

## **ENDIVIDAMENTO E RENTABILIDADE. UM SISTEMA DE PROTEÇÃO AOS CREDORES MAIS FRACOS PREJUDICA ESSA RELAÇÃO?**

### **RESUMO**

A literatura de finanças não tem respostas acerca da melhor composição entre capitais próprios e de terceiros. No entanto, o Banco Internacional de Pagamentos – BIS divulgou em seu último relatório; dentre vários apontamentos, que o nível de comprometimento das empresas com o pagamento de dívidas é considerado alto no Brasil. Este estudo buscou identificar o nível de endividamento e a capacidade de rentabilidade que as empresas brasileiras possuem e, separadamente, esses níveis somente das empresas consideradas gaúchas. O objetivo foi verificar se os efeitos de um sistema legal de proteção aos credores mais fracos no estado do Rio Grande do Sul afeta a estrutura de capital das empresas gaúchas, já que este Estado é considerado por alguns autores como berço do Direito Alternativo. Concluiu-se que as empresas gaúchas apresentam um nível de endividamento muito menor que as demais empresas instaladas em outros estados do país.

**Palavras-chave:** Rentabilidade; Endividamento; Empresas Gaúchas.

**Área Temática:** Contabilidade para usuários externos.

## 1 INTRODUÇÃO

Desde o seminal trabalho de Modigliani e Miller (1958) que considerava a estrutura de capital irrelevante para a criação de valor, este tema não parou de ser discutido e ainda não há uma conclusão definitiva sobre o assunto.

Encontrou-se evidências de estudos apontando que a estrutura de financiamento de uma empresa pode trazer vantagens e desvantagens; dependerá das características específicas em relação ao aproveitamento do benefício fiscal gerado pela dívida face aos custos de falência gerados (KRAUS e LITZENBERGER, 1973). Achou-se estudo que acrescentou como uma característica, os custos de agência (JENSEN e MECKLING, 1976); outro estudo acrescentou a assimetria de informações (LELAND e PYLE, 1977); dentre vários outros. O fato é que a literatura de finanças não tem respostas acerca da melhor composição entre capitais próprios e de terceiros. Não é oferecida uma resposta definitiva a respeito do melhor nível de endividamento de uma empresa (JENSEN e MECKLING, 1976) ou sobre qual a melhor estrutura de capital para que possa proporcionar melhor retorno para a empresa e seu acionista (HART e MOORE, 1995).

Independente da relação endividamento e valor ou de quais imperfeições do mercado que justificaria a empresa se endividar, não há dúvida que o maior endividamento só pode vir a ser interessante aos acionistas se este gerar uma maior rentabilidade sobre o patrimônio líquido.

O Banco Internacional de Pagamentos – BIS, instituição que coordena os bancos centrais mundiais divulgou em 24/06/2012 seu relatório anual; dentre vários apontamentos, consta que o nível de comprometimento das empresas com o pagamento de dívidas é considerado alto no Brasil (Jornal ZH, 25/06/2012). A partir da preocupação causada por esta pesquisa, busca-se contribuir com um estudo que identifique o nível de endividamento e a capacidade de rentabilidade que as empresas brasileiras possuem. O estudo pretende identificar também a situação destes índices nas empresas, consideradas gaúchas, listadas no Informe Econômico, página nº 16 do jornal Zero Hora de 21/04/2012.

De acordo com La Porta et al. (1998) o sistema legal de um país é fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais e para os custos de financiamentos das empresas sob essa jurisdição.

Considerando que o sistema de proteção jurídica dos credores é fundamental para os custos de financiamento das empresas e que um maior custo de endividamento reduz a rentabilidade sobre o patrimônio líquido, empresas situadas em ambientes legais de baixa proteção ao credor devem apresentar menor crescimento em sua rentabilidade ao endividar-se.

Um estudo da Febraban<sup>1</sup> sobre o endividamento no Brasil publicado pelo espaço jurídico do site BM&FBOVESPA aponta que o Estado do Rio Grande do Sul é considerado o berço do Direito Alternativo. Segundo Háfez (2005), autora desta reportagem, das ações na Justiça brasileira que contestam os juros aplicados pelos bancos em contratos de financiamento, 65% foram propostas no estado gaúcho, em 2004. Para ela o mercado financeiro justifica este número alegando que os juízes e desembargadores gaúchos davam decisões favoráveis aos devedores, ao contrário do que ocorre na maioria do Judiciário de outros estados. Para esta autora a situação causou reação por parte de instituições financeiras e bancos como: a Acrefi<sup>2</sup> a Anefac<sup>3</sup> que afirmaram que nos estados onde o Judiciário se

---

<sup>1</sup> Febraban:- Federação Brasileira de Bancos

<sup>2</sup> Acrefi - Associação Nacional das Instituições de Crédito, Financiamento e Investimento

<sup>3</sup> Anefac - Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade

posicionou a favor dos devedores nas ações revisionais, houve limitação à concessão de crédito.

Desta forma, pode-se se imaginar que o custo do endividamento no RS é maior que nos demais estados do Brasil, portanto o benefício de endividar-se neste estado é menor, o que deve causar um menor endividamento das empresas neste estado e um menor ganho de rentabilidade ao endividar-se.

Portanto, o presente estudo visa verificar se as empresas localizadas no Estado do Rio Grande do Sul, denominadas de empresas Gaúchas têm sua rentabilidade prejudicada em detrimento do maior custo de capital de terceiros em consequência da menor proteção oferecida aos credores neste estado.

Para isso, será antes necessário verificar se a relação entre endividamento e rentabilidade é válida no Brasil e por fim se confirmado que as empresas gaúchas apresentam menor benefício ao se endividar, será verificado se esse ambiente de menor proteção legal aos credores afeta o endividamento das empresas gaúchas, tornando-as menos endividadas que a média nacional.

Para esta pesquisa serão utilizados os dados das empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo-BOVESPA, no período de 2007 a 2011, disponível no banco de dados da Economatica.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Para Procianny e Schmitt (1995) a estrutura de capital indica que certo grau de alavancagem financeira estimulada pelos incentivos fiscais não compensa o endividamento. De acordo com Famá et al (2001) o endividamento é medido pelo custo de capital. Não há fórmula exata disponível para determinar o quociente ótimo entre capital de terceiros e capital próprio (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2010, p. 362). Portanto, entende-se que cada empresa deverá buscar dentro das suas características a melhor relação entre o custo de sua estrutura de capital e a sua rentabilidade.

Para Ross, Westerfield e Jaffe (2010, p. 320) os gestores financeiros devem optar pela estrutura de capital que maximiza o valor da companhia, possibilitada pela alavancagem. Estudos realizados por autores como Zani (2005); Junqueira, Bertucci e Bressan (2005); e Fama e Grava (2000) apontaram contribuições às teorias clássicas da área de finanças (Quadro I), além de justificá-las como sendo ferramentas para tomadas de decisões.

Para Zani (2005), o estudo que Modigliani e Miller (Teoria MM de 1958) desenvolveram acerca da irrelevância da estrutura de capital das empresas acabou tornando-se um clássico na teoria de finanças. Junqueira, Bertucci e Bressan (2005) apontam que os conflitos (Teoria de agência de 1976) que ocorrem nas empresas são movidos por preferências distintas no que diz respeito a itens relevantes. Estes autores acreditam que os administradores tendem a ser mais cautelosos em suas decisões se a companhia tiver assumido compromissos perante terceiros; e assim, esta estratégia pode diminuir a concretização de maus investimentos; todavia pode comprometer a realização de bons projetos por insuficiência de recursos ou ainda, preocupação excessiva dos gestores.

De acordo com Zani (2005), a Teoria da Assimetria de Informações de Leland e Pyle (1977), parte do princípio de que os administradores possuem informações privilegiadas a respeito da expectativa de retornos correntes e/ou futuros, bem como de oportunidades de investimentos à organização. Este autor contribui também com a Teoria de Pecking Order – POT, de Myers (1984), descrevendo a ordem de importância para as formas de obtenção de recursos:

- 1º lugar: Financiamento interno – retenção dos lucros;
- 2º lugar: Distribuição de dividendos considerando as oportunidades de investimento;

- 3º lugar: Recorrência ao uso de finanças externas – utilização prioritária de títulos mais seguros;
- 4º lugar: Emissão de dívida, seguida de emissão de títulos conversíveis e, como último recurso, recorrência à participação acionária externa

Esta teoria de pecking order sugere uma relação negativa entre endividamento e rentabilidade, uma vez que as empresas mais rentáveis têm mais condições de se autofinanciar e assim, recorrendo menos à utilização de dívida. Uma contribuição a esta teoria foram os estudos de Thies e Klock (1992) que acrescentaram o risco operacional como um elemento importante na decisão da estrutura de financiamento de uma empresa.

A Teoria Trade-Off de Myers e Majluf (1984), segundo Correa, Basso e Nakamura (2007), tem a sua origem na análise do intercâmbio entre elementos positivos e negativos de uma organização. Zani (2005) contribui dizendo que as consequências dos riscos de falência vão desde a possibilidade de os executivos mais capazes abandonarem a empresa; às perdas de negócios; talentos; bem como à atração de executivos aventureiros. Este autor contribui ainda salientando sobre o perfil administrativo: a possibilidade de políticas financeiras extremamente arrojadas, as quais tanto podem levar a companhia ao sucesso, como também, ao fracasso, devendo este último ser suportado pelos credores e acionistas.

QUADRO 1: Teorias clássicas que explicam decisões de estrutura de capital

Teoria, autores e data	Estudo da Teoria
Teoria MM: Franco Modigliani e Merton Miller; ano de 1958	<p>Estudo sobre a irrelevância da estrutura de capital das empresas. Há três pressupostos básicos tratados como: Proposições I, II e III</p> <p><b>Proposição I:</b> O valor da empresa alavancada é igual ao da empresa não alavancada.</p> <p><b>Proposição II:</b> Um maior endividamento traduz-se num risco maior para os acionistas da empresa, e consequentemente, numa majoração do custo do capital próprio</p> <p><b>Proposição III:</b> O custo marginal do capital para uma empresa é igual ao custo médio de capital. Este é igual à taxa de capitalização para uma empresa não alavancada na classe à qual pertence.</p>
Teoria: DA AGÊNCIA: Jensen e Meckling; ano de 1976	<p>Tem seu foco nos conflitos que ocorrem nas empresas devido às divergências de interesse entre alguns atores que influenciam as decisões da organização. Esses conflitos são movidos por preferências distintas no que diz respeito a itens relevantes.</p> <p>Este estudo indica que existe a existência de conflitos de agência entre gerente e acionistas e entre credores e acionistas.</p>
Teoria: da ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES: Leland e Pyle; ano de 1977	<p>Esta teoria parte do princípio de que a estrutura de capital está relacionada ao valor de mercado da empresa, mesmo na ausência de impostos. Isso ocorre em virtude da posse assimétrica de informações, uma vez que gestores e pessoas internas dispõem de mais informações sobre as oportunidades de investimentos da empresa do que os investidores externos.</p>
Teoria de PECKING ORDER: Myers; ano de 1984	<p>A obtenção de recursos de uma empresa obedece a uma ordem de importância:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* utilização de recursos internos;</li> <li>* emissão de títulos de dívida;</li> <li>* emissão de títulos híbridos;</li> <li>* emissão de novas ações.</li> </ul>

Teoria de TRADE-OFF: Myers e Majluf; ano de 1984	A estrutura de capital das empresas é marcada pela presença de dois elementos distintos, considerados norteadores do processo decisório à obtenção de um ótimo nível de financiamento: * benefícios tributários e custo de falência (esta teoria defende a idéia de uma estrutura ótima de capital, capaz de propiciar a maximização do valor da companhia).
---	--

Fonte: os autores a partir do estudo destas teorias

### 3 MÉTODO

O método utilizado para verificar se os efeitos de um sistema legal de proteção aos credores mais fracos no estado do Rio Grande do Sul afeta a estrutura de capital das empresas gaúchas, foi dividido em duas partes.

No primeiro momento foi necessário verificar se existe a relação entre rentabilidade e endividamento no Brasil. Para isso as empresas da amostra foram agrupadas por faixas de endividamento, ou seja, no primeiro grupo estavam as empresas com endividamento entre 0% e 10%, no segundo grupo as empresas com endividamento entre 10% e 20% e assim por diante até o grupo 200% e 210%. Após essa faixa, por ter poucas empresas na faixa com 10% de amplitude, utilizaram-se amplitudes maiores.

Como endividamento foi utilizado a relação entre passivos totais (passivo circulante + exigível em longo prazo) e patrimônio líquido. Optou-se em utilizar também o passivo circulante, pois no Brasil o financiamento de curto prazo é significativo para muitas empresas.

Foram calculados o endividamento médio e a rentabilidade (lucro líquido / patrimônio líquido) média de cada grupo, posteriormente procedeu-se análises desta relação através de regressões.

Foram utilizadas médias para eliminar distorções individuais que poderia invalidar as regressões entre endividamento e retorno. Ao utilizar faixas e valores médios, eventuais distorções individuais provocaram menores efeitos.

Em uma segunda etapa, fez-se o mesmo estudo em todas as empresas da amostra, mas apenas com empresas gaúchas. Após, comparou-se os resultados da amostra total com a amostra de empresas gaúchas para verificar se o ambiente de menor proteção jurídica no qual essas empresas estavam situadas afetava a rentabilidade destas empresas.

Por fim, foi comparado o endividamento médio das empresas nacionais e das empresas gaúchas para verificar se o eventual menor benefício de endividamento afeta a estrutura de capital das empresas. Foi realizado o Teste t para verificar se essa diferença é significativa.

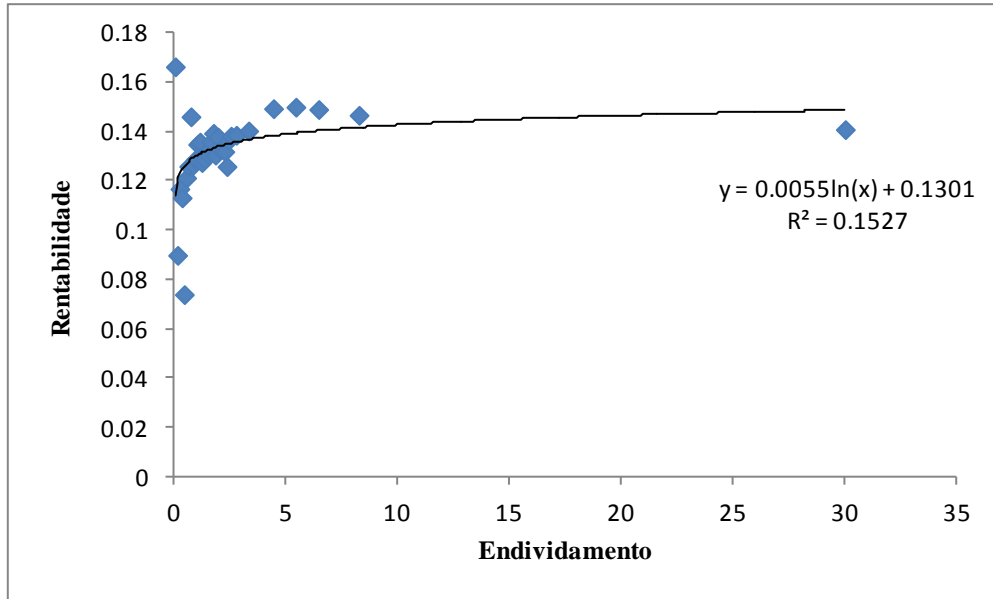
Neste trabalho foram trabalhados estatisticamente os dados obtidos através do banco de dados da Economática® referente às Companhias Abertas Brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo no período de 2007 a 2011.

O total de empresas listadas nos anos foi de 415 em 2007, 405 em 2008, 399 em 2009, 397 em 2010 e 388 em 2011. As empresas consideradas gaúchas que consideramos em nosso estudo foram 24 em 2007, 27 em 2008 e 26 nos anos de 2009, 2010 e 2011.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 4.1 – Relações entre endividamento e rentabilidade

Foram criadas 33 faixas de endividamento na qual foi identificada uma relação positiva entre endividamento e rentabilidade conforme apresentado na Figura 1.

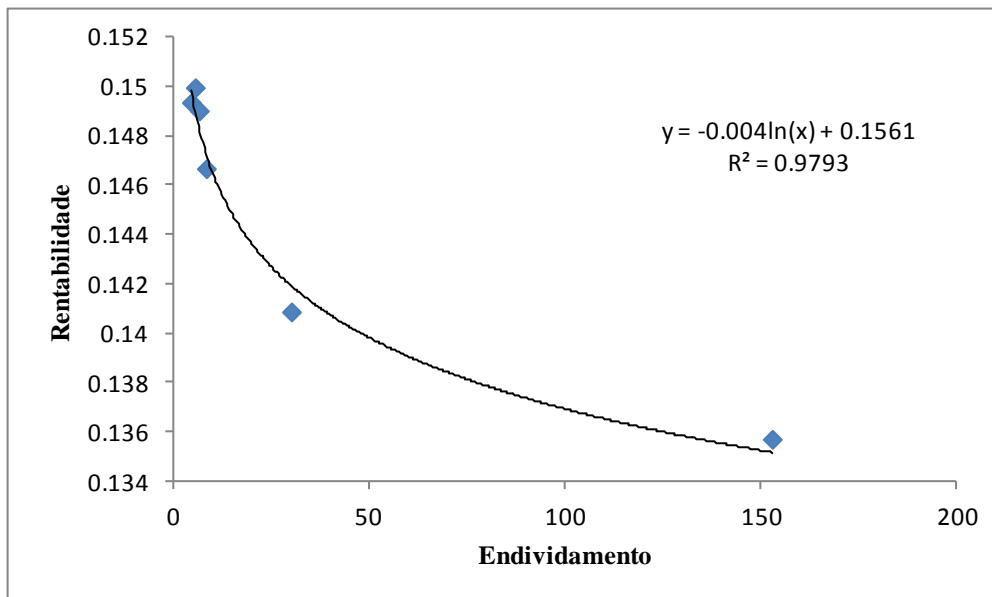


**Figura 1: Relação entre endividamento e rentabilidade**

Percebe-se que a relação existente é logarítmica. O poder explicativo não é muito alto, mas considerando que é uma regressão de uma única variável, 15,27% da rentabilidade ser explicada pelo endividamento é um bom número.

Percebe-se também que a partir do endividamento médio de 440% e retorno médio de 14,93% a relação entre rentabilidade e retorno inverteu a relação e passou a ter relação negativa. Essa inversão é esperada, pois empresas muito endividadas apresentam maior risco de falência e o acréscimo no custo de capital não compensa o eventual ganho decorrente da alavancagem financeira.

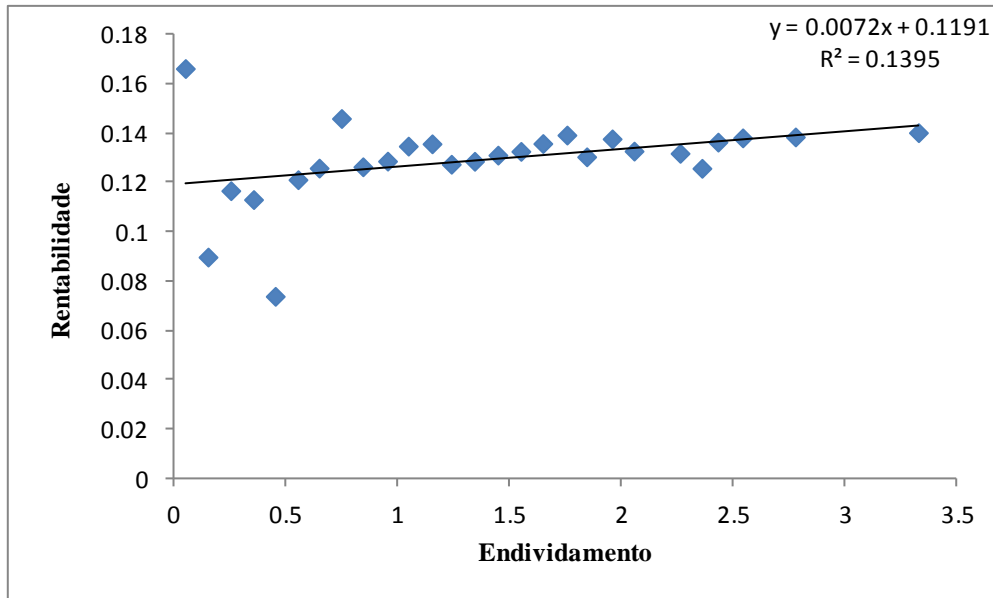
Na Figura 2 apresentamos apenas a relação entre endividamento e rentabilidade das faixas de endividamento superior a 440%.



**Figura 2: Relação entre endividamento e rentabilidade nas faixas de alto endividamento**

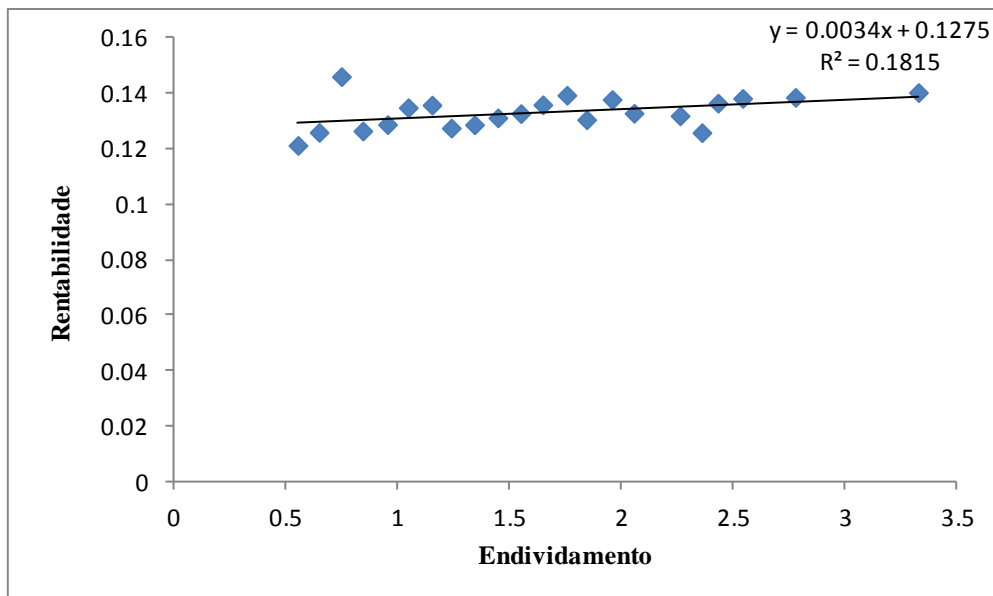
Percebe-se que a curva logarítmica ajusta-se quase que perfeitamente aos pontos e a relação é negativa, ou seja, o excesso de endividamento é prejudicial aos acionistas e deveria ser evitado.

Na figura 3 apresentamos a relação entre endividamento e rentabilidade do outro grupo, ou seja, endividamento até 440% e encontramos uma relação linear positiva.



**Figura 3: Relação entre endividamento e rentabilidade sem as faixas de alto endividamento**

O  $R^2$  de 13,95% é relativamente baixo, que pode estar sendo prejudicado pelas faixas de menor endividamento que apresentam maior dispersão. Essa maior dispersão nas faixas de mais endividamento faz sentido, uma vez que a rentabilidade sofre pouca influência do endividamento, a variabilidade da rentabilidade nestas faixas é basicamente explicada por fatores operacionais e de mercado, já que a baixa alavancagem financeira pouco afeta a rentabilidade dessas empresas. Na figura 4 é apresentada a relação entre endividamento e rentabilidade das faixas superiores a 50% e inferior a 440%.

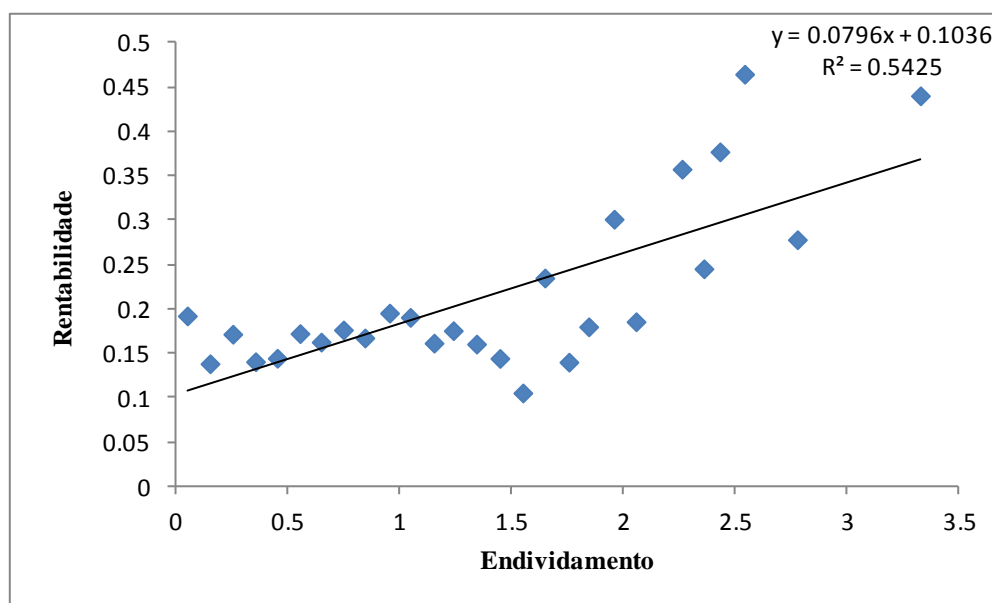


**Figura 4: Relação entre endividamento e rentabilidade nas faixas intermediárias de endividamento**

Percebe-se que a relação entre endividamento e rentabilidade nas faixas intermediárias continuou positiva, com  $R^2$  superior à regressão com as faixas baixas de endividamento, mas com coeficiente angular de 0,0034, ou seja, menor que o 0,0072 obtido na regressão com as baixas faixas de endividamento. Este menor coeficiente angular que indica que o efeito do endividamento na rentabilidade não é tão grande como parecia na regressão com as baixas faixas também.

Outro aspecto importante a ser considerado é que um eventual benefício do endividamento seria válido apenas para empresas lucrativas, pois o benefício fiscal é nulo se a empresa não apresenta lucro e a alavancagem financeira aumenta a rentabilidade negativa.

Desta forma, na figura 5 apresentamos a relação entre endividamento e retorno considerando apenas as empresas lucrativas.



**Figura 5: Relação entre endividamento e rentabilidade nas empresas lucrativas**

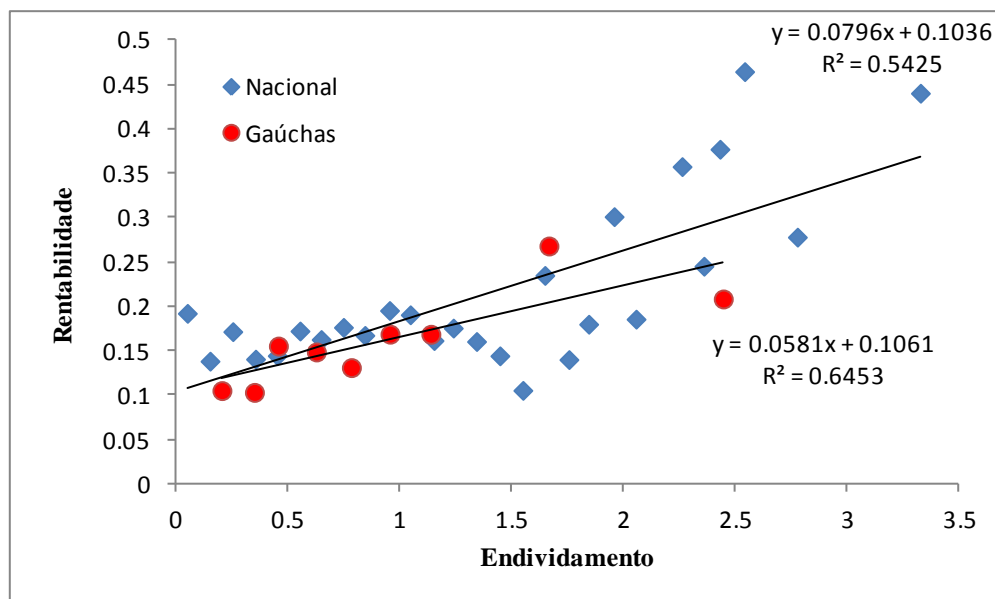
Nesta situação percebe-se um alto  $R^2$  que explica 54,25% da rentabilidade através do endividamento e um alto coeficiente angular de 0,0796, o que sugere que um certo grau de endividamento é uma forma de aumentar a rentabilidade.

Com base nas regressões analisadas, podemos concluir que existe uma relação entre endividamento e rentabilidade no Brasil. Esta relação é positiva até determinado momento e negativa para endividamento exageradamente alto. Ainda é importante ressaltar que o benefício do endividamento é exclusivo para empresas lucrativas.

#### **4.2 – Relações entre endividamento e rentabilidade – empresas gaúchas**

Conforme verificado no item 4.1, a relação positiva entre endividamento e rentabilidade é existente principalmente nas empresas lucrativas e não exageradamente endividadas, desta forma apresentamos na figura 6 a relação entre endividamento e rentabilidade das empresas lucrativas e também destacamos essa relação na amostra apenas com empresas gaúchas.





**Figura 6: Relação entre endividamento e rentabilidade nas empresas lucrativas**

Percebe-se que a relação entre endividamento e rentabilidade das empresas gaúchas é ainda maior do que nas empresas nacionais. O  $R^2$  da regressão com apenas empresas gaúchas é de 64,53%, todavia a rentabilidade média das empresas gaúchas são inferiores à rentabilidade média das empresas nacionais. O menor benefício do endividamento para as empresas gaúchas também fica explicitado pelo menor coeficiente angular, que é de 0,0581 para a regressão das empresas gaúchas, enquanto na regressão de empresas nacionais o coeficiente angular é 0,0796.

As regressões analisadas demonstram claramente que há relação entre endividamento e rentabilidade das empresas lucrativas, desde que as empresas não estejam altamente endividadas. Todavia, para as empresas gaúchas esse benefício é menor do que a média nacional. Acredita-se que esse fato é consequência do maior custo de endividamento no Rio Grande do Sul devido à menor segurança jurídica dos credores neste estado, apesar de não termos dados concretos para fazer essa relação.

O endividamento médio das empresas nacionais foi de 2,37, enquanto o endividamento das empresas gaúchas foi de 1,31, ou seja, menos da metade do encontrado na amostra nacional. Esta diferença foi significativa a 5%.

Conforme esperado, as condições mais adversas ao endividamento encontradas pelas empresas gaúchas afetam a estrutura de capital destas empresas, levando-as a terem menor endividamento.

## 5 - CONCLUSÕES

Neste estudo foi identificada uma relação positiva entre endividamento e rentabilidade para empresas lucrativas até uma faixa de endividamento de 440% (equivalente a 81% de dívida em relação ao ativo total). Após essa faixa de endividamento a relação entre endividamento e rentabilidade é negativa, provavelmente porque o custo do capital de terceiros nesta situação em que o risco de falência é mais real, inviabiliza o endividamento.

O Rio Grande do Sul é reconhecido nacionalmente pelo seu sistema judiciário alternativo que apresenta forte tendência a favorecer o devedor em detrimento do credor (HÁFEZ, 2005). Essa situação de acordo com La Porta et al. (1998) prejudica as empresas que acabam incorrendo em maior custo de financiamento.

Essa pesquisa observou que no Rio Grande do Sul o benefício do endividamento é realmente menor do que a média nacional e o ganho de rentabilidade das empresas gaúchas com o endividamento não é tão grande como no resto do país.

Desta forma, as empresas gaúchas apresentam um nível de endividamento muito menor que as demais empresas instaladas em outros estados do país. Como o custo de endividamento é maior no Rio Grande do Sul, e o ganho com a alavancagem financeira fica menor, o nível de endividamento interessante para a empresa é menor, pois o alto custo do capital de terceiros em níveis de endividamento maiores torna o endividamento desinteressante.

Essa maior dificuldade de acesso ao capital, segundo La Porta et al. (1998) prejudica a capacidade de investimento e crescimento das empresas, tornando-as menos competitivas e prejudicando toda a sociedade. Desta forma esse entendimento alternativo por parte do judiciário gaúcho, que aparentemente beneficia os menos favorecidos, em análise mais abrangente mostra-se prejudicial a todos.

### REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

CORREA, Carlos Alberto; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; NAKAMURA, Wilson Toshiro. **A Estrutura de Capital das Maiores Empresas Brasileiras: Análise Empírica das Teorias de *Pecking Order* e *Trade-Off*, usando o *Panel Data***. In: ENCONTRO DA ANPAD, 31, 2007, Rio de Janeiro. *Anais*. Rio de Janeiro, EnANPAD, 2007. CD-ROM

FAMÁ, R.; BARROS, L. & SILVEIRA, A. - **A Estrutura de Capital é Relevante?** Novas Evidências a Partir de Dados Norte-Americanos e Latino-Americanos. Caderno de Pesquisas em Administração. Vol. 08, n. 2. São Paulo, 2001.

FAMÁ, R. & GRAVA, J. W. - **Teoria da estrutura de Capital** - As Discussões Persistem. *Caderno de Pesquisa em Administração*. Vol.1, n. 11. 2000

HART, Oliver; MOORE, John. Debt and seniority: an analysis of the role of hard claims in constraining management. **American Economic Review**, v. 85, n. 3, p. 567–85. June, 1995.

HÁFEZ, ANDRÉA. **Efeito Colateral** Direito Alternativo resiste em decisões judiciais contrárias ao mercado financeiro. Caderno Espaço Jurídico da BM&FBovespa. Disponível: <http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/noticias-e-entrevistas/Noticias/051117NotA.asp> acesso20/07/2012

JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n.4, p. 305-60, Oct. 1976.

JUNQUEIRA, Luis Renato; BERTUCCI, Janete Lara de Oliveira; BRESSAN, Aureliano Angel. **Alavancagem Financeira como Estratégia de Financiamento** do Processo de Crescimento de Empresas Brasileiras de Capital Aberto no Período de 1995-2002. In: ENCONTRO DA ANPAD, 29, 2005, Distrito Federal. *Anais...* Brasília, EnANPAD, 2005. CD-ROM

KRAUS, Alan; LITZENBERGER, Robert H. A state-preference model of optimal financial leverage. **The Journal of Finance**, v. 28, n. 4, p. 911-22, Sept. 1973.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. “Law and Finance”, **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LELAND, Hayne E; PYLE, David H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 2, p. 371-87, May 1977.

MYERS, Stewart C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575- 92, July 1984.

MYERS, S. C. & MALUF, N. S. - Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors do not Have. **Journal of Financial Economics**. 13 P. 187-221, 1984

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. **American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-97, June, 1958.

PROCIANOY, J. L. & SCHIMITT, F. O. V. - O Pacote Fiscal de 1995: Estratégias que Otimizam os Recursos dos Investidores. **Revista de Administração de Empresas**. v. 35, n. 5, p. 46-58, 1995.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W. & JAFFE, J. F. - **Administração Financeira**. Atlas. São Paulo, 2010.

THIES, Clifford F; KLOCK, Mark S. Determinants of capital structure. **Review of Financial Economics**, v. 1, n. 2, p. 40-52, Spring, 1992.

ZANI, João. **Estrutura de Capital: Restrição Financeira e Sensibilidade do Endividamento em Relação ao Colateral**. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2005.

ZERO HORA, jornal. **Dívida de brasileiros está alta, diz banco**. Porto Alegre, Página 14, 25/06/2012

ZERO HORA, jornal. **Informe econômico**. Porto Alegre, página 16, 21/04/2012

## ENDIVIDAMENTO E RENTABILIDADE. UM SISTEMA DE PROTEÇÃO AOS CREDORES MAIS FRACOS PREJUDICA ESSA RELAÇÃO?

**Cleudes Teresinha Maffei Barcellos**

Bacharel em Ciências Contábeis.

Mestranda em Contabilidade na UNISINOS – Universidade do Vale do Rio dos Sinos  
Rua Carlos Von koseritz, n. 10 apto. 41. Bairro São João, 90540-030, Porto Alegre/RS.  
[cleudesmb@gmail.com](mailto:cleudesmb@gmail.com); 51 33437757 / 51 98094717

**Ivan Liceu Wenzel**

Bacharel em Ciências Contábeis.

Mestrando em Contabilidade na UNISINOS – Universidade do Vale do Rio dos Sinos  
Rua Almirante Barroso, n. 143. Bairro São Cristóvão, 95900-000, Lajeado/RS.  
[wenzel.ivan@gmail.com](mailto:wenzel.ivan@gmail.com); 51 37483139 / 51 84012539

**Roberto Frota Decourt**

Doutor em Administração – PPGA/Ufrgs

Professor na UNISINOS – Universidade do Vale do Rio dos Sinos  
Avenida Unisinos, n. 950. Bairro Cristo Rei, 93022-000, São Leopoldo/RS.  
[roberto@decourt.com.br](mailto:roberto@decourt.com.br); 51 35911122

### RESUMO

A literatura de finanças não tem respostas acerca da melhor composição entre capitais próprios e de terceiros. No entanto, o Banco Internacional de Pagamentos – BIS divulgou em seu último relatório; dentre vários apontamentos, que o nível de comprometimento das empresas com o pagamento de dívidas é considerado alto no Brasil. Este estudo buscou identificar o nível de endividamento e a capacidade de rentabilidade que as empresas brasileiras possuem e, separadamente, esses níveis somente das empresas consideradas gaúchas. O objetivo foi verificar se os efeitos de um sistema legal de proteção aos credores mais fracos no estado do Rio Grande do Sul afeta a estrutura de capital das empresas gaúchas, já que este Estado é considerado por alguns autores como berço do Direito Alternativo. Concluiu-se que as empresas gaúchas apresentam um nível de endividamento muito menor que as demais empresas instaladas em outros estados do país.

**Palavras-chave:** Rentabilidade; Endividamento; Empresas Gaúchas.

**Área Temática:** Contabilidade para usuários externos; finanças corporativas (estrutura de capital, custo de capital, fusões e aquisições, gestão e avaliação de investimentos, finanças comportamentais, etc.);