
Inv em Subsid e Outros	0	0	2.544
Imobilizado	5.051	6.413	8.146
Diferido	2.348	0	0
	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Passivo e Patrimônio Líquido	838.866	984.252	1.494.217
Passivo Circulante	406.038	305.551	340.744
Financiamento CP	103.355	48.287	17.305
Debêntures CP	0	6.118	11.038
Fornecedores CP	21.994	27.878	26.683
Impostos a Pagar CP	35.457	47.248	41.574
Dividendos a Pagar CP	0	1.581	11.025
Provisões CP	3.632	8.349	4.105
Outros Passivos CP	241.600	166.090	229.014
Exigível LP	253.152	360.859	337.089
Financiamento LP	48.182	86.218	27.100
Debêntures LP	0	176.310	240.000
Outros Passivos LP	204.970	98.331	69.989
Resultados de Exercícios Futuros	0	17.683	2.297
Patrimônio Líquido	179.676	300.159	814.087
Capital Social	86.514	227.363	591.742
Reservas de Capital	2.717	22.874	167.276
Reserva de Lucros	91.532	49.922	55.069
Lucros Acumulados	-1.087	0	0

GAFISA S.A.

Demonstração de Resultados	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Receita Líquida Operacional	465.837	493.895	663.847
Custo Produtos Vendidos	341.351	355.081	465.795
Lucro Bruto	124.486	138.814	198.052
Despesas Operacionais Próprias	56.224	72.088	103.791
Despesas com Vendas	29.481	35.566	51.670
Despesas Administrativas	26.743	36.522	52.121
Lucro Operacional LAJIR	68.262	66.726	94.261
Resultado Financeiro	-34.325	-27.972	-11.943
Receitas Financeiras	3.304	8.365	52.989
Despesas Financeiras	37.629	36.337	64.932
Outras Rec. Desp. Operacionais	-6.417	-5.817	-34.577
Equivalência Patrimonial	-802	1.785	4.339
Lucro Operacional	26.718	34.722	52.080
Resultado não Operacional	-1.450	-1.024	0
Lucro antes do Imp. de Renda	25.268	33.698	52.080
Provisão Imposto de Renda	5.576	3.838	4.631
IR Diferido	0	2.418	1.393
Lucro Líquido	19.692	27.442	46.056
Depreciação e Amortização	4.702	-137	-11.084
Variações Monetárias LP	0	0	0
Integralização de Capital	0	145.439	508.781
Quantidade de Ações Total	19.237	29.224	111.511

Indicadores Selecionados - definidos no Apêndice 2	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
LAJIDA (R\$mil)	72.964	66.589	83.177
Margem LAJIDA (%)	15,66	13,48	12,53
Margem bruta (%)	26,72	28,11	29,83
Margem líquida (%)	4,23	5,56	6,94
Retorno de ativos (%)	2,35	2,79	3,08
Retorno sobre o PL (%)	10,96	9,14	5,66
Liquidez corrente	1,61	2,76	3,99
Liquidez seca	1,16	1,90	2,70
Cobertura de juros	2,13	2,38	6,96
Necessidade invest. giro (R\$mil)	277.926	313.624	594.965
Saldo disponível (R\$mil)	-105.649	-2.195	210.729
Financ. permanente líq. (R\$mil)	172.277	293.746	803.397
Total exigível / ativo (%)	78,58	67,71	45,36
Endiv. oneroso total (%)	12,59	18,60	1,96
Endiv. oneroso curto prazo (%)	6,85	-8,08	-15,92
Aplicações financeiras totais (%)	5,47	13,60	17,81
Grau de imobilização (%)	0,88	0,65	0,72

APÊNDICE 8:
KLABIN SEGALL S.A.

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS CONSOLIDADAS (Fonte: Economática)

	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Ativo Total	94.422	119.731	612.940
Ativo Circulante	77.612	87.098	520.076
Disponível e Inv CP	5.336	12.535	280.751
Créditos Comerciais CP	25.108	22.734	39.591
Estoques	41.357	44.334	189.694
Outros Ativos CP	5.811	7.495	10.040
Realizável LP	13.044	24.620	67.087
Créditos Comerciais LP	12.115	24.223	65.694
A Receber de Controladas LP	785	235	567
Outros Ativos LP	144	162	826
Permanente	3.766	8.013	25.778
Inv em Subsid e Outros			3.235
Imobilizado	496	1.211	1.441
Diferido	3.271	6.802	21.101
	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Passivo e Patrimônio Líquido	94.423	119.731	612.940
Passivo Circulante	20.590	31.439	91.112
Financiamento CP	8.167	16.095	15.743
Fornecedores CP	2.119	3.885	9.020
Impostos a Pagar CP	1.267	2.323	5.404
Dividendos a Pagar CP	1.056	2.676	1.446
Provisões CP			467
Outros Passivos CP	7.980	6.459	59.032
Exigível LP	18.712	22.607	87.494
Financiamento LP	7.549	2.095	11.682
Debêntures LP			1.472
Provisões LP	530	530	530
A Pagar a Controladas LP		2	0
Outros Passivos LP	10.633	19.979	73.811
Participação Acionistas Minoritários	6.278	6.897	14.917
Patrimônio Líquido	48.843	58.788	419.417
Capital Social	22.000	22.000	345.574
Reservas de Capital			50.000
Reserva de Lucros			23.844
Lucros Acumulados			0

KLABIN SEGALL S.A.

Demonstração de Resultados	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Receita Líquida Operacional	78.171	95.353	138.024
Custo Produtos Vendidos	46.620	57.241	80.180
Lucro Bruto	31.551	38.112	57.844
Despesas Operacionais Próprias	8.594	12.069	19.939
Despesas com Vendas	3.244	5.018	7.555
Despesas Administrativas	5.350	7.051	12.383
Lucro Operacional LAJIR	22.957	26.043	37.905
Resultado Financeiro	-2.038	-2.563	4.869
Receitas Financeiras			12.384
Despesas Financeiras			7.515
Outras Rec. Desp. Operacional	-1.578	-2.533	-25.269
Lucro Operacional	19.341	21.902	17.505
Resultado não Operacional	652	9	363
Lucro antes do Imp. de Renda	19.993	21.911	17.868
Provisão Imposto de Renda	2.852	4.126	6.396
IR Diferido			1.402
Participação Acionista Minoritário	4.938	3.233	7.273
Lucro Líquido	12.203	14.552	2.797
Depreciação e Amortização	1.578	2.533	3.362
Variações Monetárias LP			0
Integralização de Capital	144	6.355	369.444
Quantidade de Ações Total	22.000	22.000	59.038
Indicadores Selecionados			
- definidos no Apêndice 2	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
LAJIDA (R\$mil)	24.535	28.576	41.267
Margem LAJIDA (%)	31,39	29,97	29,90
Margem bruta (%)	40,36	39,97	41,91
Margem líquida (%)	15,61	15,26	2,03
Retorno de ativos (%)	12,92	12,15	0,46
Retorno sobre o PL (%)	24,98	24,75	0,67
Liquidez corrente	3,77	2,77	5,71
Liquidez seca	1,76	1,36	3,63
Cobertura de juros	12,04	11,15	-8,48
Necessidade invest. giro (R\$mil)	62.790	66.003	156.677
Saldo disponível (R\$mil)	-11.436	-8.331	251.880
Financ. permanente líq. (R\$mil)	51.355	57.672	408.556
Total exigível / ativo (%)	41,62	45,14	29,14
Endiv. oneroso total (%)	10,99	4,72	-41,09
Endiv. oneroso curto prazo (%)	3,00	2,97	-43,24
Aplicações financeiras totais (%)	5,65	10,47	45,80
Grau de imobilização (%)	3,99	6,69	4,21

APÊNDICE 9:
PDG REALTY S A EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS CONSOLIDADAS (Fonte: Economática)

	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil
Ativo Total	520	519.043
Ativo Circulante	20	368.643
Disponível e Inv CP	20	37.935
Créditos Comerciais CP		110.052
Clientes CP		110.052
Estoques		190.232
Outros Ativos CP		30.424
Realizável LP		117.075
Créditos Comerciais LP		97.896
A Receber de Controladas LP		16.810
Outros Ativos LP	500	2.369
Permanente		33.325
Inv. em Subsid. e Outros		31.191
Imobilizado		898
Diferido		1.236
	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil
Passivo e Patrimônio Líquido	520	519.043
Passivo Circulante	2	139.505
Financiamento CP		60.341
Fornecedores CP		10.052
Impostos a Pagar CP		7.214
Dividendos a Pagar CP		5.316
Outros Passivos CP	2	56.582
Exigível LP		118.114
Financiamento LP		52.414
Provisões LP		15.703
A Pagar a Controladas LP		306
Outros Passivos LP		49.691
Participação Acionistas Minoritários		4.452
Patrimônio Líquido	518	256.972
Capital Social	1.220	241.181
Reservas de Capital		0
Reserva de Lucros		1.036
Lucros Acumulados	-702	14.755

PDG REALTY S A EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES

Demonstração de Resultados	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil
Receita Líquida Operacional	423	116.416
Custo Produtos Vendidos	139	71.508
Lucro Bruto	284	44.908
Despesas Operacionais Próprias	243	13.295
Despesas com Vendas	28	5.379
Despesas Administrativas	215	7.916
Lucro Operacional LAJIR	41	31.613
Resultado Financeiro		-1.559
Outras Rec. Desp. Operacionais	633	-5.362
Equivalência Patrimonial		142
Lucro Operacional	648	24.834
Resultado não Operacional		-757
Lucro antes do Imp. de Renda		24.077
Provisão Imposto de Renda		2.103
IR Diferido	-16	0
Participação Acionista Minoritário		1.024
Lucro Líquido	-634	20.950
Depreciação e Amortização		787
Variações Monetárias LP		0
Integralização de Capital		240.663
Quantidade de Ações Total		79.776

Indicadores Selecionados	31/12/2005	31/12/2006
- definidos no Apêndice 2		
LAJIDA (R\$mil)	41	32.400
Margem LAJIDA (%)	9,69	27,83
Margem bruta (%)	67,14	38,58
Margem líquida (%)	-149,88	18,00
Retorno de ativos (%)	-121,92	4,04
Retorno sobre o PL (%)	-122,39	8,15
Liquidez corrente	10,00	2,64
Liquidez seca	10,00	1,28
Cobertura de juros		20,78
Necessidade invest. giro (R\$mil)	-2	308.235
Saldo disponível (R\$mil)	20	-80.136
Financ. permanente líq. (R\$mil)	518	228.099
Total exigível / ativo (%)	0,38	49,63
Endiv. oneroso total (%)	-3,85	14,41
Endiv. oneroso curto prazo (%)	-3,85	4,32
Aplicações financeiras totais (%)	3,85	7,31
Grau de imobilização (%)		6,42

**APÊNDICE 10:
RODOBENS NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS**

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS CONSOLIDADAS (Fonte: Economática)

	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Ativo Total	119.245	134.430	181.354
Ativo Circulante	59.786	69.296	124.803
Disponível e Inv CP	3.920	5.118	18.085
Créditos Comerciais CP	27.578	32.853	46.466
Estoques	14.454	16.384	35.672
Outros Ativos CP	13.835	14.941	24.580
Realizável LP	54.654	57.761	54.268
Créditos Comerciais LP	45.347	47.801	39.507
A Receber de Controladas LP	9.307	9.959	14.761
Permanente	4.805	7.374	2.283
Inv em Subsid e Outros			0
Imobilizado			2.283
	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Passivo e Patrimônio Líquido	119.245	134.430	181.354
Passivo Circulante	53.365	51.037	58.509
Financiamento CP	5.713	9.087	12.508
Fornecedores CP	1.850	1.230	2.811
Impostos a Pagar CP	5.446	4.961	7.246
Dividendos a Pagar CP	490	490	517
Provisões CP	2.587	2.207	2.082
A Pagar a Controladas CP	31.406	26.825	25.005
Outros Passivos CP	5.872	6.237	8.341
Exigível LP	35.366	50.866	58.602
Financiamento LP	25.824	41.960	46.519
Provisões LP	118	89	135
Outros Passivos LP	9.424	8.817	11.948
Part Acionistas Minoritários		21	0
Patrimônio Líquido	30.514	32.506	64.242
Capital Social	18.188	18.188	63.938
Reservas de Capital			0
Reserva de Lucros	25	25	304
Lucros Acumulados	12.301	14.293	0

RODOBENS NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS

Demonstração de Resultados	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Receita Líquida Operacional	56.419	42.492	47.009
Custo Produtos Vendidos	36.896	29.356	30.110
Lucro Bruto	19.523	13.136	16.899
Despesas Operacionais Próprias	12.768	12.942	18.795
Despesas com Vendas	4.074	3.352	3.854
Despesas Administrativas	8.694	9.590	14.941
Lucro Operacional LAJIR	6.755	194	-1.896
Resultado Financeiro	-7.736	-2.936	-990
Receitas Financeiras			5.151
Despesas Financeiras			6.141
Outras Rec. Desp. Operacionais	3.731	4.919	5.345
Equivalência Patrimonial	-68	1.341	1.476
Lucro Operacional	2.682	3.518	3.934
Lucro antes do Imp. de Renda	2.523	3.518	3.934
Provisão Imposto de Renda	1.584	1.035	1.044
IR Diferido	898	1	525
Participação Acionista Minoritário		21	0
Lucro Líquido	41	2.461	2.365
Depreciação e Amortização			229
Variações Monetárias LP			-2.982
Integralização de Capital			30.000
Quantidade de Ações Total	18.188	18.188	25.575
Indicadores Selecionados			
- definidos no Apêndice 2	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
LAJIDA (R\$mil)	6.755	194	-1.667
Margem LAJIDA (%)	11,97	0,46	-3,55
Margem bruta (%)	34,60	30,91	35,95
Margem líquida (%)	0,07	5,79	5,03
Retorno de ativos (%)	0,03	1,83	1,30
Retorno sobre o PL (%)	0,13	7,57	3,68
Liquidez corrente	1,12	1,36	2,13
Liquidez seca	0,85	1,04	1,52
Cobertura de juros	0,87	0,07	-1,68
Necessidade invest. giro (R\$mil)	53.816	71.573	103.419
Saldo disponível (R\$mil)	-28.107	-46.419	-41.459
Financ. permanente líq. (R\$mil)	25.709	25.153	61.959
Total exigível / ativo (%)	74,41	75,80	64,58
Endiv. oneroso total (%)	23,16	34,17	22,58
Endiv. oneroso curto prazo (%)	1,50	2,95	-3,08
Aplicações financeiras totais (%)	3,29	3,81	9,97
Grau de imobilização (%)	4,03	5,49	1,26

APÊNDICE 11:
ROSSI RESIDENCIAL S A

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS CONSOLIDADAS (Fonte: Economática)

	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Ativo Total	941.150	793.880	1.490.366
Ativo Circulante	576.517	540.650	1.092.316
Disponível e Inv. CP	21.471	15.749	327.047
Créditos Comerciais CP	333.158	149.651	148.773
Estoques	191.022	299.226	498.659
Outros Ativos CP	30.866	76.024	117.837
Realizável LP	359.419	248.313	371.269
Créditos Comerciais LP	310.747	185.437	297.761
A Receber de Controladas LP	0	4.508	0
Outros Ativos LP	48.672	58.368	73.508
Permanente	5.214	4.917	26.781
Inv. em Subsid. e Outros	1.544	1.484	21.498
Imobilizado	1.484	1.757	2.517
Diferido	2.186	1.676	2.766
	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Passivo e Patrimônio Líquido	941.150	793.880	1.490.366
Passivo Circulante	337.618	287.799	288.912
Financiamento CP	71.914	121.938	89.332
Fornecedores CP	7.590	11.118	12.916
Impostos a Pagar CP	33.713	11.346	9.302
Dividendos a Pagar CP	7.713	4.796	10.380
A Pagar a Controladas CP	0	37.701	32.681
Outros Passivos CP	216.688	100.900	134.301
Exigível LP	293.667	175.081	121.777
Financiamento LP	37.586	18.643	37.278
Provisões LP	7.252	42.454	27.122
A Pagar a Controladas LP	19.262	28.076	0
Outros Passivos LP	229.567	85.908	57.377
Part Acionistas Minoritários	32.599	38.352	0
Patrimônio Líquido	277.266	292.648	1.079.677
Capital Social	230.732	230.732	445.117
Reservas de Capital	0	0	548.115
Reserva de Lucros	46.534	61.916	86.445
Lucros Acumulados	0	0	0

ROSSI RESIDENCIAL S.A.

Demonstração de Resultados	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
	R\$mil	R\$mil	R\$mil
Receita Líquida Operacional	317.631	403.942	411.258
Custo Produtos Vendidos	219.252	288.310	282.914
Lucro Bruto	98.379	115.632	128.344
Despesas Operacionais Próprias	64.423	77.100	85.200
Despesas com Vendas	36.245	45.685	45.705
Despesas Administrativas	28.178	31.415	39.495
Lucro Operacional LAJIR	33.956	38.532	43.144
Resultado Financeiro	-3.202	-11.984	54.388
Receitas Financeiras	7.255	7.263	119.770
Despesas Financeiras	10.457	19.247	65.382
Outras Rec. Desp. Operacionais	-2.513	482	15
Lucro Operacional	28.241	27.030	97.547
Resultado não Operacional	2.589	2.962	-51.742
Lucro antes do Imp. de Renda	30.830	29.992	45.805
Provisão Imposto de Renda	5.007	3.229	3.681
IR Diferido	0	0	-1.577
Partic./Contribuições Estatutárias	0	173	0
Participação Acionista Minoritário	6.522	6.412	0
Lucro Líquido	19.301	20.178	43.701
Depreciação e Amortização	2.404	2.296	1.455
Variações Monetárias LP	-11.369	-6.552	-6.237
Integralização de Capital	0	0	762.500
Quantidade de Ações Total	386.815	386.815	78.852
Indicadores Selecionados			
- definidos no Apêndice 2	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
LAJIDA (R\$mil)	36.360	40.828	44.599
Margem LAJIDA (%)	11,45	10,11	10,84
Margem bruta (%)	30,97	28,63	31,21
Margem líquida (%)	6,08	5,00	10,63
Retorno de ativos (%)	2,05	2,54	2,93
Retorno sobre o PL (%)	6,96	6,89	4,05
Liquidez corrente	1,71	1,88	3,78
Liquidez seca	1,14	0,84	2,05
Cobertura de juros	11,36	3,41	-0,82
Necessidade invest. giro (R\$mil)	400.393	455.711	862.839
Saldo disponível (R\$mil)	-95.742	-129.628	190.057
Financ. permanente líq. (R\$mil)	304.651	326.083	1.052.896
Total exigível / ativo (%)	67,08	58,31	27,56
Endiv. oneroso total (%)	9,35	15,72	-13,45
Endiv. oneroso curto prazo (%)	5,36	13,38	-15,95
Aplicações financeiras totais (%)	2,28	1,98	21,94
Grau de imobilização (%)	0,55	0,62	1,80

APÊNDICE 12:
TECNISA S A

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS CONSOLIDADAS (Fonte: Economática)

	31/12/2005	31/12/2006
	Pro Forma	
	R\$mil	R\$mil
Ativo Total	288.179	508.955
Ativo Circulante	203.472	388.217
Disponível e Inv. CP	7.674	19.998
Créditos Comerciais CP	40.034	105.513
Estoques	135.334	232.184
Outros Ativos CP	20.430	30.522
Realizável LP	83.297	92.729
Créditos Comerciais LP	62.836	68.121
A Receber de Controladas LP	5.809	5.027
Outros Ativos LP	14.652	19.581
Permanente	1.410	28.009
Inv. em Subsid. e Outros	3	24.879
Imobilizado	1.407	2.958
Diferido		172
	31/12/2005	31/12/2006
	Pro Forma	
	R\$mil	R\$mil
Passivo e Patrimônio Líquido	288.179	508.955
Passivo Circulante	77.006	205.824
Financiamento CP	28.908	117.691
Fornecedores CP	6.557	5.413
Impostos a Pagar CP	2.536	3.239
Provisões CP	1.169	982
A Pagar a Controladas CP	5.716	34
Outros Passivos CP	32.120	78.465
Exigível LP	94.030	148.527
Financiamento LP	37.824	40.670
Provisões LP	3.559	6.255
Outros Passivos LP	52.647	101.602
Resultados de Exercícios Futuros		1.899
Participação Acionista Minoritário	3.561	7.504
Patrimônio Líquido	113.582	145.201
Capital Social	73.131	78.206
Reservas de Capital		
Reserva de Lucros		484
Lucros Acumulados	40.451	66.511

TECNISA S A

Demonstração de Resultados	31/12/2005	31/12/2006
	Pro Forma	
	R\$mil	R\$mil
Receita Líquida Operacional	143.430	202.982
Custo Produtos Vendidos	87.049	121.812
Lucro Bruto	56.381	81.170
Despesas Operacionais Próprias	26.496	34.623
Despesas com Vendas	9.649	11.361
Despesas Administrativas	16.847	23.262
Lucro Operacional LAJIR	29.885	46.547
Resultado Financeiro		
Receitas Financeiras	13.352	17.796
Despesas Financeiras	-12.825	-16.181
Outras Rec. Desp. Operacionais	-405	-22
Lucro Operacional	30.007	48.140
Receitas Não Operacional	83	1.147
Lucro antes do Imp. de Renda	30.090	49.287
Provisão Imposto de Renda	-3.551	-3.762
IR Diferido	164	-5.057
Participação Acionista Minoritário	-1.314	-4.702
Lucro Líquido	25.389	35.766
Depreciação e Amortização	304	70

Indicadores Selecionados
- definidos no Apêndice 2

	31/12/2005	31/12/2006
	Pro Forma	
LAJIDA (R\$mil)	30.189	46.617
Margem LAJIDA (%)	21,05	22,97
Margem bruta (%)	39,31	39,99
Margem líquida (%)	17,70	17,62
Retorno de ativos (%)	8,81	7,03
Retorno sobre o PL (%)	22,35	24,63
Liquidez corrente	2,64	1,89
Liquidez seca	0,88	0,76
Cobertura de juros	2,35	2,88
Necessidade invest. giro (R\$mil)	216.174	264.958
Saldo disponível (R\$mil)	-59.058	-138.363
Financ. permanente líq. (R\$mil)	115.733	124.696
Total exigível / ativo (%)	44,99	69,62
Endiv. oneroso total (%)	20,49	27,19
Endiv. oneroso curto prazo (%)	7,37	19,19
Aplicações financeiras totais (%)	2,66	3,93
Grau de imobilização (%)	0,49	5,50