

# ÍNDICES DE ESTRUTURA DE CAPITAL E DE RENTABILIDADE EM EMPRESA COM PATRIMÔNIO LÍQUIDO NEGATIVO: o caso da Cia. de Brinquedos Estrela

**Jaquiele Silva Di Guimarães**  
jaqfortal@gmail.com  
UFC

**Denise Maria Moreira Chagas Correa**  
denisecorrea@ufc.br  
UFC

**Resumo:** A análise das demonstrações financeiras é uma importante ferramenta utilizada para reduzir incertezas em uma decisão de investimento. Esta análise compreende a situação econômica e financeira de uma entidade. Dentre os índices usualmente utilizados, tem-se os de rentabilidade, que analisam a primeira vertente e os indicadores de estrutura de capital, que analisam a segunda vertente. Ocorre ainda que alguns destes indicadores utilizam em suas equações o valor do Patrimônio Líquido (PL) das entidades e esta variável, que possui saldo naturalmente credor, por vezes, pode assumir saldo devedor, como é o caso da Companhia de Brinquedos Estrela. Neste contexto, este estudo objetivou analisar o comportamento dos índices de estrutura de capital e de rentabilidade na empresa em questão. Para tanto, esta pesquisa aplicada, descritiva, qualitativa e documental analisou os balanços patrimoniais e as demonstrações do resultado da Cia. Estrela, de 2019 a 2021, com ênfase nos indicadores que possuem o PL em sua equação. Os resultados mostraram não ser exequível analisar alguns indicadores de estrutura de capital e de rentabilidade em empresas com PL negativo. Entretanto, outros índices se mostraram aptos a reduzir os impactos desta limitação. Após as substituições para análise do endividamento e da rentabilidade, observou-se que a Estrela tem elevada dependência do capital de terceiros a curto prazo e rentabilidade negativa, confirmando a teoria POT (Pecking Order Theory), que elevada dependência de capital de terceiros tende a comprometer a rentabilidade da empresa.

**Palavras Chave: PL Negativo - Índices - Estrutura de capital - Rentabilidade - Cia Estrela**

## 1 INTRODUÇÃO

Na condição de ciência social aplicada, a contabilidade é influenciada pelo ambiente em que atua e tem como objetivo registrar e analisar as variações do patrimônio, possibilitando aos seus mais variados usuários a extração de informações úteis ao processo decisório (IUDÍCIBUS *et al.*, 2020), possibilitando verificar a saúde financeira da empresa, bem como avaliar o seu desempenho econômico, (ROVARIS; DALL'ASTA; WALTER, 2018).

A análise das demonstrações contábeis consolidadas permite avaliar o grupo econômico ou o conglomerado de negócios. Assim, as informações fornecidas pelas companhias de capital aberto, em suas demonstrações financeiras, podem atrair ou afastar investidores. A análise dos indicadores, dentre eles, os índices de rentabilidade permitem avaliar as empresas em seu desempenho econômico e os índices de liquidez e os de estrutura de capital, o desempenho financeiro (LIMA; MARTINS, 2021).

Lima e Martins (2021), trazem o conceito de estrutura de capital como sendo a combinação entre o passivo e o patrimônio líquido que a empresa usa para financiar suas operações, seus índices revelam a dependência da entidade em relação aos recursos de terceiros. No balanço patrimonial, a diferença entre o valor dos ativos e o dos passivos representa o Patrimônio Líquido, que é o valor contábil pertencente aos acionistas ou sócios (GELBCKE *et al.*, 2018). Por sua vez, os índices de rentabilidade são indicadores que buscam avaliar os resultados atingidos pela organização, ou seja, o retorno do capital investido (LIMA; MARTINS, 2021). Quando os passivos superam os valores dos ativos, tem-se um patrimônio líquido negativo. Decourt *et al.* (2020) trouxeram em sua pesquisa que entre os anos de 2000 a 2018, em média 11% de empresas listadas na B3 apresentaram Patrimônio Líquido negativo. Dentre as quais se encontra a Companhia de Brinquedos Estrela.

Ante o exposto, o presente estudo busca apresentar uma resposta à seguinte questão de pesquisa: Qual o comportamento dos indicadores de estrutura de capital e de rentabilidade na Companhia de Brinquedos Estrela?

Em face da questão de pesquisa, este trabalho tem como objetivo geral descrever o comportamento dos indicadores de estrutura de capital e de rentabilidade na companhia de Brinquedos Estrela. Assim, têm-se como objetivos específicos: i) descrever o que sinalizam os indicadores de estrutura de capital e de rentabilidade da Companhia de Brinquedos Estrela e ii) analisar a teoria aplicável que relacione a estrutura de capital e a rentabilidade, adequada à Estrela.

Sob a perspectiva social, os resultados deste estudo contribuem com os usuários da informação contábil, aí incluindo os acionistas, investidores e credores que utilizam a análise das demonstrações contábeis como ferramenta para tomada de decisão.

Do ponto de vista acadêmico, existem muitos trabalhos que têm como objeto de estudo a avaliação de desempenho econômico-financeiro, tendo como base indicadores de rentabilidade e de estrutura de capital, entretanto, na base da dados dos periódicos da CAPES, foram encontrados poucos trabalhos que analisaram empresas com patrimônio líquido negativo, sem, entretanto, especificar como proceder com indicadores que possuem o Patrimônio Líquido em sua equação. Ademais, tais estudos não são recentes, como é o caso de Albuquerque (2014) e Aranha; Dias; Aranha (2015).

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO E LEGAL

Esta seção traz os aspectos teóricos, inerentes aos indicadores de estrutura de capital e de rentabilidade, as teorias acerca da estrutura de capital, bem como estudos empíricos anteriores com índices de estrutura de capital e de rentabilidade em empresas.

## 2.1 ÍNDICES DE ESTRUTURA DE CAPITAL E DE RENTABILIDADE

As demonstrações contábeis são uma representação estruturada da posição patrimonial e financeira e do desempenho da entidade (CPC 26, Item 9). Por meio da análise das demonstrações é possível obter informações sobre a posição passada, presente e permite uma projeção futura de uma empresa (ASSAF NETO, 2020). A necessidade de analisar as demonstrações contábeis é tão antiga quanto o próprio surgimento da contabilidade (SILVA FILHO; BARBOSA; PEREIRA, 2021).

Assim, os índices são os elementos mais utilizados na análise das demonstrações, apontam para a situação da entidade (SANTOS *et al.*, 2019). Segundo Silva Filho, Barbosa e Pereira (2021) a quantidade de índices a serem utilizados dependerá da necessidade do usuário e do objetivo que se pretende alcançar com a análise.

Dessa forma, a situação econômica da empresa é analisada por meio dos índices de rentabilidade que mostram o rendimento dos investimentos feitos pela empresa e os índices de atividade que dão uma ideia de como está sendo o ciclo operacional da empresa. A situação financeira, por sua vez, é analisada por meio dos índices de liquidez que mostram a capacidade da empresa em honrar seus compromissos e pelos índices de endividamento que mostram o grau de endividamento da mesma (SANTOS *et al.*, 2019).

Sendo assim, os indicadores de rentabilidade indicam o retorno dos capitais investidos, ou seja, quanto renderam os investimentos no negócio, o grau de êxito econômico da companhia (CASTILHO, 2017). Segundo Barros e Macedo (2018) a rentabilidade é o principal objetivo a ser alcançado para propiciar a continuidade da empresa, sem ela a empresa pode acabar com suas atividades.

O indicador de estrutura de capital ou endividamento, relaciona as duas grandes fontes de recursos que a empresa possui: capital de terceiros e capital próprio (CASTILHO, 2017), esse indicador aponta o grau de participação e dependência que a empresa apresenta sobre os recursos de terceiros (OLIVEIRA, 2017). Assim, segundo Britto; Serrano e Franco (2018) as empresas devem buscar financiamento, seja lançando mão de recursos próprios, seja na forma de capital de terceiros, esse aporte é essencial para a atividade da empresa.

O Quadro 1 traz os cinco indicadores de estrutura de capital estudados na literatura em geral. São eles: Grau do Endividamento (GE) ou Participação do Capital de Terceiros (PCT), Dependência Financeira (DF), Composição do Endividamento (CE), Imobilização do Patrimônio Líquido (IPL), Imobilização dos Recursos Não Correntes (IRNC).

**Quadro 1** – Índices de estrutura de capital

No.	Índice	Significado/Interpretação	Operacionalização
1	Grau de endividamento (GE) ou participação de capitais de terceiros (PCT)	Indica quanto a empresa tomou de capitais de terceiros para cada \$1,00 de capital próprio, portanto, permite avaliar a política de captação de recursos da empresa. Quanto menor melhor.	$\frac{\text{Capital de Terceiros}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$
2	Dependência Financeira (DF)	Indica quanto o total do capital de terceiros representa do total dos investimentos. Quanto menor melhor.	$\frac{\text{Capital de Terceiros}}{\text{Ativo Total}} \times 100$
3	Composição do endividamento (CE)	Indica quanto do total das dívidas vence a curto prazo. Quanto menor, melhor	$\frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Capital de Terceiros}} \times 100$

4	Imobilização do Patrimônio Líquido (IPL)	Indica quanto a empresa aplicou no Ativo Permanente (AP) para cada \$1,00 de capital próprio. Portanto, mostra a proporção de recursos próprios investidos no AP. Quanto menor melhor.	$\frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$
5	Imobilização dos Recursos não Correntes (IRNC)	Indica a proporção das fontes do não circulante (própria ou de terceiros) investida no Ativo Permanente. Quanto menor melhor.	$\frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{PL} + \text{Passivo Não Circulante}} \times 1$

Fonte: Adaptado pela autora a partir de Ribeiro (2017); Cartaxo (2018)

Por sua vez, o Quadro 2, traz os cinco índices de rentabilidade inerentes à análise das demonstrações contábeis das empresas em geral estudados na literatura. São eles: Giro do Ativo (GA), Margem Bruta (MB), Margem Líquida (ML), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RSPL) e Retorno sobre os Ativos (ROA) (RIBEIRO, 2017; CARTAXO, 2018).

**Quadro 2** – Índices de rentabilidade afetados pelo valor do Patrimônio Líquido

No.	Índice	Significado/Interpretação	Operacionalização
1	Giro do Ativo (GA)	Evidencia quantas vezes o ativo “girou” ou se renovou pelas vendas, quanto a empresa vendeu para cada \$ 1 de investimento total. Quanto maior melhor.	$\frac{\text{Vendas Líquidas}}{\text{Ativo Total}}$
2	Margem Bruta (MB)	Identifica o quanto da receita se transforma em lucro bruto, demonstrando que os custos efetivos estão inferiores ou superiores a receita. Quanto maior melhor.	$\frac{\text{Lucro bruto}}{\text{Receita}} \times 100$
3	Margem Líquida (ML)	Indica quanto a empresa obteve de lucro Líquido para cada \$ 1 vendido. Quanto maior, melhor	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita}} \times 100$
4	Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RSPL)	Mede a taxa de lucratividade obtida pelo capital próprio investido na empresa. Quanto a empresa ganhou de lucro Líquido para cada \$ 1 de capital próprio investido. Quanto maior, melhor	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$
5	Retorno sobre os Ativos (ROA)	Evidencia quanto a empresa obteve de lucro líquido para cada \$ 1 de investimentos totais. Quanto maior melhor.	$\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Ativo total}} \times 100$

Fonte: Adaptado pela autora a partir de Ribeiro (2017); Cartaxo (2018)

À luz dos quadros 1 e 2, cabendo observar que, dentre os cinco indicadores de estrutura, apenas a DF e a CE não são impactados pelos valores do Patrimônio Líquido, por não terem o PL em suas equações, enquanto o GE ou PCT, a IPL e a IRNC trazem em suas respectivas equações a variável Patrimônio Líquido (PL), e, dentre os cinco indicadores de rentabilidade, apenas a RSPL é afetado pelo PL. Assim, torna-se relevante refletir sobre este assunto quando o PL assume valor negativo.

Isto posto, os indicadores que contemplam a variável PL têm a sua análise prejudicada quando o valor do Patrimônio Líquido é negativo, porque perde o sentido analisar o resultado algébrico das respectivas equações em questão, uma vez que, diferentemente do que se tem na matemática, PL negativo não significa uma fonte negativa de recurso, mas sim que o valor do saldo do PL deixou de ser uma fonte de recursos de capital próprio e passou a ser uma aplicação dos recursos que consiste na redução da situação líquida da entidade em questão (ASSAF NETO, 2020).

Assim, para superar esta limitação propõe-se a supressão dos quatro indicadores com limitações para aplicação em empresas com PL negativo e a inclusão de outros índices para superar a exclusão dos indicadores suprimidos, conforme mostrado no Quadro 3.

**Quadro 3:** Indicadores suprimidos para análise de empresas com PL negativo e indicadores alternativos e fundamentos da substituição

Indicadores suprimidos	Indicadores alternativos	Fundamentos da substituição
------------------------	--------------------------	-----------------------------

GE ou PCT	DF	Ambos os indicadores: GE e DF, possuem o mesmo foco, que consiste em analisar a representatividade do Capital de Terceiros (CT), entretanto, no primeiro caso, tendo como referência o valor do capital próprio (que é o outro tipo de fonte de recursos) e, no segundo caso, o CT é comparado ao valor do Ativo Total (AT), que representa o total dos investimentos ou, melhor dizendo: o valor onde as fontes de recursos foram aplicadas.
IPL e IRNC	Análise Vertical do Balanço, DF e CE	Todas as variáveis usadas na equação do indicador IPL também estão contempladas no indicador IRNC, inclusive conservando-se nos respectivos numerador e denominador de cada equação. Assim, cabe concluir que IPL está contemplado na IRNC, que tem no seu numerador a soma dos ativos de natureza permanente (investimentos, imobilizados e intangíveis) e, no denominador o total das fontes de recursos, exceto as de curto prazo (PC), com a finalidade de identificar se a empresa captou recurso de curto prazo para financiar ativos de natureza permanente, o que não é desejável. Assim, sugere-se: i) fazer a Análise Vertical (AV) do Balanço Patrimonial (BP) para identificar a relevância dos ativos de natureza permanente em relação ao total do ativo e analisar este resultado de forma sistematizada com a DF e com a CE.
RSPL	GA, MB, ML e ROA	Em que pese o RSPL indique o retorno do capital próprio, e não haja nenhum outro indicador que o substitua, ainda assim a literatura mostra que existem outros vários indicadores de rentabilidade que, quando usados em conjunto, podem superar as limitações decorrentes da supressão do RSPL.

Fonte: Elaborado pelas autoras

Cabe ainda fazer abordagem acerca das teorias existentes sobre a relação entre estrutura de capital e rentabilidade, o que se faz na próxima subseção.

## 2.2 TEORIAS QUE RELACIONAM A ESTRUTURA DE CAPITAL COM A RENTABILIDADE

Segundo Coelho (2015), há muitos anos diversas teorias investigam a combinação ideal entre recursos próprios e de terceiros como fontes de financiamentos nas empresas. Os primeiros estudos relativos ao tema, referem-se a Durand (1952) que representava a teoria tradicionalista e defendia a existência de uma estrutura ótima de capital, ou seja, a combinação entre capital de terceiros e capital próprio, que reduziria o custo de capital e, como efeito, maximizaria o valor da empresa no mercado (LIMA; MARTINS, 2021).

Modigliani e Miller (1958; 1959; 1963) representantes da Moderna Teoria sobre estrutura de capital, afirmavam que a estrutura de capital das empresas era irrelevante para o valor das mesmas (SACILOTO, 2016) quando considerados como pressupostos: ausência de impostos, inexistência de custos de falência e de custos de transação, emissão de apenas dois tipos de títulos (dívida sem risco e ações) por parte das empresas e acesso às mesmas informações (LIMA; MARTINS, 2021). Segundo Saciloto *et al* (2016), Modigliani e Miller associavam o valor da empresa somente à sua rentabilidade e seu risco, e não ao instrumento utilizado para seu financiamento.

Assim, após essas contribuições, diversos estudos surgiram na tentativa de explicar a composição da estrutura de capital. Duas teorias dominam o debate sobre estrutura de capital (COELHO, 2015). Desenvolvidas por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), a primeira, *Static Trade-off* (STO) considera o efeito do benefício fiscal gerado pelo endividamento e o efeito dos custos de falência, de maneira que exista um meio termo onde o custo de capital seja mínimo (BRITTO; SERRANO; FRANCO, 2018).

Conforme Coelho (2015), para Myers, quanto mais a empresa elevar seu endividamento, maiores são os benefícios fiscais. A segunda, *Pecking Order Theory* (POT), estabelece uma hierarquia ao decidir suas fontes de financiamento, utilizando em primeiro lugar os recursos gerados internamente, seguidos pela emissão de dívidas e por último a emissão de ações (LIMA; MARTINS, 2021). Sob essa ótica, Saciloto *et al.* (2016) concluem que as empresas

mais rentáveis devem ser menos endividadas, pois têm maior capacidade de se autofinanciar, recorrendo menos a dívidas.

### 2.3 ESTUDOS EMPÍRICOS ANTERIORES COM ANÁLISE DA ESTRUTURA DE CAPITAL E RENTABILIDADE

A maneira com que uma empresa adota sua estrutura de capital ainda é um assunto controverso, visto que não há consenso sobre os fatores que determinam o nível de endividamento das empresas (BRITTO; SERRANO; FRANCO, 2018). Isso porque existem diversos fatores que podem influenciar nessa escolha e que remetem a preocupação entre risco e retorno (COELHO, 2015). Desse modo, os fatores de maior destaque nas principais teorias sobre estrutura de capital, ou seja, aqueles que mais influenciam na escolha do financiamento são: rentabilidade, tangibilidade, oportunidade de crescimento, risco de negócio e tamanho.

Coelho (2015) comparou os determinantes da estrutura de capital entre países, concluiu uma similaridade em relação ao determinante rentabilidade entre Brasil, China, Índia e Paquistão o que leva aos achados da POT, empresas com índices de lucratividade e/ou retorno altos tendem a utilizar menos recursos de terceiros e preferindo seus próprios fundos para financiar projetos.

Saciloto *et al* (2016) estudaram a influência da estrutura de capital sobre a rentabilidade das empresas industriais brasileiras de capital aberto, durante o período de 2010 a 2014. Em sua pesquisa, concluíram que empresas com muitas dívidas tendem a ser menos rentáveis, contrariando a teoria de Modigliani e Miller (1958) sobre a irrelevância da estrutura de capital. Sinalizando uma relação inversa entre endividamento e rentabilidade.

Britto, Serrano e Franco (2018) pesquisaram os fatores determinantes da estrutura de capital de empresas brasileiras de capital aberto de 19 setores econômicos, durante o período de 2010 a 2017. Os resultados concluíram que rentabilidade, risco e oportunidade de crescimento induzem a menos endividamento, confirmando que a rentabilidade está em conformidade com a POT. Os demais coeficientes estão de acordo com a STO. A tangibilidade não se mostrou significativa para o período analisado.

Lima e Martins (2021) analisaram a influência da estrutura de capital sobre a rentabilidade das empresas do segmento de energia elétrica listadas na B3, no período de 2014 a 2018. Concluíram em seu estudo que a estrutura de capital do setor elétrico influencia os índices de rentabilidade. Assim, mais um estudo que contraria a teoria de Modigliani e Miller (1958) sobre a irrelevância da estrutura de capital.

Cartaxo (2018) analisou a rentabilidade como função da estrutura de capital de empresas listadas na B3, adotando um comparativo entre empresas exportadoras e não exportadoras, no período de 2010 a 2017. Concluiu que, para as empresas exportadoras, a estrutura de capital não foi conclusiva quando relacionada ao desempenho, e que a variável ‘tamanho’ não influenciou a rentabilidade daquelas empresas. Quanto às empresas não exportadoras, seu desempenho foi influenciado pela estrutura de capital, bem como, pelo tamanho. Concluiu também que as empresas não exportadoras estão menos expostas aos riscos do negócio. As variáveis liquidez, tangibilidade, idade e cambio comportaram-se igualmente para ambos os grupos.

Albuquerque (2014) analisou as demonstrações consolidadas de empresas com patrimônio líquido negativo em controladas, a fim de verificar se a ocorrência de PL negativo nas controladas provocam impacto no PL das demonstrações consolidadas. Das 73 empresas analisadas, que negociavam na B3, 8 (oito) apresentaram variações entre o patrimônio líquido

individual e o consolidado influenciadas pelo PL negativo de suas controladas, variações que podem comprometer a análise de índices e a tomada de decisão. Segundo o autor esse comportamento pode ser típico do grupo financeiro e da qualidade do gerenciamento dos investimentos das controladas.

Aranha, Dias e Aranha (2015) analisaram a dinâmica do capital de giro da Bombril S/A, empresa que estava com PL negativo, no período de 2005/2007, sob o enfoque do Modelo Fleuriet, que tem como principal característica a reclassificação do balanço patrimonial em conformidade com a atividade operacional da empresa. Assim, a empresa analisada apresentou um Capital de Giro negativo, bem como um Saldo de Tesouraria negativo, ou seja, parte de seus ativos permanentes financiados com recursos de curto prazo. A empresa apresentou no triênio a Necessidade de Capital de Giro positiva, o que indica a necessidade de recursos no montante apurado para financiar seu capital de giro. Dessa forma, evidenciando elevado risco de insolvência, considerando que financia suas aplicações permanentes com fundos de curto prazo que podem não ser renovados.

### **3 METODOLOGIA**

Esta seção traz os aspectos metodológicos do trabalho, uma abordagem acerca da unidade selecionada para estudo, bem como a descrição dos procedimentos de coleta e de análise dos resultados.

Este estudo é uma pesquisa aplicada, pois se propõe a analisar dados reais das demonstrações financeiras da Companhia de Brinquedos Estrela, cujos dados disponíveis no portal da Brasil, Bolsa, Balcão (B3), mostram que esta empresa possui patrimônio líquido (PL) negativo. De acordo com Prodanov e Freitas (2013), a pesquisa aplicada objetiva gerar conhecimentos para aplicação prática dirigidos à solução de problemas específicos, envolvendo fatos de interesses locais.

Quanto aos objetivos, o estudo se caracterizou como descritivo, uma vez que buscou conhecer de forma mais aprofundada um fenômeno e suas variáveis que, no caso, consiste na análise dos indicadores de estrutura de capital e de rentabilidade em uma empresa com PL negativo, que, no caso, é a Companhia de Brinquedos Estrela. Segundo Prodanov e Freitas (2013), nas pesquisas descritivas, os fatos são observados, registrados, analisados, classificados e interpretados, mas não são manipulados pelo pesquisador.

Quanto à abordagem do problema, o estudo se caracterizou como uma pesquisa qualitativa, porque, para responder o problema de pesquisa, não foi necessário o uso de ferramentas estatísticas para compreender o fenômeno estudado, uma vez que a resposta foi embasada na análise descritiva dos fatos e circunstâncias inerentes ao fenômeno estudado. Para Marques e Walliman (2015), a análise qualitativa envolve conceitos e processos de investigação mais experimentais e exploratórios do que a pesquisa quantitativa. A principal diferença encontra-se na coleta e na análise de dados.

Quanto às técnicas de coletas de dados, a pesquisa foi documental, uma vez que se utilizou de dados das demonstrações contábeis coletadas da B3. Marconi e Lakatos (2019) ensinam que a característica da pesquisa documental é tomar como fonte de coleta de dados apenas documentos, escritos ou não, que constituem o que se denomina de fontes primárias. Estas podem ter sido feitas no momento em que o fato ou fenômeno ocorre, ou depois.

No que concerne à unidade objeto da análise, a Brasil, Bolsa e Balcão [B<sup>3</sup>] classifica as companhias abertas em seis níveis de governança, que vão do mais simples ao mais completo. São eles: Nível Básico, Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2 e Novo



Mercado. Em todos os níveis, tem-se a presença de companhias dos mais variados segmentos econômicos.

A escolha da ESTRELA foi direcionada pela presença das seguintes características, simultaneamente: i) que a empresa estivesse classificada pela [B<sup>3</sup>] no segmento do nível básico ou tradicional de governança, por ser aquele cujas companhias atendem exclusivamente ao previsto na Lei das S.A.; ii) que a empresa apresentasse demonstrações financeiras consolidadas e Patrimônio Líquido negativo ao longo de todo o triênio objeto da análise (2019 a 2021); iii) que a empresa não atuasse no segmento financeiro, uma vez que este último apresenta singularidades que o diferem do segmento econômico do comércio e da indústria em geral e iv) que a empresa não estivesse em processo de recuperação judicial, por ser esta condição um desestímulo aos credores de uma maneira geral. Após a verificação destas quatro condições, restaram dez empresas. Dentre elas, a ESTRELA foi a primeira a abrir o capital, em 1944, razão pela qual foi a escolhida.

Assim, a Companhia de Brinquedos Estrela é uma sociedade anônima de capital aberto, que tem como objeto social a exploração da indústria e comércio de brinquedos e produtos similares, listada na Brasil, Bolsa e Balcão [B<sup>3</sup>]. Fundada em 1937, abriu o seu capital sete anos após a sua constituição, em 1944 e, atualmente, suas ações são negociadas sob o código ESTR3 e ESTR4. Sua sede está localizada na cidade de São Paulo -SP. Fundada em 1937, a Companhia.

A Companhia participa diretamente no capital social da Estrela Distribuidora de Brinquedos Comercial Importadora e Exportadora Ltda. (EDB) e indiretamente no capital social de mais oito empresas, a Brinquedos Estrela Indústria e Comércio Ltda. (BEIC), Brinquemolde Licenciamento, Indústria e Comércio Ltda. (BLIC), Brinquemolde Armazéns Gerais Ltda. (BAG) e Starcom do Nordeste Comércio e Indústria de Brinquedos Ltda., JM Comércio e Indústria de Plásticos Ltda., CATU Comércio de Cosméticos EIRELI, Editora Estrela Cultural Ltda. E Estrella Del Paraguay S.A.

Os dados referentes às demonstrações consolidadas do Balanço Patrimonial (BP) e da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) da ESTRELA inerentes ao triênio 2019 a 2021 se deram por meio do portal da Brasil, Bolsa, Balcão (B3). Justifica-se o corte temporal de 2021, por ser o último exercício com dados publicados na data da coleta, que foi a data do encerramento da coleta e o ano de 2019, por se considerar que uma série de três observações anuais é o menor intervalo de tempo que permite fazer estudos de tendência.

O Balanço Patrimonial (BP) e a demonstração do resultado do exercício (DRE) consolidados referentes ao triênio 2019-2021, foram transportados para planilhas eletrônicas com os valores das contas em cada ano e apresentados em suas respectivas colunas, uma para cada ano.

Após a coluna dos valores das contas/grupos de contas do BP e da DRE, em cada ano, em R\$1.000,00 (milhares de reais), foram reservadas duas colunas, sendo a primeira para a análise vertical (AV) e a outra, para a análise horizontal (AH), que teve como ponto fixo o primeiro ano da série histórica, qual seja, 2019. Estas análises são complementares, ou seja, quando aplicadas em conjunto, traduzem melhor a situação da empresa. Sendo a AV, para se investigar a participação relativa das contas/grupos de contas das demonstrações em questão, em relação a cada respectivo ponto de referência adiante descrito, basicamente permite fazer um estudo de tendência da empresa e, a AH, para investigar a evolução das contas/grupos ao longo do tempo, por meio da comparação entre os valores da mesma conta/grupo, em exercícios diferentes, é uma análise temporal do crescimento da empresa (ASSAF NETO, 2020).



A referência do total dos 100% na análise vertical foi o total do Ativo, para cada uma das contas e grupos do balanço patrimonial em cada ano e o total da receita líquida, para cada uma das linhas de contas ou grupos de contas da demonstração do resultado do exercício em cada ano. Para o cálculo das variações evidenciadas na análise horizontal de ambas as demonstrações contábeis, foram tomados como 100% os valores de 2019, primeiro ano da série histórica examinada, de forma que as variações da AH mostradas em 2021 também teve como referência o mesmo ano de 2019.

Em seguida, foram selecionados indicadores de estrutura de capital e de rentabilidade consoante o que foi mostrado nos quadros 1 e 2, com as substituições apresentadas no Quadro 3. Por fim foi realizada a análise sistêmica dos indicadores em questão, após o que, foi feita a análise dos resultados desta análise com as teorias existentes acerca da relação entre estrutura de capital e rentabilidade.

#### 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A Tabela 1 apresenta o BP consolidado, a análise horizontal (AH) dos anos 2020 e 2021 sendo 2019 o ano base e a análise vertical (AV) dos anos de 2019 a 2021 obtidos na base de dados da B3, os valores apresentados serão utilizados nas fórmulas de índices e, posteriormente, realizada a análise dos índices.

**Tabela 1: Balanço Patrimonial Consolidado da ESTRELA, de 2019 a 2021 (Em milhares de R\$) com análise vertical (AV) e análise horizontal (AH)**

Descrição	2019			2020			2021		
	Valor	AV(%)	AH(%)	Valor	AV(%)	AH(%)	Valor	AV(%)	AH(%)
<b>Ativo Total</b>	<b>205.960</b>	<b>100%</b>	<b>-</b>	<b>244.646</b>	<b>100%</b>	<b>18,8%</b>	<b>291.161</b>	<b>100%</b>	<b>41,4%</b>
Ativo Circulante	86.163	41,8%	-	127.282	52,0%	47,7%	167.361	57,5%	94,2%
Caixa e Equivalentes de Caixa	2.339	1,1%	-	7.011	2,9%	199,7%	849	0,3%	-63,7%
Contas a Receber	64.961	31,5%	-	70.036	28,6%	7,8%	82.378	28,3%	26,8%
Estoques	18.863	9,2%	-	17.208	7,0%	-8,8%	30.604	10,5%	62,2%
Tributos a recuperar	0	0,0%	-	33.027	13,5%	0,0%	53.501	18,4%	0,0%
Ativo Não Circulante	119.797	58,2%	-	117.364	48,0%	-2,0%	117.370	40,3%	-2,0%
Ativo Realizável a Longo Prazo	96.115	46,7%	-	97.589	39,9%	1,5%	98.682	33,9%	2,7%
Ativos de natureza fixa	23.682	11,5%	-	19.775	8,1%	-16,5%	18.688	6,4%	-21,1%
Imobilizado	21.945	10,7%	-	18.023	7,4%	-17,9%	16.933	5,8%	-22,8%
Intangível	1.737	0,8%	-	1.752	0,7%	0,9%	1.755	0,6%	1,0%
<b>Passivo Total</b>	<b>205.960</b>	<b>100,0%</b>	<b>-</b>	<b>244.646</b>	<b>100,0%</b>	<b>18,8%</b>	<b>291.161</b>	<b>100,0%</b>	<b>41,3%</b>
Passivo Exigível	684.495	332,3%	-	738.880	302,0%	7,9%	789.708	271,2%	6,9%
Passivo Circulante	550.225	267,2%	-	603.206	246,6%	9,6%	666.918	229,1%	21,2%
Obrigações	472.160	229,2%	-	515.831	210,8%	9,2%	558.043	191,7%	18,2%
Fornecedores	21.024	10,2%	-	12.496	5,1%	-40,6%	12.987	4,5%	-38,2%
Financiamentos	50.592	24,6%	-	67.107	27,4%	32,6%	86.156	29,6%	70,3%
Provisões	6.449	3,1%	-	7.772	3,2%	20,5%	9.732	3,3%	50,9%
Passivo Não Circulante	134.270	65,2%	-	135.674	55,5%	1,0%	122.790	42,2%	-8,5%
Outras Obrigações	125.902	61,1%	-	127.740	52,2%	1,5%	116.561	40,0%	-7,4%
Tributos Diferidos	4.209	2,0%	-	3.741	1,5%	-11,1%	3.274	1,1%	-22,2%
Provisões	4.159	2,0%	-	4.193	1,7%	0,8%	2.955	1,0%	-28,9%

Patrimônio Líquido	-478.535	-232,3%	-	-494.234	-202%	3,3%	-498.547	-171,2%	4,2%
Capital Social Realizado	30.602	14,9%	-	30.602	12,5%	0,0%	30.602	10,5%	0,0%
Reservas de Lucros	1.583	0,8%	-	9.983	4,1%	530,6%	21.687	7,4%	1270,0%
Prejuízos Acumulados	-518.890	-251,9%	-	-542.081	-221,6%	4,5%	-557.191	-191,4%	7,4%
Ajustes de Avaliação Patrimonial	8.170	4,0%	-	7.262	3,0%	-11,1%	6.355	2,2%	-22,2%

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

A partir da análise horizontal e vertical da Tabela 1 foi possível observar que o Ativo Total aumentou 41,4% no triênio, enquanto o capital de terceiros aumentou 6,9%. Observou-se ainda uma concentração destas dívidas no passivo circulante, uma vez que este grupo representou sempre mais de 229% do total do Passivo Exigível e não Exigível em conjunto, enquanto o Passivo Não Circulante representou 65,2% no primeiro ano do triênio analisado e 42,2%, em 2021. Tal queda de representatividade se deveu ao decurso do tempo que fez com que dívidas do longo prazo fossem transferidas para o circulante, uma vez que, em valores nominais, o capital de terceiros continuou se mostrando crescente no triênio. No que diz respeito ao Patrimônio Líquido, os sócios não aumentaram o capital no triênio e os prejuízos acumulados se mostraram sempre crescentes, variando 7,4% no período e superiores a R\$0,5bilhões. Além disso, a Análise vertical do Balanço revela ainda elevado nível de dívidas (capital de terceiros) em relação ao Ativo Total e, embora esta representatividade tenha caído de 332% em 2019, para 271%, em 2021, em valores absolutos, foi sempre crescente e aumentou 6,9% de 2019 a 2021, conforme mostrou a análise horizontal do Total do Passivo Exigível.

No que diz respeito aos grupos de contas do Ativo, que aumentou no triênio 41,4%, este aumento foi explicado pelo aumento do Circulante, que aumentou 94,2% no triênio, uma vez que o Realizável a Longo Prazo manteve-se sem elevadas variações, com aumento de apenas 2,7% no período e os ativos de natureza permanente, aqui representados pelo Imobilizado e Intangível apresentaram queda no conjunto, pois o intangível foi sempre inferior a 1% do total do Ativo e o Imobilizado apresentou queda de 22,8%, explicado por realizações de ativos pela baixa ou pela depreciação, conforme mostrou a Tabela 1, a qual mostrou ainda que os estoques aumentaram 62,2% no período e o Caixa e equivalentes de caixa caiu 63,7%. Além disso, os tributos a recuperar que eram inexistentes no primeiro ano da série histórica, aumentaram R\$53 milhões em valores nominais no período.

Percebe-se que a junção das análises, confirmam que o aumento no AC ocorreu porque a empresa realizou vendas, traduzida pela queda dos estoques e aumento do contas a receber, significando que a empresa vendeu a prazo. A queda do ANC se deu pelo fato da empresa se desfazer do ativo imobilizado. A evolução do PC mostra que a empresa está endividada no curto prazo, o que não é desejável, bem como é possível perceber a evolução do PL negativo no triênio, conforme a análise horizontal do Balanço.

A DRE representa de forma ordenada e resumida as operações realizadas pela empresa, a fim de destacar o lucro líquido do período. Assim, a Tabela 2 apresenta a demonstração do resultado do exercício consolidada da Estrela S/A do período de 2019 a 2020 juntamente com a AV e AH.

**Tabela 2: Demonstrações do Resultado consolidadas da ESTRELA, de 2019 a 2021, (Em milhares de R\$)**

Descrição	2019			2020			2021		
	Valor	AV(%)	AH(%)	Valor	AV(%)	AH(%)	Valor	AV(%)	AH(%)
Receita Líquida de Venda de Bens e/ou Serviços	112.155	100,0%	-	138.561	100,0%	23,5%	179.064	100,0%	59,7%

(-) Custo das vendas	55.841	49,8%	-	68.193	49,2%	22,1%	93.713	52,3%	67,8%
(=) Resultado Bruto	56.314	50,2%	-	70.368	50,8%	25,0%	85.351	47,7%	51,6%
(-) Despesas/Receitas Operacionais	62.919	56,1%	-	45.213	32,6%	-28,1%	46.331	25,9%	-26,4%
Resultado Antes do Res. Financeiro	-6.605	-5,9%	-	25.155	18,2%	-380,8%	39.020	21,8%	-590,8%
(+/-)Resultado Financeiro	-34.269	-30,6%	-	-40.853	-29,5%	19,2%	-38.604	-21,6%	12,6%
Receitas Financeiras	2.289	2,0%	-	2.264	1,6%	-1,1%	1.388	0,8%	-39,4%
(-) Despesas Financeiras	36.558	32,6%	-	43.117	31,1%	17,9%	39.992	22,3%	9,4%
(=) Resultado Antes dos Tributos	-40.874	-36,4%	-	-15.698	-11,3%	-45,0%	416	0,2%	-101%
Imposto de Renda e Contribuição Social	0	0,0%	-	0	0,0%	0,0%	-4.729	-2,6%	0,0%
(=) Prejuízo Consolidado do Período	-40.874	-36,4%	-	-15.698	-11,3%	-45,0%	-4.313	-2,4%	-89,4%

Fonte: Dados da pesquisa

A análise horizontal e vertical da DRE consolidada no triênio apresentada na Tabela 2 permitiu observar que a Receita Líquida (RL) cresceu 59,7%, entretanto os custos das vendas aumentaram 67,8% e isso comprometeu a margem bruta que cresceu apenas 51,6%, em proporções menores do que o aumento da RL. Em contrapartida ao aumento dos custos das vendas, a empresa conseguiu reduzir as despesas operacionais líquidas das outras receitas, em valores nominais, na ordem de 26,4% no período e isso explica a queda de representatividade deste grupo de contas em relação às RL, que era de 56,1% no primeiro ano da série histórica e passou a representar apenas 25,9% da RL, no último ano. Isso fez com que o Resultado antes do resultado financeiro saísse de um prejuízo de R\$6,6 milhões em 2019, para um lucro de R\$39,0 milhões. O resultado financeiro foi sempre negativo em todo triênio porque a Despesa Financeira foi maior do que a Receita Financeira ao longo de todo período. Além disso, a RF, em queda, apresentou redução de 39,4% no período e a Despesa Financeira, apesar de ter apresentado queda de R\$3,0 milhões de 2020 para 2021, apresentou aumento nominal na ordem de 9,4% considerando o triênio como um todo. No que diz respeito ao Resultado antes do Imposto de Renda e da Contribuição Social sobre o Lucro, em razão do que se expôs até aqui, a ESTRELA saiu de um prejuízo de R\$40,8 milhões em 2019, para um prejuízo de R\$15,7 milhões em 2020 e um Lucro de R\$0,4 milhões, em 2021, revertendo, portanto, a situação inicial de prejuízo para lucro e a provisão para os tributos sobre o lucro foram zero nos dois primeiros anos e de R\$4,7 milhões, em 2021. Em face disso, embora o prejuízo do exercício tenha sido sempre decrescente no período, o mesmo passou de um prejuízo de R\$40,8 milhões em 2019 e caiu quase 90% no triênio, apresentando um prejuízo de apenas R\$4,3 milhões, em 2021, conforme mostra a Tabela 2.

Portanto, como se viu, as análises horizontais e verticais da DRE confirmam as elevadas despesas financeiras combinadas com as baixas receitas financeiras, evidenciando resultado financeiro negativo. E como consequência a empresa operou em prejuízo, por conta da elevada representatividade da remuneração do capital de terceiros, e elevado nível de dívidas, conforme mostrou a Tabela 2.

A Tabela 3 traz os indicadores dos quadros 1 e 2, com as substituições propostas no Quadro 3.

**Tabela 3: Indicadores de Estrutura de Capital e de Rentabilidade – Empresa ESTRELA, de 2019 a 2021 e AH e AV de algumas contas do Balanço Patrimonial e da Demonstração do Resultado do Exercício**

Descrição		2019		2020		2021	
		Índice	AH (%)	Índice	AH (%)	Índice	AH (%)
Estrutura	Dependência Financeira (DF)	332,3%	-	302,0%	-9,1%	271,3%	-18,4%
	Composição do Endividamento (CE)	80,4%	-	81,6%	1,6%	84,5%	5,1%
Rentabilidade	Giro do Ativo (GA)	0,54	-	0,57	5,6%	0,61	13,0%
	Margem Bruta (MB)	50,2%	-	50,8%	1,1%	47,7%	-5,1%

	Margem Líquida (ML)	-36,4%	-	-11,3%	-68,9%	-2,4%	-93,4%
	Retorno sobre os Ativos (ROA)	-1984,6%	-	-641,7%	-67,7%	-1,5%	-99,9%
	Vr. nominal Ativo fixo=(Imobilizado+Intangível)	23.682	-	19.775	-16,5%	18.688	-21,1%
	AV do Ativo fixo = (Imobilizado + Intangível)	11,5%	-	8,1%	-29,6%	6,4%	-44,3%
	Vr. nominal do Passivo Exigível	684.495	-	738.880	7,9%	789.708	15,4%
	AV do Passivo Exigível	332,3%	-	302,0%	-9,1%	271,2%	-18,4%
	Vr. nominal Passivo Exigível a Longo Prazo	134.270	-	135.674	1,0%	122.790	-8,5%
	AV do Passivo Exigível a Longo Prazo	65,2%	-	55,5%	-14,9%	42,2%	-35,3%
	Vr. Nominal do Patrimônio Líquido	-478.235	-	-494.234	3,3%	-498.547	4,2%
	AV do Patrimônio Líquido	-232,3%	-	-202,0%	-13,0%	-171,2%	-26,3%
	Vr. nominal da Receita Líquida	112.155	-	138.561	23,5%	179.064	59,7%

Fonte: Dados da pesquisa (2022)

Assim, combinando os indicadores mostrados na Tabela 3, com a análise horizontal e vertical do Balanço Patrimonial e da DRE, observou-se o que adiante se expõe.

De acordo com a Tabela 3, a análise do grau de endividamento foi substituída pela Dependência Financeira que, apesar de ter se mostrado decrescente ao longo de todo o período, com uma queda de 18,4% no triênio, mostrou que, ainda assim, a empresa apresentou elevada dependência do capital de terceiros, pois o capital de terceiros representou mais de três vezes o valor dos investimentos totais em ativos nos dois primeiros anos da série histórica e 2,7 vezes este valor, em 2021, o que mostra que a ESTRELA é muito endividada. Ademais, destas dívidas, representaram sempre mais de 80% no circulante, em todo o triênio, com tendência de aumento deste grupo de contas, podendo levar a empresa à insolvência.

À luz da Tabela 3, no que diz respeito à imobilização dos recursos não correntes, observou-se que o PELP, em valores nominais, foi sempre superior ao valor dos ativos de natureza fixa (imobilizado e intangível), o que permite afirmar que o passivo circulante não está financiando estes ativos, o que seria muito ruim para a empresa, dado o prazo das dívidas que estariam vencendo antes que tais ativos fossem capaz de gerar receita e lucro, entretanto, considerando que o Patrimônio Líquido (PL) ficou negativo, o mesmo deixou de representar uma fonte de recursos para assumir a posição de uma aplicação de recursos e, quando se comparam os valores nominais do PELP com o PL, observa-se que a ESTRELA está assumindo dívidas do Circulante para financiar os prejuízos gerados em cada exercício, pois a concentração de dívidas no circulante foi sempre crescente no período (CE), bem como foram sempre crescentes o Passivo Exigível (capital de terceiros), bem como o PL negativo, de forma que esta estrutura de capital tende a ter um efeito bola de neve na dependência financeira.

Além disso, quando se analisaram os indicadores de rentabilidade em conjunto, observou-se que, apesar de o Giro do Ativo Total ter sido sempre crescente, a cada R\$1,00 de investimento em ativo total, a empresa conseguiu gerar entre R\$0,54 a R\$0,61 de receita, o que mostra uma baixa capacidade de geração de receitas a partir dos recursos investidos em ativos. Ademais, para cada R\$100,00 de Receita Líquida (RL) em cada ano, a Margem Líquida foi sempre negativa. Em que pese que a margem bruta foi sempre positiva, a mesma está em queda no período em face dos elevados custos e a margem líquida negativa que foi de 36,4% da RL, foi sempre decrescente no triênio, caindo mais de 93% no período. Embora isso possa estar revelando uma tendência à reversão do resultado de prejuízo para lucro, tal situação pode não ocorrer no prazo que a empresa precisa para não perder a condição de solvente junto aos credores. Tal situação de tendência à reversão foi confirmada pelo ROA, que, apesar de sido

negativo em 1.984,6%, o que permite afirmar que, para cada R\$100,00 de investimento em ativos, a empresa apurou R\$1.984,60 de prejuízo em 2019, tal prejuízo caiu para R\$641,70, em 2020 e de R\$1,50, em 2021 conforme Tabela 3.

Dentre as teorias que tentam explicar a estrutura de capital, destacam-se, a *Static Trade-off* (STO) e a *Pecking Order Theory* (POT). A primeira sugere a existência de um nível ótimo de endividamento para cada empresa e a segunda considera que as empresas adotam uma hierarquia para a escolha das fontes de financiamentos, entre capital próprio e capital de terceiros (MEYERS, 1984; MEYERS; MAILUF, 1984, APUD BRITTO; SERRANO; FRANCO, 2018). Por outro lado, Saciloto et al. (2016) defendem que empresas muito endividadas ficam com a sua rentabilidade comprometida.

Assim, considerando os resultados apurados nesta pesquisa, verificou-se que a Cia. Estrela tem alta dependência financeira, com dívidas concentradas no curto prazo, e baixa capacidade da empresa na utilização dos seus recursos para geração de receitas e lucros. Sua margem bruta manteve-se em equilíbrio, porém devido às despesas financeiras e despesas operacionais, em 2019, e as despesas financeiras nos anos seguintes, observou-se uma acentuada queda da margem líquida. Assim, a capacidade de geração de lucros (rentabilidade) ficou comprometida por estas variáveis e mostrou-se negativa em todo o triênio objeto da análise.

Ademais, a pandemia do novo coronavírus, que chegou no Brasil no primeiro trimestre de 2020, alterou o cenário social, político e econômico no âmbito mundial. Apesar de a empresa apresentar dificuldades anteriores à pandemia, não é possível desprezar seus efeitos, que foram sentidos nos mais diversos setores da economia global.

Assim, este estudo revelou que as limitações para a análise dos indicadores de estrutura de capital [i) Grau de Endividamento (GE) ou Participação do Capital de Terceiros (PCT), ii) Imobilização do Patrimônio Líquido (IPL) e iii) Imobilização dos Recursos Não Correntes (IRNC)] e o indicador de rentabilidade [iv) Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RSPL)], os quais são dependentes do valor do Patrimônio Líquido (PL) da companhia, em virtude de a mesma ter apresentado PL negativo, foi suprida pelos seguintes indicadores: i) Dependência Financeira (DF), em substituição ao GE; ii) Análise Vertical do Balanço Patrimonial, DF e Composição do Endividamento (CE), em substituição à IPL e IRNC; e iii) os indicadores Giro do Ativo (GA), Margem Bruta (MB), Margem Líquida (ML) e Rentabilidade do Ativo (ROA), em substituição ao RSPL, sem prejuízo das inferências que o uso dos indicadores substituídos daria.

No caso do presente estudo, os indicadores utilizados em substituição aos indicadores excluídos revelaram que a ESTRELA tem elevada dependência do capital de terceiros, com dívidas concentradas no passivo circulante (PC), ou seja, a curto prazo. Ademais, tais dívidas estão destinadas a cobrir os prejuízos gerados em cada exercício. Bem como observou-se que os ativos de natureza fixa não foram financiados pelo PC. A análise conjunta dos indicadores de rentabilidade evidencia uma baixa capacidade de geração de receitas a partir dos recursos investidos em ativos e elevados custos. E uma possível reversão do resultado de prejuízo ao lucro.

Além disso, quando se analisam os resultados dos indicadores de estrutura de capital em confronto com os resultados dos indicadores de rentabilidade, os achados deste estudo aplicado convergem para a Teoria POT (*Pecking Order Theory*), que relaciona estrutura de capital e

rentabilidade, consoante a qual existe uma hierarquia para o financiamento dos recursos de forma que as empresas mais rentáveis são as menos endividadas.

## 5. CONCLUSÃO

O presente estudo teve como objetivo geral descrever o comportamento dos indicadores de estrutura de capital e de rentabilidade na Companhia de Brinquedos Estrela e, como objetivos específicos: i) descrever o que sinalizam os indicadores de estrutura de capital e os indicadores de rentabilidade da companhia de Brinquedos Estrela e ii) analisar a teoria aplicável que relacione a estrutura de capital e a rentabilidade, adequada à Estrela. Em que pese, que todos os objetivos foram alcançados, passa-se em seguida a apresentar a resposta ao problema de pesquisa, por partes.

Os indicadores de estrutura de capital e rentabilidade sinalizam que há limitação para realizar a análise dos seguintes indicadores dependentes do Patrimônio Líquido (PL), quando este assume valores negativos: Grau de Endividamento (GE) ou Participação do Capital de Terceiros (PCT), Imobilização do PL (IPL) e Imobilização dos Recursos Não Correntes (IRNC) e Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (RSPL), uma vez que PL negativo revela que a fonte de capital próprio deixou de ser uma fonte e passou a ser uma aplicação de recursos que foram consumidos por prejuízos sucessivos.

Em face da limitação para a análise dos indicadores GE ou PCT, IPL, IRNC e RSPL, em face do PL negativo da ESTRELA, foram identificados indicadores que podem mitigar esta limitação. Assim, em substituição ao GE ou PCT, foi analisada a DF. Em substituição à Imobilização do PL (IPL) e Imobilização dos Recursos Não Correntes, foi feita a análise vertical dos ativos de natureza fixa (Investimentos, Imobilizado e Intangível) para identificação da relevância destas contas em relação ao total dos ativos, de forma combinada com a DF e a CE, para identificar se a ESTRELA havia contraído dívidas de curto prazo para bancar os ativos de natureza fixa. Por fim, em substituição ao RSPL, foram analisados de forma conjunta os quatro indicadores de rentabilidade: GA, MB, ML e ROA, os quais, em conjunto, bem como foi feita a análise horizontal dos indicadores em questão, para permitir a análise de tendência.

A análise retro referida revelou que a ESTRELA apresentou no triênio 2019/2021 alta dependência financeira, com dívidas concentradas no curto prazo, e baixa capacidade da empresa na utilização dos seus recursos para geração de receitas e lucros. Sua margem bruta manteve-se em equilíbrio, entretanto, devido às despesas operacionais em 2019 e às despesas financeiras nos três anos, observou-se uma acentuada queda da margem líquida. Isto posto, a capacidade de geração de lucros (rentabilidade) ficou comprometida por estas variáveis e mostrou-se negativa em todo o triênio objeto da análise.

Além disso, quando são confrontados os resultados dos indicadores de estrutura de capital com os resultados dos indicadores de rentabilidade, observou-se que a ESTRELA apresentou alta dependência financeira, com dívidas concentradas no curto prazo para financiar os prejuízos gerados em cada exercício, de forma que, não sendo possível reverter esta situação, a empresa pode chegar ao estado de insolvência. Este achado converge para a Teoria POT (*Pecking Order Theory*), a qual relaciona estrutura de capital com rentabilidade, permitindo inferir que as empresas menos endividadas são as mais rentáveis e as mais endividadas são as menos rentáveis.

Dentre as limitações da pesquisa, a principal foi a escassez de estudos que envolveram análise de indicadores em empresas com patrimônio líquido negativo. Para estudos futuros,

sugere-se que seja replicado este estudo com outras empresas da B3 que apresentem PL negativo.

## 6. REFERÊNCIAS

- ALBUQUERQUE, D. R. de; Análise das demonstrações consolidadas de empresas com patrimônio líquido negativo em controladas. 2014. 22 f., il. Trabalho de conclusão de curso (Bacharelado em Ciências Contábeis) – Universidade de Brasília, Brasília, 2014. Disponível em: <<https://bdm.unb.br/handle/10483/11823>>. Acesso em: 22 jan. 2022.
- ARANHA, J. A.; DIAS, A. M.; ARANHA, C. P. M. A dinâmica do capital de giro da Bombril S.A., sob enfoque do Modelo Fleuriet. **Anais - Encontro científico de administração, economia e contabilidade**, [S. l.], v. 1, n. 1, 2015. Disponível em: <<https://anaisonline.uems.br/index.php/ecaeco/article/view/2772>>. Acesso em: 22 jan. 2022.
- ASSAF NETO, A; **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico – financeiro**. 12. ed. – São Paulo: Atlas, 2020.
- BRASIL. Lei nº. 6404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404compilada.htm)> Acesso em: 12 jul. 2021.
- BARROS, C. A. L. de; MACEDO, C. T. Análise das demonstrações financeiras do saneamento de goiás s.a. (saneago) em 2016, 2017 e 2018. **Qualia: a ciência em movimento**, v. 4, n. 2, 2018. Disponível em: <<http://revistas.unifan.edu.br/index.php/RevistaCSA/article/view/415>> Acesso em: 23 jun. 2021.
- BRITTO, P. A. P.; SERRANO, A. L. M.; FRANCO, V. R. Determinantes da estrutura de capital de empresas brasileiras de capital aberto em período de crise. **Revista Ambiente Contábil - Universidade Federal do Rio Grande do Norte - ISSN 2176-9036**, v. 10, n. 2, p. 364-383, 15 jun. 2018. Disponível em: <<https://doi.org/10.21680/2176-9036.2018v10n2ID13843>> Acesso em: 20 jun. 2021.
- CARTAXO, M. A. Estrutura de capital e rentabilidade das empresas exportadoras e não exportadoras listadas na b3. **Repositório Institucional da UFPB**, João Pessoa, 22 out. 2018. Disponível em: <<https://repositorio.ufpb.br/jspui/handle/123456789/12375>> Acesso em: 17 dez. 2021.
- CASTILHO, D. **As correlações entre indicadores econômicos e financeiros e o retorno de ações de incorporadoras brasileiras entre 2010 e 2015: a capacidade preditiva da informação contábil**. 2017. 133 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis e Atuariais) – Programa de Estudos Pós-Graduados em Ciências Contábeis e Atuariais, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2017.
- COELHO, É. G. Estrutura de Capital: Um Estudo Bibliométrico dos Reflexos de seus Determinantes. **Anais do XV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 29 a 31 de julho de 2015. Disponível em:** <[https://congressousp.fipecafi.org/anais/artigos152015/an\\_resumo.asp?con=1&cod\\_trabalho=199&titulo=Estrutura+a+de+Capital%3A+Um+Estudo+Bibliometrico+dos+Reflexos+de+seus+Determinantes](https://congressousp.fipecafi.org/anais/artigos152015/an_resumo.asp?con=1&cod_trabalho=199&titulo=Estrutura+a+de+Capital%3A+Um+Estudo+Bibliometrico+dos+Reflexos+de+seus+Determinantes)> Acesso em: 23 jun. 2021.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC, Pronunciamento Técnico CPC 26 (R1) - Apresentação das Demonstrações Contábeis, 2011. Disponível em: <[http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/312\\_CPC\\_26\\_R1\\_rev%2014.pdf](http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/312_CPC_26_R1_rev%2014.pdf)> Acesso em: 26 jun. 2021.
- DECOURT, R. F.; COSTA, L. A.; CESCÓN, J. A. Análise do Processo Decisório dos Investidores e Analistas do Mercado Financeiro em Relação às Ações de Empresas com Patrimônio Líquido Negativo. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 17, n. 43, p. 51-70, 2020.
- GELBCKE, E. R. *et al.* **Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades: de acordo com as normas internacionais e do CPC**. 3. ed. – São Paulo: Atlas, 2018.
- IUDÍCIBUS, S. de; NIYAMA, J. K.; OLIVEIRA, V. R. F. de; BEUREN, I. M. Reflexões sobre as bases filosóficas dos princípios contábeis. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, [S. l.], v. 17, n. 42, p. 158-173, 2020. DOI: 10.5007/2175-8069.2020v17n42p158.
- LIMA, R. Q. B.; MARTINS, M. A. D. S. Influência da Estrutura de Capital sobre a Rentabilidade das Empresas do Setor de Energia Elétrica Listadas na B3. **Contexto - Revista do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da UFRGS**, v. 21, n. 47, p. 66-78, 2021.



MARCONI, M. de A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de Metodologia Científica**. 8. ed. – [3. Reimpr.]. – São Paulo: Atlas, 2019.

MARQUES, A. S.; WALLIMAN, N. **Métodos de pesquisa** - Coleção Homem, Cultura e Sociedade. São Paulo: Saraiva, 2015. E-book. Acesso em: 23 jan. 2022.

MONTOVANI, D. G. **Tributação sobre os lucros das empresas controladas**: encargos sobre a equivalência patrimonial em empresas optantes pelo lucro real e presumido. 2017. Disponível em: <<http://repositorio.unesc.net/handle/1/5806>> Acesso em: 18 jun. 2021.

OLIVEIRA, D. S. DO N. DE; A importância da análise gerencial na tomada de decisões da empresa BETA S/A: uma análise das contas de 2011 a 2016; Repositório Digital da Biblioteca da Unisinos, São Leopoldo, 2017. Disponível em: <<http://www.repositorio.jesuita.org.br/handle/UNISINOS/7213>> Acesso em 17 dez. 2021.

PRODANOV, C. C.; FREITAS, E. C. de. **Metodologia do trabalho científico** [recurso eletrônico] : métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico – 2. ed. – Novo Hamburgo: Feevale, 2013.

RIBEIRO, O. M. **Contabilidade Avançada**. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

RIBEIRO, O. M. 12.ed. Estrutura e análises de balanços / Osni Moura Ribeiro. – 12. ed. – São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

ROVARIS, N. R. S.; DALL’ASTA, D.; WALTER, S. A. Os Profissionais da Contabilidade e a Estrutura Conceitual Básica: Percepções Acerca dos Alicerces Contábeis sob a Óptica da Teoria da Estruturação. **Pensar Contábil**, v. 20, n. 73, p. 23-33, 2018. Acesso em: 14 jun. 2021.

SACIOTO, P. M. DE S.; KOMNINAKIS, D.; ACHCAR, J. A.; PAVAN A.; JORDAO, R. A. A influência da estrutura de capital sobre a rentabilidade das empresas industriais brasileiras de capital aberto. **Anais do XXXVI Encontro Nacional de Engenharia de Produção – Enegep**. João Pessoa/PB, Brasil, de 03 a 06 de outubro de 2016. ISSN: 2594-9713. Disponível em: <<https://www.abepro.org.br/publicacoes/index.asp?pesq=ok&ano=2016&area=228&pchave=&autor=>> Acesso em: 21 jun. 2021.

SANTOS, E. R. DE S.; CAMPOS, K. C.; CAMPOS, R. T.; FEITOSA, J. V.; Cálculo e análise de Índice de Desempenho Econômico e Financeiro de empresas agroindustriais no Brasil. **Revista de Administração da UEG**, v. 10, n. 1, 2019. Disponível em: <<http://orcid.org/0000-0001-7752-2542>> Acesso em: 22 jun. 2021.

SILVA FILHO, G. M.; BARBOSA, M. B.; PEREIRA, T. R. L. Adoção das normas internacionais de contabilidade: Análise do impacto nos indicadores econômico-financeiros no setor de energia elétrica. **Revista de Auditoria, Governança e Contabilidade - RAGC**, v.7, n.29, 2019. Disponível em: <<https://www.fucamp.edu.br/editora/index.php/ragc/article/view/1750>> Acesso em: 18 jun. 2021.

VICECONTI, P.; NEVES, S. D. **Contabilidade avançada e análise das demonstrações financeiras**. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2018.