

# Estrutura de Capital e Desempenho Financeiro no Setor Bancário Brasileiro Entre 1998 e 2006

**William Sbrama Perressim**  
williamcapi@hotmail.com  
UFSCAR

**David Ferreira Lopes Santos**  
david.lopes@fcav.unesp.br  
UNESP/FCAV

**Adriano dos Reis Lucente**  
adriano@fcav.unesp.br  
UNESP/FCAV

**Resumo:** A gestão financeira e o custo de capital das empresas sempre foram pontos de discussão, principalmente pela inexistência de um modelo prático e de comum viabilidade, ponderação e gestão. Este trabalho teve como objetivo entender o perfil do endividamento dos bancos brasileiros no período de 1998 a 2006, levantando informações econômicas e financeiras das instituições, o que possibilitou a análise da relação entre estrutura de capital e desempenho financeiro. A amostra utilizada para a análise teve como fonte o banco de dados da Gazeta Mercantil, aplicando-se estatística descritiva somada à utilização de indicadores financeiros pertinentes à análise. Como resultado, concluiu-se que existe uma relação direta entre endividamento e o tamanho das instituições e que bancos menores apresentam, geralmente, maiores retornos em ROA e ROE. Quanto ao período proposto, verificou-se que as características econômicas e temporais favoreceram os bancos de menor porte no período inicial e, no período final, os de maior porte.

**Palavras Chave:** Estrutura de Capital - Desempenho - Setor Bancário - -

## 1. INTRODUÇÃO

A estrutura de capital de uma empresa refere-se à composição de suas fontes de financiamento, originárias de capitais de terceiros (exigível) e de capitais próprios ou patrimônio líquido (ASSAF NETO, 2010).

A tradição no estudo dessa estrutura está associada com o custo de captação de recursos no mercado de crédito e capitais, de modo que a estrutura de capital ótima seria aquela com o menor custo financeiro à empresa e, por consequência, ocasionaria o maior valor de mercado (DURAND, 1952), (PEROBELLI e FAMÁ, 2003), (GITMAN, 1997), (ASSAF NETO, 2010).

No entanto, desde os trabalhos de Modigliani e Miller (1952 e 1963), os determinantes da estrutura de capital e sua relação com o valor de mercado é controversa (DAMODARAN, 2002) e (PHILLIPS e SIPAHIOGLU, 2004). Não obstante, essa discussão permeia diretamente o setor bancário, cuja essência de intermediário financeiro é acomodar as demandas de poupadores e tomadores de recursos, que formam respectivamente os passivos e ativos bancários (REED e GILL, 1994).

A importância do setor bancário no Brasil e no mundo é significativa tanto para a economia real quanto para a economia monetária, aliás, os bancos são as “correias de transmissão” das decisões monetárias aos agentes não financeiros (PAULA, 1999). Os bancos são responsáveis pelas atividades de financiamento ao consumo, de setores estratégicos e indústria de base, além de crédito à produção e poupanças de médio e longo prazo.

O setor bancário é uma das atividades mais regulamentadas e monitoradas pelas autoridades governamentais, cuja preocupação é a exposição ao risco do setor em razão do descasamento das maturidades dos financiamentos e investimentos que podem comprometer a liquidez do sistema financeiro, bem como o próprio desempenho destas instituições (PAULA, ALVES JR., MARQUES, 2001).

Segundo IPEA (2009), desde 1990 têm sido observadas significativas mudanças nesse setor, por meio da modernização, com avanços tecnológicos, e consequente sofisticação na prestação de serviços, além da abrangência, aumento da concentração bancária e entrada de capital estrangeiro. Assim, a relevância desse estudo está na importância do setor bancário para a economia nacional, bem como suas profundas mudanças e alterações nas últimas décadas.

Diante disso, o objetivo dessa pesquisa é entender a relação existente entre a composição das fontes de financiamento e o desempenho financeiro do setor bancário de modo a compreender o perfil do endividamento destas instituições associado as teorias de estrutura de capital.

Assim, essa pesquisa se posiciona num campo teórico controverso que é a estrutura de capital com o foco longitudinal no setor bancário brasileiro no período de 1998 a 2006, a partir de uma amostra abrangente com média superior a 184 instituições por ano. Essa base foi construída com dados da extinta Gazeta Mercantil que consolidava informações financeiras de sociedades anônimas e de capital limitado com publicações anuais.

Em que pese a restrição temporal deste estudo, em função da descontinuidade da base de dados com a falência da Gazeta Mercantil, salvo quando os dados são adquiridos junto a conglomerados de avaliação de crédito, a pesquisa torna-se pertinente por duas razões: i) o lapso temporal é importante por abranger duas orientações monetárias distintas na história recente do país com reflexos no setor financeiro; ii) compreender a relação entre estrutura de capital e desempenho no passado, contribui ao melhor entendimento das decisões presentes, haja visto, que as teorias que suportam esse campo de estudo estão entre as décadas de 1950 a 1980.

Ressalta-se que estudos semelhantes junto ao setor bancário brasileiro trabalharam apenas com os principais bancos do país, em especial, aqueles presentes na bolsa de valores, por isso, esse estudo traz uma análise *cross section* mais ampla em amostra o que permite uma avaliação mais abrangente do setor (CERETA e NIEDERAUER, 2001; PAULA, 1998; 2006; CORREA et al., 2010).

Sendo assim, para alcançar o objetivo deste pesquisa, este artigo foi organizado da seguinte forma: a próxima seção discute as cinco principais correntes teóricas sobre a estrutura de capital. A terceira seção aborda os procedimentos metodológicos utilizados para levantar, organizar e analisar as informações financeiras do setor bancário. Na sequência, os resultados são discutidos de forma segregada para os períodos de 1998 a 2002 e 2003 a 2006 em razão das diferenças na política econômica do país. As considerações finais relatam as principais evidências encontradas nesta pesquisa, bem como aponta para novas oportunidades de estudo. As referências bibliográficas utilizadas encerram o artigo.

## **2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

A decisão sobre a política de financiamento das empresas é um dos principais eixos de estudos das finanças corporativas, sendo as pressuposições de M&M marcos conceitual na área (GITMAN, 1997). Atualmente cinco correntes teóricas concorrem na tentativa de explicar a estrutura de capita das empresas, quais sejam: Tradicional, Irrelevância, *Pecking order*, *Trade-off* e Agência (FAMÁ e GRAVA, 2000).

### **2.1. Teoria convencional**

O pensamento convencional ou tradicional, na política de financiamento, encontra-se no primeiro estágio definido por Famá e Grava (2000). Porém, ganha contornos matemáticos no curso do tempo e, em geral, tem-se o trabalho de Durand (1952) como ponto de partida.

De acordo com Assaf Neto (2010), a teoria convencional, admite que mediante uma combinação adequada de suas fontes de financiamento, uma empresa pode definir um valor mínimo para seu custo de capital.

Segundo Santos (2006), antes de 1958 e dos estudos de Modigliani e Miller, a teoria financeira admitia que riscos maiores pedissem recompensas maiores, que viriam em forma de retorno, ou seja, quanto maior o risco, maior o custo de capital, e por consequência menor o valor da empresa.

Mesmo não existindo instrumentos para mensurar a relação do risco e do custo de capital, era evidente para os autores, contemporâneos ao movimento, que alavancagem financeira podia elevar o custo de captação, ou seja, juros mais altos. (FAMÁ e GRAVA, 2000).

O pensamento convencional defendia que o custo de capital próprio permanece constante apenas para níveis moderados de alavancagem, ou seja, proporção que não comprometa a capacidade de honrar suas dívidas. À medida que a alavancagem começa a comprometer a situação financeira da empresa, novos incrementos de capital próprio exigem maior custo de retorno, aumentando o custo final de capital.

Segundo Assaf Neto (2010), a teoria convencional, apresenta a ideia que, dado a estrutura de capital de uma empresa e o seu risco, é perfeitamente possível calcular o seu custo de capital WACC (*Weighted Average Cost Capital*), conforme a Fórmula (01), onde  $k_d$  é a taxa que remunera a dívida e  $k_e$  a taxa exigida pelo capital próprio.

$$\text{Fórmula (01): } WACC = k_d \times \frac{\text{Passivo}}{PL + \text{Passivo}} + k_e \frac{PL}{PL + \text{Passivo}}$$

Para os tradicionalistas, a percepção era de que a reação dos mercados ao risco era pequena no princípio, porém intensificava-se à medida que o risco de insolvência se acentuava, podendo-se observar que este raciocínio satisfaz o “senso comum”. Fica evidente que os tradicionalistas postulavam que a empresa deveria procurar uma estrutura ótima de capital, em que o custo de capital fosse mínimo.

O tema do aumento do risco no custo total de capital foi abordado por Famá, Barros e Silveira (2002). Estes autores destacaram que, normalmente, o custo de capital de terceiros é menor do que o custo de capital próprio, já que este último constitui um direito residual sobre o fluxo de caixa da empresa. Mas, esta relação nem sempre indica diminuição do custo médio ponderado de capital, podendo ocorrer o oposto quando o nível de endividamento implica em aumento de risco de inadimplência ou insolvência e, por consequência, maiores taxas de juros. O custo de capital de terceiros permanece constante até níveis moderados de alavancagem.

Ross, Westerfield e Jordan (2010) afirmaram que o custo ponderado de capital da empresa não pode ser reduzido por meio da alteração da proporção de capital próprio por capital de terceiros (mesmo sendo o capital de terceiros mais barato). Esta afirmação se justifica pelo raciocínio que, na medida em que a organização acrescenta capital de terceiros, o capital próprio torna-se mais arriscado, compensando o incremento de capital de terceiros e não gerando benefício de custo.

Portanto, a visão dos tradicionalistas é que a empresa deve endividar-se até o ponto em que o custo médio ponderado de capital alcance o seu menor nível.

## **2.2. Teoria da irrelevância de Modigliani e Miller**

É atribuído a Modigliani e Miller, em 1958, com a publicação do artigo *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, que é considerado o marco do estudo sobre estrutura de capital, o início da moderna teoria de estrutura de capital (ROSS, WESTERFIELD e JORDAN, 2010; ASSAF NETO, 2010).

Os autores afirmaram que não há estrutura de capital ótima, já que o valor da empresa é independente da forma como são financiados seus ativos, e o custo da estrutura de capital está relacionado exclusivamente com o retorno esperado dos projetos de investimento. Modigliani e Miller foram os primeiros a descrever formalmente os mecanismos pelos quais a estrutura de capital não influenciaria no valor da empresa.

A afirmação que a proporção de capital de terceiros, em relação ao capital próprio, na estrutura da empresa é irrelevante para determinação de seu valor de mercado é válida em um mundo sem impostos, pois, em ambiente tributário padrão, a alavancagem financeira pode trazer um ganho adicional ao resultado da empresa à medida que os juros são tratados como despesas e, portanto, provocam redução da base de cálculo para os impostos calculados sobre a renda (MODIGLIANI e MILLER, 1963).

A teoria de Modigliani e Miller é estabelecida em três proposições, sendo a primeira composta dos seguintes pontos: i) não existem impostos cooperativos e nem pessoais; ii) mercados de capitais perfeitos existem; iii) investidores possuem expectativas homogêneas sobre os resultados futuros das empresas e seus riscos; iv) os fluxos de caixas são todos perpétuos e v) as taxas de juros das dívidas são livres de risco. Os próprios autores sintetizaram que esta proposição pode ser descrita como o valor de mercado de qualquer empresa, independentemente de sua estrutura de capital, sendo dado pelo retorno esperado das taxas próprias que a empresa está inserida.

Segundo Martins (2005), a segunda proposição assegura que a taxa de retorno do patrimônio líquido (ROE) de uma empresa com dívida é função exclusiva da taxa de

capitalização dos fluxos de uma empresa sem dívida mais a diferença desta taxa pelo custo de capital de terceiros, ou seja, a rentabilidade da empresa com dívida é igual à taxa de retorno de uma empresa sem dívida mais um prêmio proporcional ao endividamento, conforme a Fórmula (02), onde  $R_e$  é o retorno sobre patrimônio líquido,  $R_u$  é o retorno sobre ativo,  $k_e$  é a taxa exigida pelo capital próprio e  $K_d$  é o custo da dívida.

$$\text{Fórmula (02): } R_e = R_u + (k_e - k_d) \times \left( \frac{\text{Passivo}}{PL} \right)$$

A terceira proposição afirma que o tipo da escolha de estrutura de capital (dívida e/ou ações) é indiferente na determinação do retorno do investimento e, conseqüentemente, o problema da estrutura de capital não é relevante, isto é, a forma como um investimento é financiado não é fato relevante na sua escolha. Em síntese, a decisão de investimento é mais importante que a decisão de financiamento na criação de valor para a empresa e, deste modo, a geração de receita depende da atividade operacional (ASSAF NETO, 2010).

O modelo de Modigliani e Miller deve levar em conta três hipóteses restritivas, apontadas por Assaf Neto (2010): i) não há imposto de renda; ii) não há custo de falência (com isso o custo de capital de terceiros não se altera diante de níveis mais elevados de endividamento) e iii) não é possível para o investidor praticar arbitragem no mercado de juros, pois as taxas são as mesmas para a empresa junto a qualquer credor.

Apontam-se, ainda, outros aspectos restritivos: i) existência de apenas dois tipos de títulos emitidos (ações e dívidas); ii) todas as empresas pertencem a mesma classe de risco; iii) inexistência de assimetria de informações e iv) os administradores sempre procuram maximizar a riqueza dos acionistas (não há custo de agência) (SANTOS, 2006).

O questionamento quanto à questão dos impostos e sua influência no custo de capital permaneceram no ciclo dos autores financeiros até 1963, quando Modigliani e Miller publicaram uma nova obra, onde foi corrigido o erro inicial quanto à ausência dos tributos, com efeito, onde se passou a admitir o ganho de alavancagem, já que a remuneração da dívida (juros) é descontada do lucro tributável (SANTOS, 2006).

Com a inclusão dos tributos e admitindo o benefício da redução do lucro tributável devem ser revistas as preposições apresentadas anteriormente. Sendo assim, para a primeira proposição deve-se considerar que agora o valor total da organização é também função do benefício da dívida, em um ambiente onde os juros das dívidas são dedutíveis do imposto de renda. Portanto, o montante pago como imposto é menor, e, como resultado, o lucro final é maior. A Fórmula (03), onde  $T$  é a alíquota do tributo no imposto de renda, expressa o novo valor do retorno aos acionistas com o benefício fiscal.

$$\text{Fórmula (03): } R_e = R_u + (k_e - k_d) \times \left( \frac{\text{Passivo}}{PL} \right) \times (1 - T_c)$$

Em um cenário com impostos, Martins (2005) afirma que a teoria de Modigliani e Miller considera que o valor presente da empresa é o valor presente de seus fluxos líquidos, descontados os impostos, ao custo de capital próprio da entidade sem dívida, mais o valor presente do benefício fiscal, ou seja, o valor da entidade é composto pelo valor da entidade sem dívida mais o valor do benefício fiscal da dívida.

Deve-se ressaltar que o único benefício neste modelo é o custo da dívida. Assim, confirma-se a ideia de que o menor custo de capital é atingido elevando-se a participação do capital de terceiros próximo de 100% e também que sempre a melhor opção de financiamento



seria por capital de terceiros, tendo em vista a função decrescente do WACC frente ao endividamento.

Sobre esta última afirmação tem-se que ressaltar que a longevidade de uma empresa com mais 100% de capital de terceiros nas suas fontes de financiamento tende a ser insustentável, pois nenhuma empresa consegue sobreviver sem capital próprio e o risco da dívida em determinado momento passa ser inviável, pela existência dos custos de agências, custos de contratos, falência, entre outros (MARQUES, 2009).

Em razão dessa constatação, desenvolveram-se, após a década de 70, teorias que considerassem a dimensão comportamental dos agentes frente ao nível de endividamento das empresas. Três correntes foram as principais: *Pecking Order*, *Trade-Off* e Teoria de Agência.

### **2.3. Pecking Order Theory**

A teoria *Pecking Order* tem um de seus pilares iniciais no trabalho de Ross realizado em 1977, que analisou a assimetria de informação entre gestores e investidores sobre a distribuição de dividendos, tendo em vista que esta política de distribuição sinaliza para o mercado as intenções futuras de investimento, bem como a qualidade destes. Assim, mudanças na estrutura de capital ou distribuição de dividendos podem sinalizar a percepção dos gestores quanto ao futuro da empresa em relação a sucessos ou dificuldades de novos projetos ou daqueles em curso (KAYO, 2002).

A teoria aprofundou-se com os trabalhos de Myers e Majluf (1984), que consideram a empresa como possuidora de ativos já estabelecidos e oportunidades de crescimento e onde a estrutura de capital é função da mudança relativa destes dois componentes que formam a empresa.

A teoria *Pecking Order* afirma ainda que a empresa deve respeitar uma hierarquia de recursos de longo prazo ao definir sua estrutura de capital e, portanto, não prega a existência de um ponto ótimo de capital. Tal teoria, segundo Santos (2006), se sustenta pela teoria da informação assimétrica, ou seja, existe assimetria entre a informação dos gestores e a informação disponível aos demais agentes do mercado.

De acordo com Kayo (2002), pode-se traduzir livremente *Pecking Order* como hierarquização. Para o autor, a empresa prefere ou prioriza uma fonte de recurso em relação à outra e a origem desta fonte é separada em dois grupos que são as fontes obtidas internamente (fluxo das operações, retenção de dividendos etc.) ou externamente (endividamento ou novas ações).

A inexistência de um canal claro de informações leva à necessidade da empresa criar e respeitar uma hierarquia de fatores. Segundo Myers e Majluf (1984), em um primeiro momento devem-se fazer uso de fontes internas e próprias de recursos, depois o endividamento junto a terceiros, e, por último a subscrição de novas ações.

A justificativa pela hierarquização no uso de recursos vem do fato do mercado não possuir as informações necessárias para a tomada de decisão. Portanto, o mercado tende a precificar as ações em um preço menor (valor que o gestor considera justo). Sendo assim, a melhor alocação de capital é sempre própria, depois a emissão de dívidas com garantia real (que sofre desvalorização menor) e, somente esgotada esta alternativa, pode-se partir para o capital de terceiros (SCHIMITT, 2004).

Segundo Gitman (1997), para diminuir os efeitos da assimetria de informação, os administradores enviam alguns sinais ao mercado. Estes podem ser, por exemplo, quando a empresa opta por empréstimos, mostrando ao mercado que acredita que suas ações estão subvalorizadas ou quando opta pelo contrário, ou seja, emissão de ações, observa-se que a

percepção do mercado é negativa, pois a empresa acredita que suas ações estão supervalorizadas.

Um ponto importante a observar é que, segundo esta teoria, as empresas mais lucrativas tendem a apresentar menos dívida em relação ao capital próprio, pois o lucro gerado é utilizado como fonte de financiamento, enquanto as empresas menos lucrativas tendem a utilizar recursos externos como fonte de financiamento para seus projetos (KAYO, 2002).

#### **2.4. Trade-Off Theory**

Essa teoria retoma o conceito de ponto ou estrutura ótima de capital, contrabalanceando o uso de capital próprio e de terceiros. Segundo Bastos (2008), seu ponto de partida é o artigo de Durand (1952), que propõe avaliar a empresa por meio de seu fluxo de caixa, e para quem, sendo o fluxo constante (menor risco), haveria a possibilidade de diminuir o custo de capital da empresa.

Os estudos dessa teoria ganharam mais força e sustentação teórica com Myers (1984), que afirmava que as empresas deveriam buscar uma estrutura de capital ótima que maximizasse os benefícios e minimizasse os custos de endividamento.

Segundo o autor, o valor da empresa é composto por três partes: i) o valor da empresa não alavancada (apenas capital próprio) mais ii) o valor do benefício fiscal da dívida (juros que propiciam dedução do imposto de renda) menos iii) o valor das dificuldades financeiras (custo diretos e indiretos de falência e de agência).

O conceito central desta teoria é que a utilização de capital de terceiros vai gerar, por consequência, dois efeitos que são opostos. O primeiro efeito, como já apontado, é o benefício fiscal resultante do pagamento de menos imposto de renda, pela dedução no lucro do custo da dívida. O segundo ponto, classificado como negativo, é o aumento do custo de falência, que é o aumento do retorno exigido pelos credores à medida que aumenta a alavancagem da empresa.

Segundo Myers (1984), as empresas devem substituir capital próprio por de terceiros e vice-versa, até o ponto que seu valor seja maximizado e encontrada a estrutura meta de capital. O autor afirma ainda que os gerentes financeiros devem aumentar a dívida até o ponto que o valor dos incentivos fiscais resultantes dos juros adicionais é exatamente compensado pelos custos adicionais de possíveis dificuldades financeiras. Assim, o autor deduz que empresas com ativos seguros e tangíveis podem optar por um maior nível de endividamento enquanto as empresas menos rentáveis e com ativos arriscados e intangíveis devem optar por menores níveis de dívida.

Empiricamente, pode-se concluir que, na presença do benefício fiscal, empresas que apresentem taxas sobre imposto de renda mais alta tendem a usar proporcionalmente mais dívida para uso do benefício fiscal. Quanto às oportunidades de crescimento, estas também aumentam o estresse financeiro, o que de forma direta aumenta necessidade de endividamento. O tamanho da organização é correlacionado positivamente com a alavancagem (BRITO e LIMA, 2005).

#### **2.5. Teoria de Agência**

A Teoria de Agência afirma que existem conflitos entre gestão e propriedade nas organizações, isto é, que as decisões dos gestores podem não resultar no objetivo esperado pelos acionistas. O problema de agência encontrada pela organização está no fato dos administradores colocarem seus objetivos pessoais e profissionais à frente dos objetivos da empresa (SANTOS, 2006).

Conforme citado por Gorgati (2000), a relação de agência se define como um contrato no qual uma ou mais pessoas chamada de “principais” engajam outra pessoa, o “agente”, para executar um serviço, em seu nome, que envolve a delegação de autoridade para tomada de decisão.

Os estudos sobre o custo de agência foram iniciados por Jensen e Meckling (1976), com a identificação de dois custos de agência. O primeiro custo refere-se ao conflito de interesse entre gestor e acionistas, pois os gestores podem transferir fonte de recurso da organização para seu benefício próprio. Essa prática pode ser realizada pelo aumento da participação acionária do gestor na organização e, assim, seus interesses passam a ser mais alinhados com o da organização ou pode ser baseada na maior utilização de capital de terceiros, pois quanto maior a necessidade de caixa ou menor a sobra deste, o gestor deve focar nos projetos mais necessários e rentáveis, não havendo grande espaço para desvios de interesse.

De acordo com Jensen (1986) citado por Santos (2006), quanto maior o endividamento da empresa, maior será a saída de caixa para honrar com o custo de dívida e menor a sobra de recursos que podem ser utilizados para desvio de interesses dos gestores. Assim, o endividamento pode gerar a diminuição dos conflitos de interesse, à medida que o recurso disponível ao gestor é menor e, portanto, a seletividade no processo de investimento deve ser maior.

De acordo com Brito e Lima (2005) o segundo tipo de custo de agência é aquele que envolve os credores e os acionistas. O conceito central está na relação risco e retorno, onde os credores ofertam recursos para a empresa e esta investe em seus projetos e atividades. Caso o resultado seja positivo e maior que o custo da dívida, o lucro é do acionista, e, caso seja negativo, é o credor que pode absorver prejuízos maiores que a taxa estipulada na operação.

O risco de inadimplência cresce à medida que aumenta o risco do projeto, enquanto o risco do acionista é diluído com o credor. Portanto, para o credor, o acionista incentiva o investimento em projetos de risco elevado com capital de terceiros mesmo que esse afete o valor da empresa.

Segundo Santos (2006), este conflito surge à medida que o sucesso de um investimento arriscado beneficia diretamente os acionistas e seu fracasso impacta também seus credores.

A teoria do conflito de agência defendida por Jensen e Meckling (1976) afirma que uma estrutura ótima de capital pode ser obtida por meio da compensação do custo de agência, resultante do conflito de interesses entre credores e acionistas e pelo benefício do endividamento observado no conflito entre acionista e gestores. Por consequência, a estrutura ótima de capital é aquela que minimiza o custo de agência.

A teoria desafia a premissa de Modigliani e Miller, na qual as decisões de investimentos são independentes da estrutura de capital, ao afirmar que é possível determinar um nível ótimo de endividamento equilibrando o custo de agência ou interesses dos diversos agentes envolvidos (acionistas, credores, empregados etc.).

Segundo Kayo (2002), as ações conflituosas recaem sobre o caixa livre em excesso, isto é, o caixa excedente após o financiamento de todos os projetos que apresentam valor presente líquido positivo. Quanto maior o caixa livre, maior a chance de investimentos em projetos pouco rentáveis ou de reduzida geração de valor ao acionista. O custo de agência, nesse caso, pode se apresentado de duas formas. A primeira é o aumento da participação acionária dos gestores e a segunda é o uso intensivo de capital de terceiros.

A teoria é bastante relevante à medida que nos diversos estágios de vida de uma empresa observam-se características próprias, como o caixa livre por exemplo. Diversos autores



defendiam o aumento do endividamento para assim reduzir o caixa livre, pois essa redução impede investimentos equivocados.

Após a apresentação dos fundamentos teóricos que sustentaram este estudo, observa-se que não há um consenso teórico sobre a relevância e influência da estrutura de capital no desempenho das empresas. Essa afirmação é ratificada por Eid Jr. (1996), ao identificar que 90% das empresas consultadas em seu estudo não consideravam a manutenção de uma estrutura fixa entre capital próprio e de terceiros.

### **3. MATERIAL E MÉTODOS**

A presente pesquisa tem caráter descritivo e abordagem quantitativa, tendo em vista a quantidade de dados levantados das instituições financeiras e o interesse da pesquisa em entender a relação entre a estrutura de capital e o desempenho financeiro. Portanto, entende-se que essa orientação metodológica tem melhores condições de suportar a realização dessa pesquisa (RICHARDSON, 1999; CERVO e BERVIAN, 1996).

#### **3.1. Materiais**

A pesquisa utilizou dados financeiros e contábeis dos bancos comerciais e múltiplos instalados no Brasil no período de 1998 a 2006. O período torna-se relevante por cobrir o último governo da gestão do presidente Fernando Henrique Cardoso e sua transição ao governo do presidente Luiz Inácio Lula da Silva, fato relevante para economia nacional, uma vez que as políticas econômicas de ambos mostram-se divergentes, ao menos no campo ideológico e político.

Todavia, ressalta-se que não há pretensão de julgamentos de valor, bem como sobre inferência da perspectiva do agregado monetário. Salienta-se, tão somente, que se tratam de períodos diferentes na história do país.

Em função do estágio do desenvolvimento da teoria de estrutura de capital a defasagem temporal não é significativa, pois se devem considerar os resultados dentro do seu contexto sob a égide das premissas teóricas já abordadas.

As informações foram construídas a partir do banco de dados da Gazeta Mercantil ainda no seu formato 'bruto', isto é, tomou-se os dados relativos as contas patrimoniais e de resultados das demonstrações financeiras para cada ano, em especial: Ativo, Passivo, Patrimônio Líquido, Receita Líquida, Lucro Operacional e Lucro Líquido.

Para um maior entendimento da relação endividamento e resultado dos bancos nacionais no período, bem como se estes relacionam e guardam associação com seus pares de características semelhantes em volume de ativos, e devido ao período analisado (1998 a 2006) o presente trabalho separa a amostra em dois grupos.

O primeiro, compreende os anos de 2003 a 2006 e o segundo 1998 a 2002, sendo esta escolha, como já citada, em função das mudanças políticas no Brasil. Após o corte temporal, a amostra foi dividida em quatro grupos (Quartis) em função do tamanho do ativo (Q1, Q2, Q3 e Q4). O sequenciamento é crescente, deste modo, as menores instituições em ativos estão posicionadas no Q1 e assim sucessivamente.

Como destacado, as correntes teóricas *Trade-off* e Agência consideram importante o tamanho da empresa nas decisões de financiamento, assim assinalam outras evidências (BRITO e LIMA, 2005). Logo, cada grupo computa 25% da amostra em cada período.

A amostra do ano de 2006 foi composta por 150 instituições, 2005 por 178, 2004 por 184 e 2003 por 177. Essas variações se justificam pela ausência de dados em determinado período junto à base de dados, bem como devido a movimentos de fusão, cisão, incorporação, falência

ou extinção de instituições financeiras. Já a amostra do ano de 1998 foi composta por 195 bancos, para o ano de 1999 foram 199, para o ano 2000 foram 195, para 2001 foram 190 e para o ano de 2002, 184 bancos.

Os valores foram atualizados pelo índice oficial de correção monetária para o mês de maio de 2012, quando os dados foram levantados.

### 3.2. Métodos

As diferenças na quantidade de empresas em cada ano, bem como, as movimentações societárias ocorridas no curso do tempo, motivaram a análise anual por meio de técnicas estatísticas descritivas, pois o uso de análise multivariada para o fim proposto neste trabalho poderia trazer restrições aos resultados em razão das diferenças internas das amostras.

Poder-se-ia pensar em análise por painel de dados, combinando as informações transversais com a série temporal de nove anos. No entanto, a amostra seria reduzida e, então, perder-se-ia a oportunidade de entender o agregado das instituições. Assim, neste estudo de natureza descritiva optou-se pela análise do conjunto de informações disponíveis para o setor junto à base pesquisada.

Neste contexto as técnicas estatísticas descritivas utilizadas foram as medidas de posição e correlação (BUSSAB e MORETTIN, 2003):

i) Média Aritmética: medida de posição é caracterizada como centro da distribuição da amostra (Fórmula 04).

$$\text{Fórmula (04): } \bar{x} = \frac{1}{n} \times \sum_{i=1}^n x_i$$

ii) Coeficiente de correlação: a medida de correlação é a medida padronizada do grau de associação entre duas variáveis, é sempre compreendida entre 1 e -1 (Fórmula 05).

$$\text{Fórmula (05): } r_{x,y} = \frac{\sum x_i \times y_i - n \times \bar{x} \times \bar{y}}{\sqrt{(\sum x_i^2 - n \times \bar{x}^2)(\sum y_i^2 - n \times \bar{y}^2)}}$$

As variáveis utilizadas para verificar o comportamento do endividamento e rentabilidade do setor bancário brasileiro estão listadas na sequência. Optou-se pelo uso das variáveis tradicionais em razão da disponibilidade de dados junto a base de dados utilizada (ASSAF NETO, 2010).

iii) *Return on Assets* (ROA): revela o retorno produzido pelo total das aplicações realizadas por uma empresa em seus ativos (Fórmula 06).

$$\text{Fórmula (06): } ROA = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo total}}$$

iv) *Return on Equity* (ROE): revela o retorno dos recursos aplicados na empresa por seus proprietários, mede o quanto os acionistas auferem de lucro (Fórmula 07).

$$\text{Fórmula (07): } ROE = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Patrimônio líquido}}$$

v) Estrutura de Capital: revela o nível de endividamento (dependência) da empresa em relação a seu financiamento por meio de recursos próprios (Fórmula 08).

$$\text{Fórmula (08): } \text{Estrutura de Capital} = \frac{\text{Dívida}}{\text{Dívida} + \text{Patrimônio Líquido}}$$

vi) Alavancagem: relação de capital próprio e de terceiros aplicado em um investimento, usado para aumentar o retorno ao acionista (Fórmula 09).

$$\text{Fórmula (09): Alavancagem} = \frac{ROE}{ROA}$$

#### 4. RESULTADOS DA PESQUISA

Os resultados da pesquisa estão concentrados nas Tabelas 1 e 2, de modo que a análise ocorrerá na sequência segregada para os dois períodos estipulados.

Tabela 1: Valores dos Ativos (em milhares de R\$)

Ativo (em milhares de R\$)									
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Quartil 1 (Q1)	80.806	85.888	81.633	90.149	92.333	73.893	105.596	98.699	127.969
Quartil 2 (Q2)	343.675	480.710	716.179	513.384	806.019	487.440	594.306	566.795	799.851
Quartil 3 (Q3)	2.025.253	2.185.326	3.568.366	2.103.742	4.050.037	2.019.053	2.084.450	2.307.491	2.935.680
Quartil 4 (Q4)	27.230.248	29.032.171	30.574.486	31.348.510	35.822.748	35.676.421	36.211.652	43.104.358	55.812.867

Fonte: Elaborado pelos autores

Tabela 2: Estatística Descritiva da Amostra Analisada relativa ao período 1998 a 2006

	Quartil 1 (Q1)					Quartil 2 (Q2)					Quartil 3 (Q3)					Quartil 4 (Q4)				
	1998	1999	2000	2001	2002	1998	1999	2000	2001	2002	1998	1999	2000	2001	2002	1998	1999	2000	2001	2002
Endividamento	54%	49%	38%	44%	40%	78%	75%	72%	70%	72%	87%	86%	83%	81%	79%	90%	87%	88%	86%	86%
ROE	13%	0%	51%	70%	16%	10%	42%	76%	83%	50%	13%	3%	2%	83%	5%	0%	4%	1%	-2%	4%
ROA	10%	14%	14%	12%	17%	9%	13%	9%	8%	11%	5%	9%	7%	7%	5%	3%	5%	5%	4%	5%
r(End; ROA)	-0,12	-0,17	0,06	-0,35	-0,21	-0,53	-0,12	-0,60	-0,25	-0,53	-0,15	-0,40	-0,47	-0,47	-0,29	-0,46	-0,35	-0,18	-0,27	-0,14
r(End; ROE)	-0,18	0,05	-0,43	-0,38	-0,03	-0,18	-0,58	-0,35	-0,50	-0,52	-0,82	-0,22	-0,04	-0,85	-0,84	-0,67	-0,70	-0,69	0,23	-0,58
	2003	2004	2005	2006		2003	2004	2005	2006		2003	2004	2005	2006		2003	2004	2005	2006	
Endividamento	36%	43%	42%	50%		75%	73%	69%	69%		81%	80%	79%	74%		80%	81%	82%	82%	
ROE	15%	-4%	11%	15%		6%	7%	11%	12%		6%	5%	5%	18%		8%	13%	17%	15%	
ROA	13%	11%	12%	14%		9%	9%	11%	10%		8%	7%	9%	7%		7%	5%	6%	5%	
r(End; ROA)	0,01	-0,22	-0,20	-0,15		-0,32	-0,19	-0,18	-0,05		-0,35	-0,33	-0,75	-0,22		-0,38	-0,28	-0,42	-0,19	
r(End; ROE)	-0,15	0,01	-0,09	-0,26		-0,69	0,20	-0,78	-0,71		-0,81	0,00	-0,78	-0,62		-0,85	-0,83	-0,78	-0,78	

Fonte: Elaborado pelos autores

##### 4.1. Período 1998 a 2002

Observa-se crescimento constante nos ativos dos quatro grupos no curso do período. Contudo, os bancos de médio porte (Q2 e Q3) apresentaram um crescimento mais significativo, em especial o Q2 que aumentou 134,5% no período. Reclama atenção a diferença no tamanho das empresas, de forma, que a média de ativos dos bancos pequenos não alcança 0,3% dos ativos dos grandes bancos.

Neste período, o crescimento dos investimentos do setor bancário (financiamento ao mercado e ao governo) foi acompanhado por uma redução no endividamento dos bancos, com destaque para os pequenos bancos que reduziram sua exposição ao capital de terceiros em 18,5%. Importa, que a redução marginal do endividamento é menor à medida que os bancos tornam-se maiores.

Ressalta-se que os patamares de endividamento aumentam em função do tamanho das organizações.

A rentabilidade média dos bancos no período apresenta maior volatilidade para o ROE e, ao contrário das variáveis de ativo e passivo, não há uma tendência bem definida para todos os grupos. Verifica-se que os bancos pequenos (Q1) conseguiram aumentar de forma sistemática a rentabilidade dos ativos e, na média, houve uma elevação na rentabilidade para os acionistas

em função do desempenho em 2000 e 2001. Essa volatilidade está associada às despesas financeiras e cambiais, bem como o uso de créditos para dedução do Imposto de Renda. Em geral, a relação direta entre ROE e ROA sinaliza o grau de alavancagem da firma.

Apesar da ausência de tendência nessa relação para o Q1, observa-se no período o uso da alavancagem pelos bancos pequenos no retorno aos acionistas.

Os bancos de médio porte Q2 e Q3 também apresentaram elevadas variações nos níveis de rentabilidade entre 1998 e 2002, sendo que o Q3 terminou o período em análise com a mesma rentabilidade média do início.

Para os bancos pequenos e os médios do Q2 os anos 2000 e 2001 proporcionaram elevadas taxas de remuneração. Não se encontram evidências macroeconômicas ou presença de *outliers* na amostra nesses períodos e, de todo modo, essas variações não se configuram como resultados relacionados ao nível de endividamento dos bancos.

Apenas o grupo do Q2 conseguiu resultados superiores aos acionistas ao nível de alavancagem financeira. Observa-se que o ROE é superior ao ROA em todo o período, o que denota o melhor uso da estrutura de endividamento.

O Q3 apresentou queda de rentabilidade aos acionistas, exceto no ano de 2001, e uma ligeira tendência no crescimento dos ativos, demonstrando, na média, a dificuldade em alavancar resultados com o capital de terceiros.

O segmento dos grandes bancos apresentou melhora nos indicadores de rentabilidade no período, porém, em patamares inferiores aos bancos de pequeno e médio porte. As dificuldades encontradas para obtenção de melhores margens corroboram o estudo de Correa et al. (2010) que afirmam que o período 1995-2003 é caracterizado pela instabilidade econômica do país, sujeito a diferentes choques externos e com tendência para semi-estagnação do mercado de crédito.

No entanto, os resultados observados nesta análise descritiva contrariam o estudo de Cereta e Niederauer (2001), que assinalam que os bancos de grande porte tendem a ter melhor desempenho em relação aos pequenos para o período 1999 e 2000.

Os coeficientes de correlação entre o endividamento e as medidas de desempenho foram negativos em todo o período (exceto para o ROE do Q1 em 1999), sendo que os graus médios de associação para o ROE são maiores. Essa evidência denota maior conformidade com a teoria de *Pecking Order*, tendo em vista a preferência pelo autofinanciamento dos ativos ao crescimento com emissão de dívidas. Assim, as empresas com maiores níveis de rentabilidade tendem a apresentar menores níveis de endividamento (BRITO e LIMA, 2005).

Interessante, que as premissas tradicionais e da irrelevância do prêmio pelo risco financeiro ao patrimônio líquido não ocorrem de fato para os bancos brasileiros. Igualmente, a ausência de associação entre ROA e endividamento não pode ser aceita, todavia, ressalta-se que para esta relação os graus de correspondência foram inferiores.

Assim, como houve expansão dos ativos no período e redução do financiamento, pode-se assinalar que parcela significativa do crescimento do setor ocorreu em função dos reinvestimentos dos bancos mais rentáveis.

#### **4.2. Período 2003 a 2006**

O ano de 2013 traz uma retração no valor dos ativos do setor, em especial, para os bancos de médio porte (Q2 e Q3), uma análise detalhada da amostra utilizada revela dois fatores: i) retração de fato dos ativos de alguns bancos e ausência de informação de outros bancos. Por

isso, não é possível uma inferência quanto ao declínio da rubrica, fato também observado em 2005.

No entanto, ressalta-se que no agregado houve um crescimento nos ativos do setor, tendo como base o ano de 1998, sendo mais significativo para os bancos pequenos (Q1) e grandes (Q4). Esse fato deve-se o processo de concentração bancária no período, em especial, pela incorporação de diferentes financeiras pelos grandes conglomerados do país. Essa evidência pode ser observada no aumento da distância entre os grupos limites da análise, pois em 2006 os ativos médios do Q1 representavam menos de 0,23% dos grandes, isto é, um aumento marginal superior a 20%.

O endividamento do setor apresentou tendência de queda para os bancos médios e grandes, especialmente os últimos em comparação com o observado no período anterior, em especial, para os bancos do Q3. Por outro lado, o endividamento dos bancos pequenos retoma crescimento alcançando em 2006 percentual próximo ao ano de 1998. Assim, a expansão dos ativos do Q1 a partir de 2004 é suportada pelo crescimento do endividamento deste grupo.

Ao contrário do observado no primeiro período de análise, o retorno dos ativos dos bancos pequenos apresenta declínio, tendo como base o ano de 2002, e mantém-se em uma média de 12%. A alavancagem financeira deste grupo apresentou elevada oscilação em 2004 quando entregou resultado negativo aos acionistas e reduziu o retorno dos ativos em 2005.

A rentabilidade dos ativos dos bancos médios do Q2 apresentou valores menores nos dois primeiros anos frente a 2002, com uma variação positiva nos dois anos seguintes, sendo que o retorno para os acionistas foi superior aos dos ativos apenas no último ano, o que sinaliza para problemas de alavancagem. Destaca-se, ainda, que o retorno aos acionistas deste grupo é fortemente reduzido, quando comparado com o período anterior.

Para o terceiro grupo a rentabilidade dos ativos, apresenta uma média para este período superior a 1998-2002, com um crescimento médio do retorno para os acionistas, influenciado pelo resultado em 2006, sendo que, apenas nesse período, o custo do capital de terceiros foi inferior ao ROA, fato que permitiu um ROE superior e o que confirma a dificuldade dos bancos médios em obterem rentabilidade “operacional” superior ao custo de captação.

Resultados melhores, ao nível de rentabilidade, podem ser identificados no quarto quartil. Os grandes bancos reduziram o endividamento e conseguiram alavancar os resultados para os acionistas em todo o período. Apesar da baixa rentabilidade do ROA, o mesmo se manteve mais estável e, em média, superior ao primeiro período.

O grau de correlação entre endividamento e rentabilidade foi negativo em todo o período e para quase todos os grupos. Os bancos pequenos apresentaram ausência de associação entre as variáveis em 2003 (ROA) e 2004 (ROE), fato também observado para o Q3. Em 2004, observa-se um grau de associação positivo entre endividamento e ROE.

No entanto, considerando as informações gerais e os resultados para os grandes bancos, a teoria de *Pecking Order* explica melhor o comportamento do endividamento do setor bancário. Portanto, verifica-se que os bancos brasileiros preferem o financiar seus ativos com os excedentes de caixa a aumentar a sua exposição a liquidez.

Importa ressaltar que o *trade-off* liquidez versus rentabilidade do setor bancário discutido por Minsk e sempre presente nas análises econômicas de pesquisadores nacionais (PAULA, 1998, 1999, 2006), (PAULA, ALVES JR., MARQUES, 2001), (CORREA et al., 2010) encontra-se uma outra abordagem nesse estudo, quando se observa para os grandes conglomerados associação negativa entre endividamento e rentabilidade. Em que pesem as



limitações da amostra e as restrições metodológicas não há um *trade-off*, mas uma sinalização que maiores rentabilidades são alcançadas com menor exposição ao endividamento.

O Gráfico 1 apresenta os resultados consolidados da amostra total para o período 1998-2006.

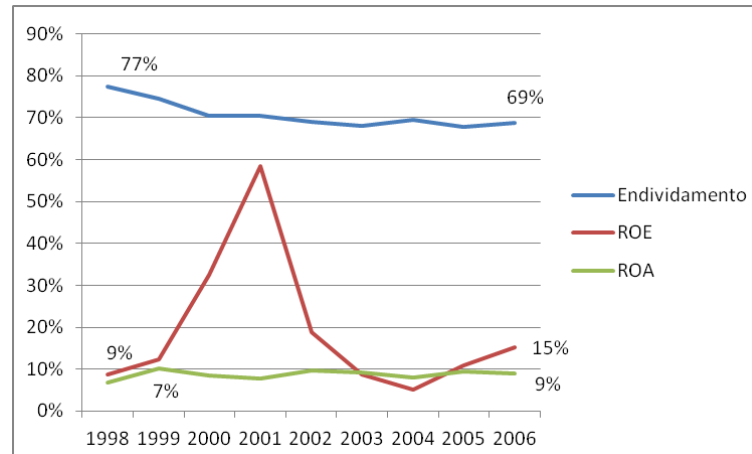


Gráfico 1: Comportamento médio do Endividamento, ROE e ROA.  
Fonte: Elaborado pelo autor.

Os resultados gerais concordam com a segregação realizada, apenas, para a redução do endividamento geral do setor bancário que para o período analisado caiu 10%. As variáveis de desempenho não apresentaram a constância visualizada no ROA e tampouco a alavancagem presente em todos os anos (exceto 2003 e 2004). Por isso, a importância em segregar as instituições financeiras e analisá-las segundo o seu porte.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise da variável endividamento apresentou-se maior nos bancos maiores. Em todos os anos analisados, bem como na divisão por porte de instituição, o endividamento é maior nas instituições de maior monta. Isso se justifica à medida que quanto maior o tamanho da organização apresenta-se maior a sua capacidade de captação, seja em volume ou custo de dívida, e o custo de falência é menor em nível similar a uma instituição de menor porte em ativo. Com essa afirmação conclui-se o primeiro objetivo deste trabalho, ou seja, apontar o perfil do endividamento dos bancos brasileiros no período 1998-2006.

É necessário apontar que o presente trabalho, não visou classificar em termos qualitativos a política de endividamento praticada pelas instituições financeiras da amostra. É de conhecimento que alguns projetos desde que apresentem custo de capital de terceiros menor que de capital próprio, podem optar por uma exposição maior a este recurso.

A questão do endividamento vai de encontro à teoria de *Pecking Order*, a qual a entidade com maior capacidade de geração de caixa e retorno aos acionistas tende a apresentar menor nível de endividamento.

Essa constatação traz uma nova análise para a relação entre liquidez e rentabilidade das instituições financeiras, não por refutar a perspectiva da dinâmica da firma bancária, mas por incluir na análise a preferência pelo uso de fontes internas para o financiamento dos ativos.

Observando-se o retorno sobre ativo (ROA), conclui-se que ele é maior nas instituições de pequeno porte, isto é frequente e independe do ano analisado. Observando sua função, que é revelar o retorno produzido pelo total das aplicações realizadas por uma empresa em seus ativos, pode-se dizer que bancos menores apresentam uma maior eficiência na gestão de seus ativos e, por consequência, maior retorno. Isso se explica à medida que estes bancos apresentam

menor estrutura física e administrativa, o que em um primeiro momento facilita a gestão do ativo e, do ponto de vista financeiro, mostra que esses bancos apresentam taxas mais elevadas de captação, devendo, portanto, apresentar um ROA maior, para que suas operações, principalmente com recursos de terceiros, sejam viáveis e superavitárias.

O retorno sobre patrimônio líquido (ROE) apresentou alta volatilidade no primeiro período para os bancos pequenos e médios, de modo que no segundo período os bancos pequenos apresentaram, em média, melhores remunerações que os demais, influenciado pela melhor *performance* dos ativos.

Por outro lado, os grandes bancos conseguem alavancar os resultados para os acionistas, próximo dos pequenos em função da sua capacidade de captação de recursos. Todavia, a diferença econômica entre essas instituições é enorme e impossibilita uma análise comparativa.

Entende-se que pesquisas adicionais devem ser realizadas neste tema, no esforço de aumentar o entendimento sobre o endividamento do setor bancário. Por isso, apontam-se os seguintes temas:

- i) definir a fronteira eficiente de endividamento para cada grupo de bancos por meio de técnicas paramétricas;
- ii) verificar os determinantes do endividamento bancário por meio de técnicas não paramétricas (regressão por painel);
- iii) atualizar as informações financeiras para o período recente;
- iv) segregar a análise para o passivo circulante e o não circulante.

## 6. REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, A. Finanças Corporativas e Valor. 5ª Edição. São Paulo: Atlas, 2010.
- BASTOS, D. D. Determinante da estrutural de capital das companhias abertas na América Latina no período de 2001 e 2006. 2008. 160 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo-SP.
- BRITO, R. D.; LIMA, M. R. A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: o caso do Brasil. Revista Brasileira de Economia, v. 59, n. 2, 2005, pp. 177-208.
- BUSSAB, W. O.; MORETTIN, P. A. Estatística Básica. 5ª Edição. São Paulo: Saraiva, 2003.
- CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A. Metodologia científica. 4ª Edição. São Paulo: Makron Books, 1996.
- CERETA, P. S.; NIEDERAUER, A. P. Rentabilidade e eficiência no setor bancário brasileiro. Revista de Administração Contemporânea, v. 5, n. 3, 2001, pp. 7-26.
- CORREA, P. R. R.; PAULA, L. F. R.; OREIRO, J. L. C.; BASÍLIO, F. A. C. A Estrutura do Setor Bancário Brasileiro e o Ciclo Recente de Expansão do Crédito: O Papel dos Bancos Públicos. In: Anais XXXVII Encontro Nacional de Economia, Salvador, 2010.
- DAMODARAN, A. Finanças Corporativas Aplicadas: Manual do Usuário. Porto Alegre: Bookman, 2002.
- DURAND, D. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment: comment. The American Economic Review, v. 49, n. 4, 1952, pp. 639-655.
- EID JR, W. Custo e estrutura de capital: O comportamento das empresas brasileiras. Revista de Administração de Empresas, v. 36, n. 4, 1996, pp. 51-59.
- FAMÁ, R.; GRAVA, W. Teoria da estrutura de capital - as discussões persistem. Caderno de Pesquisas em Administração, v. 1, n. 11, 2000, pp. 27-36.
- FAMÁ, R.; BARROS, L. A.; SILVEIRA, H. P. Conceito de taxa livre de risco e sua aplicação no *Capital Asset Pricing Method* - um estudo exploratório para o mercado brasileiro. In: Anais II Encontro Brasileiro de Finanças, Rio de Janeiro, 2002.
- GITMAN, L. J. Princípios da administração financeira. 7ª Edição. São Paulo: Harbra, 1997.

- GORGATI, V.** Os determinantes da estrutura de capital de empresas familiares brasileiras durante os processos sucessórios: contribuições da teoria da firma. 2000. 117 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- IPEA.** Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Transformação na indústria bancária brasileira e o cenário de crise, 2009. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: 08 de novembro de 2011.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H.** Theory of the firm: managerial behavior agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, 1976, pp. 305-360.
- KAYO, E. K.** A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensiva: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas. 2002. 110 f. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo. São Paulo.
- MARQUES, R. B.** Estrutura de capital e desempenho financeiro: análise da indústria de base de capital aberto no Brasil (2006-2007). 2009. 183 f. Dissertação (Mestrado em Administração) Universidade Federal do Paraná. Curitiba.
- MARTINS, A. M.** Interação entre estrutura de capital, valor da empresa e valor dos ativos. 2005. 152 f. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo. São Paulo.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H.** The cost of capital, corporate finance and the of the theory of investment. *The American Economic Review*, v. 48, n. 3, 1958, pp. 261-297.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H.** Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, v. 53, n. 3, 1963, pp. 433-443.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S.** Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, n. 2, 1984, pp. 187-221.
- MYERS, S. C.** The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, v. 39, n. 3, 1984, pp. 575-592.
- PAULA, L. F. R.** Bancos e crédito: a abordagem pós-keynesiana de preferência pela liquidez. *Revista de Economia*, v. 32, 2006, pp. 81-93.
- PAULA, L. F. R.** Dinâmica da Firma Bancária: uma abordagem não-convencional. *Revista Brasileira de Economia*, v. 53, n. 3, 1999, pp. 323-356.
- PAULA, L. F. R.** Tamanho, dimensão e concentração do Sistema Bancário no contexto de alta e baixa inflação no Brasil. *Nova Economia (UFMG)*, v. 8, n. 1, 1998, pp. 87-116.
- PAULA, L. F. R.; ALVES JR, A. J.; MARQUES, M. B. L.** Ajuste patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil durante o Plano Real (1994/98). *Estudos Econômicos - Instituto de Pesquisas Econômicas*, v. 31, n. 2, 2001, pp. 285-319.
- PEROBELLI, F.F.C.; FAMÁ, R.** Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 7, n. 1, 2003, pp. 9-35.
- PHILLIPS, P. A.; SIPAHIOGLU, M. A.** Performance implications of capital structure: evidence from quoted UK organizations with hotel interests. *The Service Industries Journal*, v. 24, n. 5, 2004, pp. 31-51.
- REED, E. W.; GILL, E. K.** Bancos comerciais e múltiplos. São Paulo: Makron Books, 1994.
- RICHARDSON, R. J.** Pesquisa social: métodos e técnicas. 3ª Edição. São Paulo: Atlas, 1999.
- ROSS, S.; WESTERFIELD, R.; JORDAN, B.** Princípios da Administração Financeira. São Paulo: Atlas, 2010.
- SANTOS, C. M. D.** Levantamento dos fatores determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras. 2006. 122 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo. Ribeirão Preto.
- SCHIMITT, F. O. V.** Os Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras. 2004. 169 f. Tese (Doutorado em Administração) -Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo.