

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

CAMILA DE MIRANDA FLORESTA

11921ECO031

O PROCESSO DE ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS DE CAPITAL
ABERTO NO BRASIL DE 2006 A 2022

UBERLÂNDIA- MG

2024

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
CAMILA DE MIRANDA FLORESTA

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Marcelo Sartório Loral

UBERLÂNDIA – MG

2024

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS

CAMILA DE MIRANDA FLORESTA

11921ECO031

O PROCESSO DE ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS DE CAPITAL
ABERTO NO BRASIL DE 2006 A 2022

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

BANCA EXAMINADORA:

Uberlândia, 25 de abril de 2024

Prof. Dr. Júlio Fernando Costa Santos

Prof. Dr. Marcelo Sartório Loural

Prof.^a. Dr.^a. Raquel de Azevedo

LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Descrição das empresas do setor da indústria	30
---	-----------

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1- Posturas financeiras das empresas nos anos 2006-2022	32
--	-----------

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo analisar como ocorre o processo de endividamento em grandes empresas que possuem ações negociadas na bolsa de valores e tentar entender o alto grau de endividamento das empresas na década de 2010 utilizando como base o arcabouço teórico minksiano e, sobretudo, as posturas financeiras. Além de compreender o problema envolvido nessa questão, isto é, quais as características do endividamento das grandes empresas no período 2006 a 2022. Para isso, primeiramente é feita uma revisão bibliográfica das teorias de fragilização e das posturas financeiras de Hyman Minsky, a fim de relacioná-las com as decisões de financiamento das empresas. Além de uma revisão sobre investimento e financiamento, com destaque para a estrutura de capital. Posteriormente, a partir dos dados coletados, serão analisados os níveis de participação do capital próprio, endividamento e a composição do endividamento de 21 empresas de capital aberto, como também uma análise das posturas financeiras adotadas por elas ao longo desses anos. Dentre os resultados encontrados, verifica-se que houve uma predominância de posturas especulativas e ponzi nos anos analisados, o que indica que há uma fragilidade no sistema econômico brasileiro.

Palavras- chave: Endividamento, financiamento, investimento, posturas financeiras

ABSTRACT

This paper aims to analyze the process of debt accumulation in large companies with publicly traded shares and to understand the high levels of indebtedness of firms in the 2010s, using the Minskyan theoretical framework and, above all, financial postures as the basis. The goal is to comprehend the problem involved in this issue, specifically the characteristics of debt in large companies from 2006 to 2022. To achieve this, a literature review of Hyman Minsky's theories on financial fragility and postures is first conducted to relate them to companies' financing decisions. This includes a review of investment and financing, with a focus on capital structure. Subsequently, based on the collected data, the levels of equity participation, indebtedness, and debt composition of 21 publicly traded companies will be analyzed, as well as the financial postures adopted by these companies over the years. Among the findings, there is a predominance of speculative and Ponzi postures during the analyzed years, indicating fragility in the Brazilian economic system.

Keywords: Indebtedness, financing, investment, financial postures

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	9
CAPÍTULO 1: RELAÇÃO DA DECISÃO POR INVESTIMENTO DAS EMPRESAS COM AS TEORIAS DA FRAGILIZAÇÃO FINANCEIRA E DAS POSTURAS FINANCEIRAS DE MINSKY	11
1.1 DECISÕES DE INVESTIMENTO E FINANCIAMENTO	11
1.2 AS POSTURAS FINANCEIRAS DAS EMPRESAS COMO REFLEXO DE SUAS DECISÕES DE INVESTIMENTO.....	16
CAPÍTULO 2: INVESTIMENTO E ENDIVIDAMENTO. INFLUÊNCIA DAS POSTURAS FINANCEIRAS	21
2.1 ESTRUTURA DE CAPITAL	21
CAPÍTULO 3: CONSIDERAÇÕES SOBRE O ENDIVIDAMENTO E POSTURAS FINANCEIRAS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS NO PERÍODO DE 2006 A 2022.....	30
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	36
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	38
APÊNDICE	42

INTRODUÇÃO

Esta monografia tem como objetivo analisar o processo de endividamento das empresas de capital aberto no Brasil no período de 2006 a 2022. Dessa maneira, o endividamento empresarial é um tema de grande relevância no cenário econômico, especialmente quando se trata de empresas com ações negociadas na bolsa de valores. A década de 2010 foi marcada por desafios e transformações significativas no ambiente econômico, o que levanta questionamentos sobre os motivos que levaram as empresas a adotarem altos níveis de endividamento nesse período.

No contexto histórico do Brasil, as decisões de investimento e financiamento das empresas têm sido influenciadas por diversos fatores ao longo do tempo, desde a industrialização do país no século XX até os desafios econômicos enfrentados nas últimas décadas, a relação entre investimento e financiamento tem desempenhado um papel crucial no desenvolvimento econômico e na sustentabilidade das empresas brasileiras.

Durante o período de industrialização, especialmente nas décadas de 1950 e 1960, o Estado desempenhou um papel central na promoção do investimento por meio de políticas de substituição de importações e incentivos fiscais. Nesse contexto, as empresas buscavam financiamento tanto por meio de recursos próprios quanto por crédito bancário, visando expandir suas operações e aumentar sua capacidade produtiva.

Nos anos seguintes, com a abertura econômica e as reformas estruturais implementadas a partir dos anos 1990, as empresas brasileiras passaram a enfrentar novos desafios no que diz respeito ao financiamento de seus investimentos. A volatilidade econômica, as taxas de juros elevadas e a instabilidade política impactaram as decisões de investimento, levando as empresas a buscar alternativas de financiamento mais diversificadas e a adotar estratégias de gestão financeira mais cautelosas.

Na década de 2010, o Brasil enfrentou uma série de crises econômicas e políticas que afetaram significativamente o ambiente de negócios no país. As empresas, diante de um cenário de incertezas e instabilidade, tiveram que reavaliar suas estratégias de investimento e financiamento, buscando equilibrar a necessidade de expandir suas operações com a manutenção de uma estrutura financeira saudável.

Diante disso, no primeiro capítulo será abordada a relação entre as decisões de investimento das empresas e as teorias da fragilização financeira e das posturas financeiras de Hyman Minsky, além da abordagem de como as empresas tomam decisões de investimento e como essas decisões refletem em suas posturas financeiras ao longo do tempo. Além disso, a teoria de Minsky sobre a fragilização financeira será explorada para compreender como as empresas podem se tornar vulneráveis a crises financeiras devido a decisões de financiamento arriscadas.

Adiante, o segundo capítulo se concentrará na influência das posturas financeiras das empresas na decisão de investimento e endividamento. Será discutida a importância da estrutura de capital na decisão de investimento, considerando a composição das fontes de financiamento (dívida e capital próprio) e seu impacto na capacidade de autofinanciamento e acesso a crédito externo. A teoria de Modigliani e Miller sobre a irrelevância da estrutura de capital para as decisões de investimento também será abordada, juntamente com outras perspectivas teóricas relevantes.

Já no terceiro capítulo, serão apresentadas as análises e resultados encontrados sobre o endividamento e as posturas financeiras das empresas brasileiras no período de 2006 a 2022. Serão utilizados dados de 22 empresas do setor industrial, divididas em diferentes segmentos, para calcular a participação do capital próprio, níveis de endividamento e composição do endividamento. Por fim, as posturas financeiras adotadas por essas empresas ao longo dos anos serão analisadas, considerando as mudanças de comportamento em resposta a condições de mercado e decisões de investimento.

CAPÍTULO 1: RELAÇÃO DA DECISÃO POR INVESTIMENTO DAS EMPRESAS COM AS TEORIAS DA FRAGILIZAÇÃO FINANCEIRA E DAS POSTURAS FINANCEIRAS DE MINSKY

1.1 DECISÕES DE INVESTIMENTO E FINANCIAMENTO

Partindo da abordagem Minskysiana acerca das decisões de investimento, este pode ser associado às consequências em relação as formas de alocação e valorização da riqueza privada, bem como de seu financiamento. Dessa maneira, o investimento é uma variável de extrema importância para a dinâmica econômica e para a geração de renda e emprego em uma economia capitalista, quando observado dentro do referido arcabouço teórico (LOURAL, 2016)

Além disso, para Minsky (1986), a decisão de investir (adquirir ativos de capital) traz necessariamente uma decisão de como será financiada essa aquisição. Seja feita por meio dos recursos líquidos das empresas, pelos fluxos de lucros brutos ou através dos intermediários financeiros (financiamento externo).

Para compreender o processo de fragilização da economia, é necessário entender o processo de investimento. A teoria da determinação de investimento de Minsky é uma teoria de decisão de portfólio baseada na comparação entre o preço de oferta e o preço de demanda dos bens de capital, incorporando a estes, os custos do financiamento. Isto porque, para o autor, a decisão de adquirir ativos de capital traz necessariamente uma decisão de como financiar essa aquisição (Deos, 1998). De acordo com Deos (1998, p. 41):

“Do ponto de vista da empresa, são três as fontes possíveis de financiamento: a primeira são os recursos líquidos (moeda e quase-moedas) que ela tem em seu portfólio e que, não sendo necessários para fazer frente a suas transações correntes, podem ser disponibilizados para esse fim; a segunda são os chamados recursos internos, o fluxo de lucros brutos (já descontados o pagamento de dividendos e impostos) gerados durante o período de investimento; a terceira fonte de financiamento são os chamados recursos externos à firma, tanto os obtidos junto aos bancos ou a outros intermediários financeiros, quanto aqueles obtidos pela emissão de ações, debêntures ou outros títulos negociáveis.”

Conforme Minsky argumenta, uma característica distintiva da nossa economia é a dependência de financiamento externo para investimentos. Os preços de demanda e

oferta de bens de capital são determinados de maneira a refletir a necessidade de financiamento externo para investir (Deos, 1998). Assim, o investimento ocorrerá sempre que o preço de demanda dos bens de capital for igual ou superior aos preços de oferta desses bens. Em outras palavras, o investimento acontece quando o valor presente dos retornos esperados dos bens de capital é maior ou igual aos custos associados a esses bens.

Os preços de mercado para bens de investimento, obtidos no mercado de ativos de capital, são influenciados por fatores como a preferência por liquidez, os custos financeiros durante o período de gestação do investimento e a margem de segurança dos financiadores, que incluem uma ampla gama de banqueiros, como comerciais, de investimento e mercantis. Portanto, essas condições de financiamento desempenham um papel crucial no funcionamento do sistema econômico (Minsky, 1982, p. 30).

Além disso, as condições financeiras não são apenas um componente necessário para o sistema funcionar bem, mas também têm o potencial de estimular o investimento, permitindo que ultrapassem as restrições orçamentárias dos capitalistas. Quando os meios de financiamento estão disponíveis em quantidade suficiente, as expectativas de retorno sobre os bens de capital superam seus preços, o que leva a uma decisão de investir mais robusta. De acordo com Minsky, isso acontece porque "os lucros são determinados pelos investimentos, o que permite que as empresas cumpram seus compromissos de pagamento em relação a instrumentos financeiros e afeta as expectativas de lucros futuros" (Minsky, 1982, p. 19).

Esse processo de financiamento do investimento resulta em um descompasso entre o prazo de maturação do investimento e o prazo para pagamento dos compromissos financeiros assumidos, deixando os tomadores de financiamento em uma posição passiva. Isso cria uma estrutura potencialmente frágil, uma vez que os custos são certos e imediatos, enquanto os lucros são incertos e esperados no futuro. Minsky argumenta que essa dinâmica não é uma anomalia do sistema, mas uma característica inerente à economia capitalista (Minsky, 1992).

Portanto, em uma economia capitalista, as relações financeiras não apenas se relacionam com o passado, presente e futuro, mas também interagem com as características dos ativos de capital e da força de trabalho. Além disso, a complexidade

institucional pode resultar em várias camadas de intermediários entre os proprietários de capital e as entidades que controlam e operam o capital (Minsky, 1992).

Além disso, da mesma forma que Keynes e Kalecki, Minsky percebe a possibilidade de surgimento de ciclos econômicos devido à relação entre investimento e poupança. Em particular, Keynes observa que os agentes econômicos reduzem sua liquidez em períodos de crescimento econômico e aumento do valor dos ativos, buscando recuperá-la quando essas variáveis invertem sua tendência, recorrendo a fontes financeiras para reversão cíclica. No entanto, é Minsky quem aborda essa questão de forma mais clara.

Minsky (1975) mostra que, assim como as expectativas dos agentes econômicos mudam de acordo com o estágio do ciclo econômico, as relações de balanço econômico-financeiro e contábil se alteram ao longo desse ciclo. No início, esses balanços são sólidos devido à abordagem conservadora na definição dos preços dos ativos e à pequena relação entre dívidas assumidas e ativos. Entretanto, durante a fase de crescimento econômico, os preços dos ativos aumentam, e o peso da dívida cresce, levando a uma situação em que os níveis de endividamento das empresas ultrapassam a rentabilidade dos ativos, provocando uma desaceleração econômica.

Posteriormente, ocorre a queda nos valores dos ativos, podendo desencadear um ciclo de deflação de dívidas e outros ativos. Segundo a hipótese da instabilidade financeira, a economia capitalista é caracterizada por um sistema financeiro complexo e sofisticado, desenvolvendo-se com trocas de dinheiro presente por dinheiro futuro. Essa economia, inerentemente instável, apresenta um endividamento crescente para financiar o investimento em um ambiente de crédito acessível, gerando inflações e deflações de dívidas periodicamente.

A hipótese da instabilidade financeira se baseia na existência de dois conjuntos de preços na economia: o preço de oferta e o preço de demanda dos ativos de capital. O preço de oferta depende de várias variáveis, como taxas de salário, produtividade do trabalho, *markup* sobre os custos e custo de financiamento da produção. Por outro lado, o preço de demanda é determinado pela oferta e demanda no mercado, refletindo a quase renda esperada ao longo do tempo.

Quando o preço de demanda é alto em relação ao preço de oferta, as condições favorecem o investimento, mas o financiamento efetivo é necessário. Planejar um projeto

de investimento envolve considerar a renda esperada do uso do ativo de capital na produção, os custos do investimento e as opções de financiamento, que podem ser recursos líquidos, fundos internos ou recursos externos.

A concessão de empréstimos está vinculada à capacidade de pagamento do tomador, considerando fontes primárias e secundárias de receita. Minsky (1986) explora dois tipos de risco que influenciam os preços de oferta e demanda dos ativos: o risco do devedor e o risco do credor. O risco do devedor está relacionado à incerteza sobre a realização dos ganhos esperados do investimento, enquanto o risco do credor envolve questões como risco moral e desapontamento de expectativas.

Conforme discutido por Minsky (1986) no contexto abordado, a economia é impactada por dois tipos de risco, os quais, somados aos demais fatores previamente destacados, exercem influência sobre os preços de oferta e demanda dos ativos. Um desses riscos é associado ao devedor e surge da incerteza sobre a capacidade do empresário em realizar os ganhos esperados de um investimento.

Além disso, à medida que o volume de investimento aumenta, há uma concentração crescente de ativos da empresa em forma de capital físico, elevando o risco do portfólio devido à redução da diversificação e ao aumento da imobilização. O outro tipo de risco é vinculado ao credor e tem origem em questões como risco moral ou frustração de expectativas, incorporando o impacto do crescente endividamento para financiar o investimento.

Aumentos no risco do devedor estão associados a uma diminuição no preço de demanda dos ativos de capital. Isso ocorre porque, à medida que a proporção de investimento realizado com financiamento externo ou pela venda de ativos aumenta, as margens de segurança diminuem, resultando em uma redução no preço de demanda. Em contrapartida, um aumento no risco do credor se traduz em um aumento no preço de oferta. Enquanto o risco do devedor é subjetivo e não é explicitado em contratos, o risco do credor, embora também subjetivo, é incorporado em contratos por meio do aumento da taxa de juros, prazos de maturidade mais curtos e requisitos específicos de garantias (Minsky, 1975).

Considerando que a decisão de investir só deve ser tomada quando o preço de demanda é igual ou superior ao preço de oferta, os riscos tanto do devedor quanto do credor desempenham papéis cruciais na evolução do investimento, pois aproximam esses

dois preços, influenciando a exposição ao risco de inadimplência. Diante disso, Minsky (2010) afirma:

“Os regimes financeiros são caracterizados por diferentes relações entre compromissos de pagamentos das dívidas e as receitas de caixa esperadas devidas às quase-rendas ganhas com os ativos de capital ou da relação entre os compromissos contratuais dos devedores sobre os instrumentos financeiros possuídos”.

Com a maior fragilidade do sistema, a crise torna-se iminente. Minsky argumenta que "a fragilidade financeira só se transforma em instabilidade se algo ocorrer que altere as condições de financiamento" (Mollo, 1988, p. 107). Mudanças nessas condições podem resultar na incapacidade das unidades econômicas de cumprir seus compromissos financeiros, espalhando-se de forma geral na economia devido a uma estrutura financeira frágil.

O "bom momento" econômico, que sustenta um nível específico de lucros e demanda que valida as decisões de investimentos passados com os lucros esperados, permite que os agentes se sintam mais confiantes na capacidade de cumprir seus compromissos financeiros. Isso leva os agentes a aumentarem seus passivos com novas emissões de títulos de dívida de curto prazo para se beneficiarem das taxas mais baixas, confiantes na manutenção ou elevação de seus preços. Esse "bom momento" econômico também permite que a margem de segurança dos investidores diminua, levando os aplicadores em títulos a aceitarem papéis com qualidade de crédito "inferior". Minsky mostra que há uma tendência crescente de investir na economia, cada vez mais financiada por empréstimos, o que implica em um maior estado de fragilidade financeira (Mollo, 1988).

A hipótese da instabilidade financeira é, então, uma teoria que aborda o impacto da dívida sobre o comportamento do sistema, incorporando a maneira como essa dívida é validada. A concretização dos lucros esperados depende do investimento, e considerando que as posições das empresas em ativos de capital são financiadas por lucros esperados e dívida. Existem, assim, três tipos de financiamento de posições identificados na estrutura financeira do sistema: hedge, especulativo e ponzi.

1.2 AS POSTURAS FINANCEIRAS DAS EMPRESAS COMO REFLEXO DE SUAS DECISÕES DE INVESTIMENTO

Partindo do pressuposto de que o investimento inevitavelmente cria uma posição passiva devido ao financiamento, Minsky propõe uma tipologia para categorizar as unidades econômicas com base nas estruturas geradas por suas posturas financeiras e no grau de fragilidade financeira que apresentam (Deos, 1998):

I. Hedge: Refere-se a uma empresa cuja renda esperada da utilização de seus ativos de capital é mais do que suficiente para cobrir todos os seus compromissos financeiros em todos os períodos.

II. Especulativas: Descreve uma empresa cuja renda esperada não é suficiente para cobrir seus compromissos financeiros no curto prazo, mas tem a capacidade de refinanciar seu passivo.

III. Ponzi: Caracteriza uma empresa cuja renda esperada é insuficiente para cobrir os juros da dívida, e esse grupo se refinaça obtendo novos recursos emprestados.

Essa classificação revela que as unidades Hedge são vulneráveis apenas às condições dos mercados específicos em que seus produtos estão inseridos, enquanto as unidades especulativas e Ponzi são suscetíveis também às condições do mercado financeiro (Mollo, 1998, p. 104). Se as taxas de juros aumentam, as unidades especulativas buscam refinanciamento, vendendo seus ativos. Esse movimento provoca uma diminuição nos preços dos ativos, levando outras unidades mais sensíveis ao mercado financeiro a se desfazerem de seus ativos, e assim por diante. Portanto, quanto maior a proporção de unidades especulativas e Ponzi na economia, maior é a fragilidade financeira do sistema.

Minsky (1986) argumenta que esse processo autogerador de instabilidade é inevitável e endógeno ao sistema econômico. A chave para entender essa tendência de fragilidade econômica está nos longos períodos de estabilidade do sistema econômico e nas inovações financeiras.

Durante a fase de ascensão econômica, a postura especulativa torna-se viável devido à redução dos riscos de credor e devedor, o que aumenta a parte do investimento financiada externamente com recursos de curto prazo. Assumir uma postura especulativa envolve emitir títulos de dívida de curto prazo para aproveitar o custo financeiro inferior

dessa captação de curto prazo, intensificando o descompasso entre o prazo de maturação do ativo e do passivo (Deos, 1998).

Quanto às inovações financeiras, Minsky as enxerga, sob a perspectiva de sua hipótese, como o combustível que impulsiona a fragilização financeira ao permitir a deterioração das margens de segurança (Freddo, 2013, p. 208). As inovações tendem a aumentar a liquidez na economia, aumentando assim o nível "subjetivamente aceitável" de endividamento dos agentes no processo de investimento. Para Minsky, essas inovações são endógenas ao sistema e surgem em resposta a oportunidades de lucro. Algumas dessas inovações são concebidas com o objetivo de contornar restrições impostas às instituições financeiras pelas autoridades monetárias (Minsky, 1986).

As inovações financeiras permitem que um volume maior de investimento seja financiado por empréstimos, facilitando o acesso de unidades especulativas e Ponzi a recursos de financiamento. Isso aumenta a quantidade dessas unidades na economia e, conseqüentemente, o peso do endividamento, tornando o sistema mais frágil.

Uma unidade econômica na posição hedge é aquela em que a renda esperada proveniente da utilização dos ativos de capital supera todos os compromissos financeiros em cada período. Isso implica que essas unidades conseguem cumprir, com seu fluxo de renda, tanto o pagamento do principal (amortizações) quanto dos juros.

No caso de uma unidade econômica especulativa, seus compromissos financeiros são superiores à renda esperada para alguns períodos, mesmo que o valor presente dos retornos esperados seja maior que o valor presente dos compromissos de pagamento ao longo do tempo. Essas unidades apresentam uma renda esperada superior apenas ao pagamento dos juros, requerendo refinanciamento para saldar o principal. Elas são altamente vulneráveis em cenários de aumento das taxas de juros. Além disso, em situações de taxas de juros flutuantes, qualquer agente que tome empréstimos, embora inicialmente possa estar em uma posição hedge, pode potencialmente se envolver em finanças especulativas.

Já a unidade econômica Ponzi possui uma renda esperada insuficiente para cobrir até mesmo o pagamento dos juros da dívida, necessitando, portanto, de empréstimos para rolar os compromissos de suas dívidas. Agentes com finanças Ponzi esperam que o valor presente de suas receitas líquidas seja maior que seus compromissos ao longo de um prazo mais longo. Tanto a unidade especulativa quanto a Ponzi requerem empréstimos

adicionais para cumprir seus compromissos. No entanto, a quantidade necessária para a unidade especulativa é menor que sua dívida vincenda, enquanto a unidade Ponzi amplia suas dívidas.

Dado que os agentes podem mudar entre as posições financeiras, as unidades podem melhorar ou piorar sua posição. Conforme Minsky (1992), a mistura de finanças hedge, especulativa e Ponzi em uma economia é o principal determinante de sua estabilidade. A economia, por meio de seus regimes de financiamento, experimenta períodos de estabilidade e instabilidade, e em períodos de prosperidade prolongada, as relações financeiras que se estabelecem levam o sistema da estabilidade para a instabilidade.

Em Foley (2003), observa-se a formalização dessas posições, onde a fragilidade financeira surge devido à prática das empresas de utilizarem empréstimos (contratos de dívida) para financiar a produção. Nesse tipo de contrato, uma empresa recebe financiamento de um credor em troca de fluxos de pagamentos fixos de juros e principal durante o período do contrato. A falha de uma empresa em cumprir esses fluxos leva à sua falência, expondo o credor ao risco de não receber os pagamentos do contrato. Em termos minskyianos, uma economia é financeiramente frágil se a falência de uma empresa desencadear uma série de falências de outras empresas.

Foley (2003) analisa a fragilidade financeira em termos minskyianos a partir do fluxo financeiro das empresas. De forma agregada, a identidade do fluxo de caixa iguala os recursos das empresas provenientes de rendimentos líquidos e novos empréstimos aos seus usos como fundo de investimento e serviço da dívida. Se uma empresa se torna insolvente ($W \leq 0$), seus credores não conseguem recuperar o valor principal de seus empréstimos. Seguindo a classificação minskyana do estado financeiro das empresas, unidades financeiras estão na posição hedge quando $R \geq V + I$, especulativas quando $R \geq V$, mas $R < V + I$, e Ponzi quando $R < V$.

Dessa maneira, A incerteza pode atingir níveis que influenciam a decisão de investir, impactando as condições de financiamento por meio da preferência por liquidez. Em momentos de maior incerteza, os agentes econômicos tendem a buscar ativos mais líquidos, afetando o mercado monetário, que desempenha um papel crucial na determinação das taxas de juros. Com menos participantes dispostos a oferecer suas reservas no mercado monetário e uma redução na oferta de moeda pelos bancos privados

para atender à preferência por liquidez, as taxas de juros tendem a aumentar. Esse aumento nas taxas de juros impacta o financiamento, uma vez que a falta de liquidez fornecida antecipadamente pelos bancos pode comprometer a concretização de decisões de investimento já tomadas.

Segundo Minsky (1982, citado por Mollo, 1988, p. 108), a única maneira de evitar o aumento das taxas de juros durante períodos de investimento acelerado seria por meio de uma oferta infinitamente elástica de financiamento, que exigiria inovações financeiras significativas ou a oferta ilimitada de depósitos pelos bancos centrais.

Assim, a crise se desenrola da seguinte forma (Da Silva, 2019):

I. Em períodos de "bom momento" econômico, com crescimento ou estabilidade, as margens de segurança diminuem, permitindo o aumento de unidades econômicas especulativas e Ponzi, intensificando a fragilidade do sistema até o surgimento da crise.

II. O aumento da incerteza leva os agentes econômicos a tomar decisões voltadas para atender à preferência por liquidez, limitando os recursos de financiamento na economia e restringindo a expansão do crédito pelos bancos.

III. Com taxas de juros mais altas, algumas unidades especulativas enfrentam impactos negativos em seus fluxos de caixa, sendo obrigadas a vender ativos para evitar o default das dívidas.

IV. A oferta aumentada de ativos no mercado pelas unidades especulativas afeta negativamente os preços desses ativos, impactando outras unidades especulativas e até mesmo algumas unidades Hedge.

V. Unidades especulativas e Hedge afetadas pela queda dos preços são compelidas a seguir os mesmos passos para enfrentar as dívidas, seja por meio de renegociações com bancos ou pela venda de ativos.

VI. Nesse cenário, as expectativas se deterioram, a incerteza se intensifica, e os bancos aumentam a preferência por liquidez, reduzindo significativamente a oferta de crédito e prejudicando ainda mais as unidades econômicas que buscavam refinar suas dívidas.

VII. Esse ciclo continua afetando não apenas unidades especulativas e Ponzi, mas também unidades Hedge devido ao impacto nos mercados de seus investimentos,

comprometendo a capacidade dessas unidades de cumprir seus compromissos financeiros.

Portanto, a instabilidade está associada a um elevado grau de fragilidade financeira, que é gerado na fase ascendente do ciclo econômico, quando as expectativas favoráveis superestimam os riscos. Os portfólios das empresas se tornam mais especulativos, devido à maior participação de passivos de curto prazo, gerando um endividamento sistêmico. Com esse cenário estabelecido, um aumento nas taxas de juros, devido à crescente preferência por liquidez diante da incerteza, prejudica o refinanciamento e restringe o acesso a novos créditos. O resultado é o surgimento de *defaults*, aumentando a percepção de risco e reduzindo ainda mais a oferta de recursos de financiamento, criando um ciclo vicioso que leva a uma crise que se propaga do setor financeiro para a esfera real da economia, afetando todos os setores e minando as expectativas positivas pré-crise.

CAPÍTULO 2: INVESTIMENTO E ENDIVIDAMENTO. INFLUÊNCIA DAS POSTURAS FINANCEIRAS

2.1 ESTRUTURA DE CAPITAL

A importância da estrutura de capital na decisão de investimento das empresas brasileiras de capital aberto, está relacionada à influência que a disponibilidade de recursos financeiros tem sobre a capacidade das empresas de realizar investimentos. A estrutura de capital de uma empresa, que envolve a composição de suas fontes de financiamento (como dívida e capital próprio), pode afetar sua capacidade de autofinanciamento e acesso a crédito externo. (MADEIRA, 2013)

Dessa maneira, diversos autores abordam a influência da estrutura de capital nas decisões de investimentos e suas consequências, uma teoria amplamente discutida devido suas controvérsias é a de Modigliani e Miller (1958), trabalho este que defendeu a irrelevância da estrutura de capital para as decisões de investimento e valor de mercado das firmas.

Modigliani e Miller (1958), no âmbito das decisões de investimento e financiamento argumentaram que, em um mundo sem impostos e com mercados perfeitos, a estrutura de capital de uma empresa não afeta seu valor. Os autores afirmaram ainda que o valor de uma empresa é determinado pelo seu fluxo de caixa descontado, independentemente de como ela é financiada.

Além disso, na substituição perfeita entre financiamento interno e externo, os autores sugeriram que o financiamento interno e externo são substitutos perfeitos, o que significa que as empresas podem escolher entre os dois sem afetar o valor da empresa. Isso desafia a visão tradicional de que o endividamento afeta o custo de capital e, conseqüentemente, o valor da empresa.

Enquanto outros autores, como Meyer e Kuh (1957), destacaram a importância das imperfeições nos mercados de capitais e a assimetria de informação, Modigliani e Miller inicialmente assumiram um mercado sem assimetria de informação, onde todos os agentes têm acesso às mesmas informações.

Meyer e Kuh (1957) introduziram a teoria dos fundos residuais, destacando a importância das variáveis relacionadas à liquidez da empresa na determinação do

investimento. Eles enfatizaram a preferência das empresas pelo financiamento interno e a influência da restrição financeira na tomada de decisões de investimento.

Apesar do trabalho ter sofrido diversas críticas, essas diferenças fundamentais na abordagem teórica de Modigliani e Miller em relação à estrutura de capital e seu impacto no valor da empresa contribuíram significativamente para o desenvolvimento da teoria financeira moderna e influenciaram o debate acadêmico sobre finanças corporativas.

A contrapartida da teoria de Modigliani e Miller ocorreu, sobretudo, nos trabalhos que inseriram a assimetria informacional no mercado de crédito, com destaque para Fazzari, Hubbard e Petersen (1988), doravante FHP. De acordo com esses autores, a assimetria de informação entre emprestadores e tomadores, causaria um diferencial entre os recursos externos e os recursos internos, o que resultaria em uma restrição financeira que tornaria variáveis de liquidez da empresa, como o fluxo de caixa, relevantes para as decisões de investimento.

Ademais, de acordo com Fazzari, Hubbard e Petersen (1988), o diferencial entre os recursos externos e os internos causados pela assimetria de informação entre emprestadores e tomadores ocasionaria uma restrição financeira que tornaria variáveis de liquidez da empresa, como o fluxo de caixa, relevantes para as decisões de investimento. Para testar essa hipótese, um modelo de dados de painel é desenvolvido com base em balanços patrimoniais das empresas brasileiras de mercado aberto

Firmas maduras versus firmas em rápido crescimento: Os autores destacaram a diferença entre as firmas maduras, que têm um fluxo de caixa excedente ao investimento, e as firmas em rápido crescimento, que demandam recursos para investimento que excedem sua capacidade de autofinanciamento e enfrentam restrições para se financiarem externamente. Essa distinção é relevante porque as empresas em rápido crescimento, geralmente menores, enfrentam custos mais elevados para financiamento externo e pagam menos dividendos do que as empresas maduras, devido à menor disponibilidade de recursos internos e a uma avaliação de risco menos favorável. (FHP, 1988)

Restrições financeiras e determinação do nível de investimento: A presença de restrições financeiras, decorrentes da assimetria de informação entre emprestadores e tomadores, torna variáveis de liquidez da empresa, como o fluxo de caixa, relevantes para as decisões de investimento. Isso coloca a restrição de liquidez como uma variável central na determinação do nível de investimento das empresas. (FHP, 1988)

Os autores desenvolveram um modelo de dados de painel com base nos balanços patrimoniais das empresas brasileiras de mercado aberto para testar suas hipóteses. A utilização do q de Tobin como *proxy* das oportunidades de investimento e a análise do fluxo de caixa foram elementos-chave na investigação das restrições financeiras enfrentadas pelas empresas. (FHP, 1988)

Essas conclusões ressaltam a importância da estrutura de capital e das restrições financeiras na tomada de decisões de investimento pelas empresas brasileiras de capital aberto, destacando a complexidade das relações entre financiamento, investimento e crescimento empresarial.

Posteriormente, diversos trabalhos refutando os pressupostos irrealistas do modelo de Modigliani e Miller (1958) foram publicados. A ênfase pela existência de assimetria de informação no mercado de crédito foi sugerida inicialmente por Arkelof (1970), porém outros destaques estão nos trabalhos incorporados a partir dele, por Jaffee e Russel (1976); Jensen e Meckling (1976); Stiglitz e Weiss (1981); Myers (1984); Myers e Majluf (1984); Fazzari, Hubbard e Petersen (1988); entre outros.

Jaffee e Russel (1976) abordaram a relação entre assimetria de informação e racionamento de crédito. Eles destacaram como a falta de informação completa entre os bancos emprestadores e os tomadores de empréstimos pode levar a situações em que o crédito é alocado de forma ineficiente. Sua teoria contribui para a compreensão dos efeitos da informação assimétrica nos mercados de crédito e como isso pode afetar o acesso ao financiamento para empresas e indivíduos.

Enquanto Jensen e Meckling (1976) introduziram a teoria da agência, que explora os conflitos de interesse entre acionistas e gestores em empresas. Sua abordagem foi de como a assimetria de informação pode levar a problemas de agência, nos quais os gestores podem agir em benefício próprio em detrimento dos acionistas. Assim, a ênfase de sua teoria está na importância de mecanismos de governança corporativa para alinhar os interesses dos diferentes stakeholders e garantir decisões financeiras eficientes.

Já Stiglitz e Weiss (1981) relacionaram a assimetria de informação com o racionamento de crédito, destacando como os bancos emprestadores levam em consideração o risco e a incerteza ao conceder empréstimos. Esta teoria visou explorar como a falta de informação completa pode levar a situações em que os mutuários mais arriscados são excluídos do mercado de crédito, resultando em alocações ineficientes de

recursos. Sua contribuição foi de suma importância para a compreensão dos efeitos da informação assimétrica nos mercados financeiros.

Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) desenvolveram a teoria da "*pecking order*", que sugere que as empresas preferem financiar seus investimentos primeiro com recursos internos, depois com dívida e, por último, com capital próprio. Logo, os autores reconheceram a importância da assimetria de informação na escolha da estrutura de capital e como isso afeta as decisões de financiamento das empresas, fornecendo insights sobre a ordem de preferência de fontes de financiamento das empresas.

Outros autores como Kalatzis et al. (2005) e Filho (2005) também contribuíram para o estudo das restrições financeiras nas empresas brasileiras. Kalatzis et al. analisaram 497 empresas brasileiras no período de 1986-1997, utilizando dados de painel e modelos econométricos bayesianos. Eles investigaram as decisões de investimento com base em variáveis como investimento anterior, fluxo de caixa, vendas e financiamento total da empresa.

Os resultados do estudo indicaram a existência de restrições financeiras nas empresas brasileiras, com maior intensidade em empresas mais intensivas em capital. Eles atribuíram essas restrições a menores rentabilidades devido a altos custos fixos e custos de agência associados à estrutura de propriedade diversificada.

Filho (2005) compôs sua amostra com 160 empresas brasileiras de mercado aberto, utilizando dados de 1995 a 2003. Seu modelo foi baseado no trabalho de Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) e utilizou a Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos (DOAR) para analisar restrições financeiras. O autor destacou as vantagens da DOAR em relação ao balanço patrimonial para avaliar a posição financeira de curto e longo prazo das empresas. Seu estudo também apontou para a existência de restrições financeiras nas empresas brasileiras durante o período analisado.

Ambos os autores abordaram a questão das restrições financeiras nas empresas brasileiras, utilizando diferentes metodologias e variáveis para analisar as decisões de investimento e a presença de restrições financeiras. Suas pesquisas contribuíram para o entendimento dos desafios enfrentados pelas empresas em termos de acesso ao financiamento e impacto na tomada de decisões de investimento.

No contexto das empresas brasileiras de capital aberto analisadas no período de 2003-2008, a estrutura de capital pode ter sido um fator determinante na decisão de investimento devido às restrições financeiras enfrentadas. A disponibilidade de recursos internos, como o fluxo de caixa, e a capacidade de obter financiamento externo podem ter influenciado diretamente a capacidade das empresas de realizar investimentos em projetos de expansão, modernização ou inovação. (MADEIRA, 2013)

Portanto, a estrutura de capital das empresas analisadas nesse período pode ter sido crucial para entender como as restrições financeiras impactaram suas decisões de investimento, destacando a importância de uma gestão financeira eficiente e de estratégias de financiamento adequadas para sustentar o crescimento e a competitividade no mercado

Por conseguinte, a assimetria de informação entre emprestadores e tomadores também pode causar restrições financeiras nas empresas brasileiras de capital aberto devido à dificuldade de avaliação do risco por parte dos credores. Nesse cenário, a falta de transparência ou desigualdade de informações entre as empresas que buscam financiamento e as instituições financeiras pode levar a uma maior aversão ao risco por parte dos credores, resultando em condições mais restritivas para a obtenção de crédito. (MADEIRA, 2013)

Essa assimetria de informação pode gerar uma situação em que as empresas enfrentam custos mais elevados para obter financiamento externo, o que pode limitar sua capacidade de investimento e crescimento. Além disso, a avaliação de risco menos favorável por parte dos credores pode levar a uma menor disponibilidade de recursos externos para as empresas, tornando o autofinanciamento uma opção mais atrativa em comparação com o financiamento externo. (MADEIRA, 2013)

Portanto, a assimetria de informação entre emprestadores e tomadores pode criar uma vantagem no autofinanciamento em relação ao financiamento externo, especialmente para empresas em rápido crescimento que demandam recursos para investimento que excedem sua capacidade de autofinanciamento e enfrentam restrições para se financiarem externamente. Essa dinâmica ressalta a importância da transparência e da gestão eficiente da informação nas relações financeiras entre empresas e instituições credoras. (MADEIRA, 2013)

O método de FHP (1988) resgatou definitivamente aspectos que Meyer e Kuh (1957) já haviam abordado e que, após serem ofuscados pela teoria de Modigliani e Miller

(1958), foram revisitados por vários autores inspirados no trabalho inovador de Akerlof (1970).

A essência dessa metodologia é a seguinte:

[...] for firms facing asymmetric information in capital markets, q can fluctuate over a substantial range in excess of unity with little or no response of investment, while investment can be “excessively sensitive” to cash flow fluctuations
[Fazzari, Hubbard e Petersen (1988, p. 8)]

Essa reação ocorre porque os recursos internos possuem vantagens de custo significativas em comparação com os recursos externos. A equação conclusiva do modelo de FHP (1988) apresenta o valor de mercado da empresa como uma função de sua estrutura de capital.

FHP (1988) fazem uma distinção entre empresas maduras, que geralmente têm um fluxo de caixa que excede o investimento, e empresas em rápido crescimento, que necessitam de recursos para investimento que ultrapassam sua capacidade de autofinanciamento e enfrentam limitações para financiamento externo.

Essa comparação é relevante porque as empresas em acelerado crescimento (geralmente as menores) enfrentam custos mais altos para financiamento externo e distribuem menos dividendos do que as empresas maduras. Isso ocorre porque, em geral, essas empresas têm menor disponibilidade de recursos internos e uma avaliação de risco menos favorável, o que pode inviabilizar certas oportunidades de investimento. Além disso, essa observação tem implicações significativas para a determinação do nível de investimento das empresas, colocando a restrição de liquidez como uma variável chave.

Para identificar as empresas que podem estar mais financeiramente restritas, FHP as classifica com base no pagamento de dividendos sobre os lucros, assumindo que as empresas mais restritas são aquelas com a menor proporção de dividendo-lucro.

De fato, os resultados do modelo econométrico confirmam que nas empresas mais financeiramente restritas, o nível de investimento é mais sensível ao seu fluxo de caixa, que está intimamente relacionado aos lucros. Mesmo nas empresas que pagam mais dividendos e, de acordo com os autores, seriam menos restritas aos fundos internos, o fluxo de caixa é mais relevante do que o q de Tobin na determinação do investimento.

Nas empresas mais restritas, o fluxo de caixa do período atual somado ao fluxo de caixa do período anterior chega a explicar mais de 50% do investimento.

Um possível problema destacado por FHP (1988) foi a correlação entre o fluxo de caixa e as vendas, o que poderia levar à interpretação de que o resultado positivo do fluxo de caixa na determinação do investimento seria, na verdade, uma evidência empírica da teoria do acelerador. No entanto, mesmo adicionando a variável “vendas”, os resultados do modelo permaneceram essencialmente os mesmos.

Por outro lado, O trabalho de FHP (1988) recebeu críticas de Kaplan e Zingales (1997), aqui referidos como KZ. De acordo com eles, a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa não é uma evidência suficiente para afirmar que uma empresa está financeiramente restrita. Para sustentar seu argumento, KZ utilizaram as mesmas 49 empresas selecionadas por FHP, que possuem a menor relação dividendo-lucro, e desenvolveram um modelo com outros critérios, baseados em informações qualitativas, para avaliar a restrição financeira.

O modelo empírico de KZ concluiu que as empresas classificadas como menos restritas financeiramente apresentaram sensibilidade ao fluxo de caixa. Por outro lado, as empresas com maior restrição tiveram menor sensibilidade. Os autores também sugerem que a análise da relação entre a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa e o grau de restrição financeira deve ser feita com cautela, pois a opção pelo autofinanciamento pode ser resultado de uma escolha estratégica ou irracional do gerente, apesar da disponibilidade de crédito externo a baixo custo.

Em resposta à crítica de KZ, Fazzari et al., em um artigo publicado em 2000, criticaram as bases teóricas dos autores, que não validariam o modelo como uma crítica a FHP (1988):

“[...] seu modelo teórico falha em capturar a abordagem da maioria das pesquisas anteriores, tornando sua análise teórica irrelevante como uma crítica a FHP e a maioria das pesquisas subsequentes” (p. 703).

Além disso, ao utilizar as 49 empresas que pagam menos dividendos, de acordo com a classificação de FHP, os autores limitaram a análise apenas às empresas relativamente homogêneas, o que dificulta a classificação delas pelo nível de restrição

financeira. Além disso, alguns indicadores usados por KZ poderiam indicar tanto níveis altos quanto baixos de restrição financeira, por serem subjetivos.

Com base em dados de 1.317 empresas dos Estados Unidos, Cleary (1999) categoriza as empresas usando indicadores financeiros qualitativos, e os resultados corroboram os encontrados por KZ. Em um artigo de 2006, Cleary explora as relações entre as várias formas de classificação das empresas pelo nível de restrição financeira e pelo investimento.

De acordo com o autor, a classificação das empresas por tamanho ou distribuição de dividendos está diretamente relacionada ao status financeiro da empresa e, portanto, poderia representar o efeito dominante na relação investimento-fluxo de caixa. Ao usar uma variável *dummy* de interação entre o fluxo de caixa e cada grupo (cada tipo de classificação), ele descobriu que, quando as empresas são classificadas por tamanho e controladas pelo status financeiro e pela distribuição de dividendos, os resultados sobre a relação investimento-fluxo de caixa mudam.

Povel e Raith (2001) desenvolvem um modelo teórico sobre o financiamento do investimento através da dívida. Segundo os autores, existe um nível ótimo de investimento financiado por crédito externo. Esse nível é o resultado de um trade-off entre o efeito custo e o efeito renda. Quando a empresa possui recursos internos para se financiar, o efeito custo domina o efeito renda, e uma redução nos recursos internos diminui o investimento.

Se os recursos internos da empresa forem negativos, o efeito renda domina, ou seja, a empresa investe mais, mesmo com a redução dos recursos internos. Isso ocorre porque o custo marginal da dívida cai, já que, quanto maior o investimento, maior a capacidade de geração de renda da empresa, melhorando assim sua saúde financeira e incentivando a empresa a investir mais.

Segundo os autores, esses resultados podem sugerir que as diferenças encontradas em FHP (1988) e KZ (1997) estão relacionadas à forma como a amostra é segmentada de acordo com o grau de restrição financeira. A segregação por meio de variáveis que estejam relacionadas com o problema de assimetria informacional levaria ao resultado tradicional de FHP. Já a utilização de variáveis que estejam correlacionadas com os recursos internos poderia levar a resultados inconclusivos ou de acordo com a metodologia de KZ. O trabalho de Cleary (2006) corrobora essa visão.

Cleary, Povel e Raith (2004) testam empiricamente o modelo de Povel e Raith (2001), chegando à conclusão de que, de fato, os investimentos são uma função em U do fluxo de caixa. Além disso, testam o modelo de FHP, separando as empresas por pagamento de dividendos e eliminando as empresas com pior situação financeira, alcançando o resultado tradicional de que as empresas com maior restrição financeira têm o investimento mais sensível ao fluxo de caixa.

Ao ajustar a mesma amostra à metodologia de Cleary (1999), o resultado encontrado é que as empresas mais restritas são as que têm menor sensibilidade investimento-fluxo de caixa. Como a saúde financeira da empresa está correlacionada com o nível de recursos internos, é possível que, ao separar por indicadores financeiros, sejam selecionadas na amostra empresas que, apesar de consideradas restritas, estão em um segmento da função de investimento (em U) no qual a redução dos recursos internos leva a um aumento do investimento.

A maioria dos trabalhos que se basearam no arcabouço teórico de FHP (1988) procurou diferenciar as empresas em vários níveis: taxa de crescimento [Fazzari (1993)]; tamanho e idade da empresa [Gertler e Gilchrist (1994)]; tamanho, origem do capital e grau de dependência externa [Terra (2003)], que foi uma aplicação do modelo à economia brasileira; entre outros. Fazzari (1993) merece destaque por fazer uma conexão com a política econômica.

**CAPÍTULO 3: CONSIDERAÇÕES SOBRE O ENDIVIDAMENTO E
POSTURAS FINANCEIRAS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS NO PERÍODO DE
2006 A 2022**

Os dados utilizados para realizar a análise sobre o endividamento e posturas financeiras foram extraídos dos relatórios financeiros de 21 empresas brasileiras do setor da indústria, as quais tiveram maior relevância para o objetivo desta pesquisa. Portanto, a descrição de cada uma delas foi feita na tabela abaixo:

Tabela 1- Descrição das empresas do setor da indústria

Nome da empresa	Ramo de atuação	Tipo de produto
Indústrias Romi S.A.	Bens de capital	Máquinas-ferramenta e equipamentos industriais
Weg S.A.	Bens de capital	Motores elétricos, equipamentos e sistemas de automação
Alpargatas S.A.	Bens de consumo	Calçados (como Havaianas)
Ambev S.A.	Bens de consumo	Bebidas (cervejas, refrigerantes, sucos, água mineral, etc.)
BRF S.A.	Bens de consumo	Alimentos (principalmente carne de frango, suína e bovina)
Coteminas S.A.	Bens de consumo	Têxteis e produtos para cama, mesa e banho
Lojas Riachuelo S.A. (Grupo Guararapes)	Bens de consumo	Moda (roupas, calçados, acessórios)
Hypera S.A.	Bens de consumo	Produtos farmacêuticos e de cuidados pessoais
JBS S.A.	Bens de consumo	Alimentos (principalmente carnes bovinas, suína, de frango)
Marfrig Global Foods S.A.	Bens de consumo	Processamento de carne bovina, suína e de aves
Whirlpool S.A.	Bens de consumo	Eletrodomésticos e eletroeletrônicos
Embraer S.A.	Equipamentos de transporte	Aeronaves comerciais, executivas e de defesa

Marcopolo S.A.	Equipamentos de transporte	Ônibus e carrocerias para transporte coletivo
Randon S.A.	Equipamentos de transporte	Implementos rodoviários (reboques, semirreboques, carrocerias)
Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras	Insumos básicos	Exploração, produção, refino e comercialização de petróleo
Braskem S.A.	Insumos básicos	Resinas plásticas e produtos químicos
Companhia Siderúrgica Nacional - CSN	Insumos básicos	Siderurgia e produção de aço
Gerdau S.A.	Insumos básicos	Aços longos e especiais
Klabin S.A.	Insumos básicos	Papel e celulose, incluindo embalagens e papéis
Suzano S.A.	Insumos básicos	Celulose e papel para embalagens e impressão
Vale S.A.	Insumos básicos	Mineração (ferro, níquel, cobre, carvão, fertilizantes etc.)

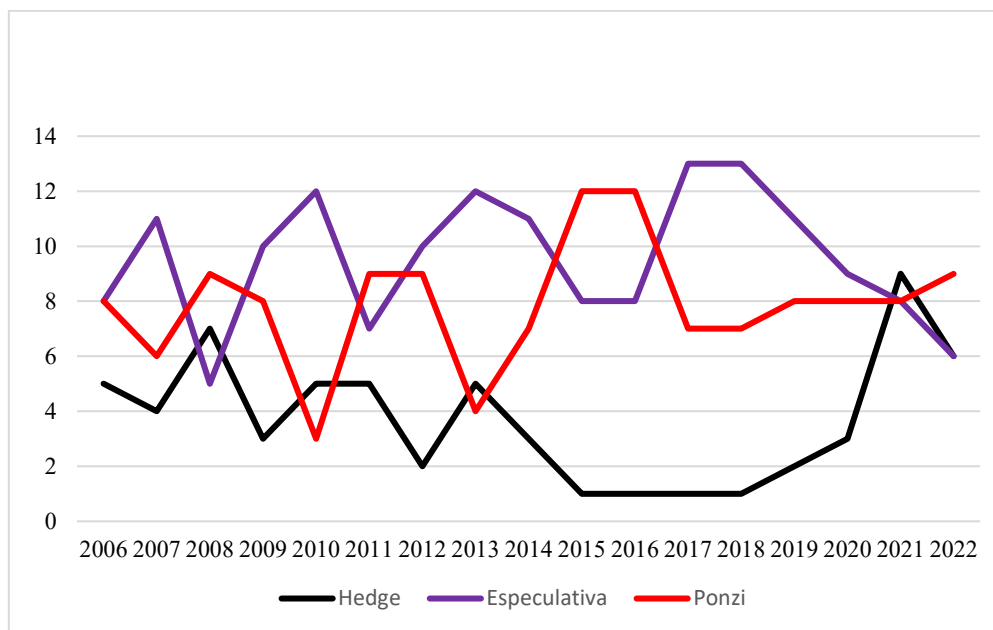
Fonte: Elaborado pelo autor (2024)

Dessa maneira, para calcular a participação do capital próprio, o endividamento e a composição do endividamento foram utilizados dados obtidos na plataforma Económica.

Dessa forma, por meio dos resultados encontrados nas variáveis, foi feita uma análise acerca das posturas financeiras tomadas por cada uma das empresas escolhidas como objeto de pesquisa. À princípio, se as posturas forem observadas em um contexto geral, é perceptível que ao longo dos anos 2006 a 2022 houve significativas mudanças de comportamento por parte das empresas, causadas por suas decisões de investimento e financiamento, seus níveis de endividamento como também por condições adversas de mercado ao longo dos anos.

Logo, o gráfico 1 ilustra a dinâmica das mudanças de posturas financeiras adotadas pelas empresas brasileiras do setor da indústria ao longo dos anos:

Gráfico 1- Posturas financeiras das empresas nos anos 2006-2022



Fonte: Elaborado pelo autor (2024)

De acordo com o gráfico, é possível notar que no ano de 2006 houve um predomínio das posturas especulativa e ponzi, nas quais 8 empresas adotaram posição especulativa, de modo que a maior parte foram empresas do setor de insumos básicos e 8 na situação ponzi, a maioria do setor de bens de consumo e somente 5 empresas adotaram postura hedge, em setores distintos. Isso se deve ao período de crescimento econômico em que o Brasil se encontrava naquele ano, onde as empresas buscavam assumir riscos em busca de oportunidades de crescimento, possivelmente através de expansão agressiva ou investimentos inovadores. Além de dependência excessiva de empréstimos ou valorizações de ativos para financiar suas operações.

Ademais, no ano de 2007, houve predominância da postura especulativa, onde 11 empresas adotaram tal postura, os setores mais relevantes nesse caso foram o de insumos básicos e equipamentos de transporte. Dessa maneira, como naquele ano o Brasil ainda se encontrava em crescimento, justifica-se que as empresas tinham expectativa de

crescimento contínuo dos preços dos ativos, buscavam oportunidades de investimento aparentemente lucrativas que requerem endividamento adicional para aproveitar, além da crença de que a valorização dos ativos continuaria a compensar o custo do endividamento, mesmo que a renda disponível não fosse suficiente para cobrir o principal.

O ano de 2008 pode ser considerado ainda como parte do período de crescimento econômico brasileiro, entretanto nesse ano houve maior adoção de postura ponzi por parte de 9 empresas, a maior parte delas de bens de consumo. A postura hedge foi adotada por 7 empresas de diferentes setores e apenas 5 adotaram postura especulativa, principalmente do setor de equipamentos de transporte. Com a crise do *subprime* ocorrida nesse mesmo ano nos Estados Unidos, o Brasil por ser um país subdesenvolvido foi afetado no que tange à redução da liquidez internacional e a escassez de linhas de crédito, contudo o maior impacto foi no ano de 2009.

Ao fazer um comparativo entre os anos de 2009 e 2010, nota-se uma semelhança nas empresas em adotarem postura especulativa, totalizando 10 e 12 empresas, respectivamente, sobretudo nos setores de bens de consumo e insumos básicos. É importante ressaltar que o ano de 2009 foi bastante afetado por conta da crise e, apesar do endividamento ter ficado na média de 31,7%, a média de participação do capital próprio foi de 44,2%, uma das maiores entre os anos analisados. Ademais, em 2010, ano considerado com um período de recuperação na economia brasileira, a participação do capital próprio teve a média mais alta entre todos os anos, 44,5% e o endividamento com uma das médias mais baixas, 30,0%. Este foi um ano em que houve apenas 3 empresas com postura ponzi.

Entre os anos 2011-2014, é possível notar que a postura hedge se manteve baixa e a especulativa, apesar de ter caído em 2011, voltou a ser bastante adotada em 2012, 2013 e 2014. Este período ficou caracterizado como de desaceleração da economia. Desse modo, poucas empresas adotaram postura hedge, e estas que adotaram durante maior tempo foram empresas com baixo nível de endividamento e altos níveis de participação de capital próprio, como a Ambev e a Vale, que são empresas de bens de consumo e insumos básicos. Ao longo desses anos a postura ponzi foi predominante nas empresas de bens de consumo.

Adiante, os anos 2015 e 2016 tiveram uma característica bastante particular no que se refere à adoção de posturas financeiras pelas empresas brasileiras de capital aberto,

dentre as 22 empresas analisadas, metade delas, isto é, 12 empresas adotaram postura ponzi, 8 adotaram postura especulativa e somente 1 adotou postura hedge. Isso se valeu para os dois anos consecutivos.

É importante ressaltar que esse período foi de recessão na economia brasileira, onde os níveis de endividamento foram os mais altos do período analisado. O ano de 2015 teve uma média de endividamento de 39,6% e o ano de 2016 teve uma média de 37,2%. Dessa maneira, os setores de insumos básicos, equipamentos de transporte e bens de consumo foram os principais responsáveis pela adoção de postura ponzi. A empresa CSN, por exemplo, teve um endividamento de 70,5% em 2015 e 68,9% em 2016. Além disso, a composição de seu endividamento foi de apenas 5,5% e 7,0% nos respectivos anos. Vale ressaltar que a única empresa a se manter em hedge foi a Ambev, a qual conseguiu se manter com um dos níveis mais baixos de endividamento e uma boa participação de capital próprio.

Nos anos 2017, 2018 e 2019 as empresas se mantiveram com posturas bastante parecidas, com predomínio da especulativa e baixíssima adoção da postura hedge. Na maioria das empresas o endividamento teve uma queda e, com isso, a maioria das empresas optou por refinarciar seu passivo, visto que aquele era um período de recuperação com baixo crescimento. Empresas de bens de capital e bens de consumo foram as que mais adotaram postura especulativa ao longo desses 3 anos e somente a Ambev teve postura hedge em 2017, 2018 e em 2019 junto com a Whirpool.

Os anos 2020 e 2021 também foram muito peculiares no que se refere às posturas financeiras das empresas analisadas, de acordo com o gráfico é possível perceber que houve um ponto de intersecção entre a adoção das três posturas na passagem desses dois anos, visto que ficou bem dividido entre as posturas especulativa e ponzi em 2020 e, em 2021, mais ainda, com 9 empresas em postura hedge, 8 em especulativa e 8 em ponzi. Dessa maneira, com a pandemia na COVID-19 ocorrida entre esses dois anos, juntamente com o isolamento social, os setores sofreram impactos diferentes.

O setor de insumos básicos, por exemplo, se manteve capaz de honrar com seus compromissos financeiros, pois foram empresas essenciais. O setor de equipamentos de transporte, por outro lado, foi bastante afetado, a Embraer, por exemplo, chegou em seu maior nível de endividamento em 2020, com 42,2%, como também teve a menor participação de capital próprio, com 27,9%

Por fim, o ano de 2022 não foi tão discrepante quando comparado aos anos anteriores, uma vez que a atividade econômica estava começando a se recuperar, muitas empresas estavam endividadadas e com quase-renda esperada insuficiente para fazer frente ao juro da dívida. Por isso, 9 delas adotaram postura ponzi, principalmente as de bem de consumo e equipamentos de transporte.

Com base na análise das posturas financeiras das empresas brasileiras do setor industrial entre os anos de 2006 e 2022, é evidente que houve flutuações significativas influenciadas por uma série de fatores, incluindo condições econômicas globais e domésticas, bem como decisões estratégicas internas das empresas. Inicialmente, durante períodos de crescimento econômico, observou-se uma tendência à postura especulativa e adoção de posturas mais arriscadas, visando oportunidades de crescimento e expansão.

No entanto, crises econômicas, como a crise do *subprime* e a pandemia de COVID-19, provocaram mudanças abruptas nas posturas, com empresas tendo que se adaptar às condições adversas, refinanciando passivos e buscando garantir a sustentabilidade financeira. Ao longo do período analisado, a participação do capital próprio e os níveis de endividamento também variaram, refletindo a busca das empresas por um equilíbrio entre financiamento externo e recursos próprios. Em suma, a análise revela a complexidade das estratégias financeiras das empresas em um ambiente dinâmico e sujeito a múltiplas influências externas, como é o caso brasileiro.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como objetivo realizar uma análise do processo de endividamento das empresas de capital aberto no Brasil no período de 2006 a 2022, para tentar entender o alto grau de endividamento das empresas na década de 2010 utilizando como base o arcabouço teórico minskyano e, sobretudo, as posturas financeiras. Todas as análises tiveram como contexto, verificar quais as características do endividamento das grandes empresas.

Diante disso, é possível inferir que o alto grau de endividamento observado nas empresas brasileiras analisadas sugere uma dependência significativa de recursos de terceiros para financiar suas operações e investimentos. A composição do endividamento, juntamente com a participação do capital próprio, revela a necessidade de equilibrar as fontes de financiamento para garantir a sustentabilidade financeira e a capacidade de honrar os compromissos no longo prazo.

Além disso, de acordo com os dados coletados as empresas estudadas apresentaram uma variedade de posturas financeiras, com destaque para as posturas especulativas e ponzi. Essas posturas refletem a busca por oportunidades de crescimento e expansão, mas também indicam um maior nível de risco e fragilidade financeira, especialmente em momentos de instabilidade econômica.

De acordo com Minsky (2010), ao longo do tempo, a tendência natural dos agentes econômicos era passar de uma postura financeira conservadora para uma especulativa e, eventualmente, para uma postura financeira ponzi. Essa dinâmica contribui para a instabilidade financeira e cria condições propícias para crises financeiras. Com destaque para a importância de políticas e regulações que visam conter o crescimento excessivo do endividamento e controlar os riscos financeiros, a fim de evitar a ocorrência de crises e promover a estabilidade econômica.

Logo, analisando as posturas financeiras das empresas brasileiras utilizadas na pesquisa, é possível validar a teoria minskyana, visto que é foi observado entre os anos 2006 e 2008 uma postura mais conservadora, onde o grau de endividamento era mais baixo e a participação de capital próprio mais alta. Assim, pelo fato de ser um bom

momento econômico, que sustenta um nível específico de lucros e demanda que valida as decisões de investimentos passados com os lucros esperados, houve maior confiança das empresas na capacidade de cumprir com seus compromissos financeiros. aumentando seus passivos com novas emissões de títulos de dívida de curto prazo para se beneficiarem das taxas mais baixas, confiantes na manutenção ou elevação de seus preços.

Porém, a partir da década de 2010, o cenário econômico já começa a apresentar mudanças, há uma grande quantidade de posturas especulativas, que posteriormente foram se equiparando à postura ponzi, isso se deu por essa característica de investimento em uma economia dependente de empréstimos, culminando em maior fragilidade financeira.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKERLOF, G. A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Cambridge, v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970.

BAHRY, Thaiza Regina; GABRIEL, Luciano Ferreira. A HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA E SUAS IMPLICAÇÕES PARA A OCORRÊNCIA DE CICLOS ECONÔMICOS. 2010. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rec/a/vmpvjKGPSM4qbRPjwR4kyNn/?format=pdf&lang=pt>.

CLEARY, S. The relationship between firm investment and financial status. *The Journal of Finance*, v. LIV, n. 2, abr. 1999.

CLEARY, S.; POVEL, P.; RAITH, M. The U-shaped investment curve: theory and evidence. *Simon Business School Working Paper*, n. FR 03-32, 2004.

DA SILVA, Matheus Alves. A oferta de crédito brasileira: Uma análise do período de 2003 a 2010. Trabalho de Conclusão de Curso – Faculdade de Economia, Universidade de Brasília, Brasília, 2019.

DEOS, Simone. Instabilidade financeira numa economia de mercado de capitais. *Ensaio FEE*, Porto Alegre - RS, v. 19, p. 38-61, 1998.

FAZZARI, S.; PETERSEN, B. Working capital and fixed investment: new evidence on finance constraints. *The Rand Journal of Economics*, v. 24, n. 3, p. 328-342, 1993.

FAZZARI, S. M.; Hubbard, R. G.; Petersen, B. C. Financial constraints and corporate investment. *Brooking Papers on Economic Activity*, Washington DC, p. 141-195, 1988.

FILHO, M. J. S. E. Restrições Financeiras aos Investimentos Fixos de Empresas Brasileiras de Capital Aberto Listadas em Bolsas de Valores no Período de 1995 a 2003. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Pontifícia Universidade Católica, Rio de Janeiro, jan. 2005.

FOLEY, D. *Unholy Trinity: labor, capital, and land in the new economy*. London: Routledge, 2003.

FREDDO, D. Desregulamentação financeira e a “reafirmação dos mercados” com dominância dos bancos nos Estados Unidos. *Oikos* (Rio de Janeiro), v. 12, p. 199-229, 2013.

GERTLER, M.; GILCHRIST, S. Monetary policy, business cycles, and the behavior of small manufacturing firms. *The Quarterly Journal of Economics*, Boston, v. 109, n. 2, p. 309-340, mai. 1994.

JAFFEE, D. M.; Russell, T. Imperfect information, uncertainty, and credit rationing. *The Quarterly Journal of Economics*, Boston, v. 90, n. 4, p. 651- 666, nov. 1976.

JENSEN, C. M.; Meckling, H. W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976.

KALATZIS, A. E. G.; AZZONI, C. R.; ACHCAR, J. A. Restrições financeiras e decisões de investimento: análises clássica e bayesiana. In: X Congresso de Economia Regional. Fortaleza, 2005

KALECKI, Michal. Teoria da Dinâmica Econômica. São Paulo: Abril Cultural, 1985.

KAPLAN, S. N.; ZINGALES, L. Do investment cash-flow sensitivities provide useful measures of financing constraints. *Quarterly Journal of Economics*, v. 122, n. 1, p. 169-215, 1997

KAPLAN, S. N.; ZINGALES, L. Do investment cash-flow sensitivities provide useful measures of financing constraints. *Quarterly Journal of Economics*, v. 125, n. 2, p. 695-705, 2000.

KEYNES, John M. Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. São Paulo: Abril Cultural, 1985.

LOURAL, Marcelo Sartório. Investimentos industriais no Brasil: uma análise setorial do período 1999-2013. 2016. 198 f. Tese (Doutorado) - Curso de Ciências Econômicas, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2016. Cap. 1.

MADEIRA, Rodrigo Ferreira. Restrições financeiras nas empresas brasileiras de capital aberto: a relevância da estrutura de capital para o investimento. 2013. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/2985/2/RB%2039%20Restri%C3%A>

7%C3%B5es%20financeiras%20nas%20empresas%20brasileiras_P.pdf. Acesso em: 25 jan. 2024.

MEYER, J.; KUH, E. The investment decision: an empirical study. Cambridge: Harvard University Press, 1957.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate finance and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v. 13, p. 187-221, 1984.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, Nova York, v. 39, n. 3, p. 575-592, jul. 1984.

MINSKY, Hyman P. Estabilizando Uma Economia Instável. São Paulo: Novo Século, 2010.

MINSKY, Hyman P. Ph.D., The financial instability hypothesis. Working Paper nº 74. N.Y.: The Levy Economics Institute, 1992.

MINSKY, Hyman P. Ph.D., "Can "It" Happen Again? A Reprise". Hyman P. Minsky Archive. 155, 1982.

MINSKY, Hyman P. Ph.D., A Theory of Systemic Fragility. Hyman P. Minsky Archive. 231, 1977.

MINSKY, Hyman P. Ph.D., Stabilizing an Unstable Economy. Hyman P. Minsky Archive. Paper 144, 1986.

MINSKY, Hyman P. Ph.D., The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy (1982). Hyman P. Minsky Archive. 282.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, Nashville, v. 48, n. 3, p. 261-297, jun. 1958.

MOLLO, M. L. R. Instabilidade do Capitalismo, Incerteza e Papel das Autoridades Monetárias: Uma Leitura de Minsky. *Revista de Economia Política (Impresso)*, SÃO PAULO, v. 8, n.1, p. 100-123, 1988.

POVEL, P.; RAITH, M. Optimal investment under financial constraints: the roles of internal funds and asymmetric information. AFA 2002 Atlanta Meetings; Carlson School of Management, Institute of Financial Studies, Working Paper n. 103, 2001.

RAMOS, Nicolas Toshiaki. A instabilidade financeira de Minsky: Uma análise da expansão do crédito nos EUA na década de 2000. 2019. Disponível em: https://bdm.unb.br/bitstream/10483/29017/1/2019_NicolasToshiakiRamos_tcc.pdf. Acesso em: 25 jan. 2024.

STIGLITZ, J. E.; WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, Nashville, v. 71, n. 3, p. 393- 410, jun. 1981.

TERRA, M. C. T. Credit constraints in Brazilian firms: evidence from panel data. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, v. 57, n. 2, p. 443-464, abr.-jun. 2003.

USP. Estrutura de capital: Uma análise da relação entre endividamento e rentabilidade em companhias brasileiras. 2012. Disponível em: <https://congressousp.fipecafi.org/anais/artigos122012/203.pdf>. Acesso em: 15 mar. 2024.

APÊNDICE

ESTRUTURA DE CAPITAL

Tabela 1 – Participação do capital próprio na estrutura de capital – empresas selecionadas – 2006 a 2022

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Romi	37,5	47,3	41,0	39,4	37,7	37,5	39,5	45,7	50,0	55,2	55,5	59,8	56,2	55,5	46,6	49,4	48,8
Weg	41,5	38,2	38,5	44,4	47,2	42,9	46,8	45,8	43,6	43,2	44,9	48,9	51,0	56,9	59,9	58,5	54,2
Alpargatas	71,6	65,8	56,8	62,5	60,0	61,0	60,6	54,6	57,6	51,3	54,6	58,8	62,1	60,5	62,7	43,2	67,8
Ambev	54,7	49,6	46,7	55,6	57,6	56,0	55,3	64,1	60,5	55,8	55,6	55,2	61,1	61,5	60,0	60,6	60,4
BRF SA	44,4	49,3	36,6	51,1	49,1	47,1	47,4	45,4	43,5	34,3	28,5	25,9	17,8	19,5	17,7	15,8	20,4
Coteminas	55,9	59,9	58,1	69,4	63,7	50,7	53,1	52,6	49,2	45,0	39,3	41,9	42,3	41,5	35,0	32,7	20,3
Guararapes	63,4	67,2	66,9	66,1	61,5	60,3	59,6	59,5	53,5	48,2	46,8	50,4	47,1	41,5	36,4	36,4	34,6
Hypera	11,7	35,2	53,8	54,7	50,7	49,9	54,3	56,6	53,8	50,8	76,7	76,4	78,3	73,1	53,6	49,6	44,9
JBS	5,3	36,1	38,1	40,9	42,0	45,6	43,1	33,7	31,4	24,2	24,2	24,0	24,5	25,7	26,6	23,1	23,9
Marfrig	14,3	30,2	30,0	36,7	17,7	14,4	16,8	17,5	10,3	4,0	5,4	12,4	15,1	5,6	8,9	11,6	19,4
Whirlpool	48,6	46,9	43,2	40,1	35,4	34,4	35,7	37,5	34,5	38,3	38,7	34,7	28,2	39,5	27,2	23,0	25,9
Embraer	31,9	34,5	28,5	32,5	37,3	35,2	35,3	35,8	37,1	32,9	33,8	35,0	34,9	34,2	27,9	27,3	27,8
Marcopolo	37,7	29,3	28,6	29,4	31,8	34,6	37,4	37,3	37,6	37,0	37,6	40,8	41,5	45,4	44,5	44,4	43,3
Randon	52,4	48,3	48,7	46,8	43,6	46,3	43,0	33,5	35,8	30,6	38,8	38,4	35,0	34,4	29,7	30,5	29,7
Petrobrás	49,9	52,0	48,3	46,6	59,7	55,4	51,0	46,4	39,2	28,7	31,4	32,4	33,0	32,3	31,5	40,0	37,3
Braskem	26,6	30,4	16,2	21,5	30,2	26,6	21,0	15,9	11,9	2,2	3,3	10,7	10,0	5,8	4,5	6,7	6,9
CSN	24,5	27,9	21,2	19,2	20,7	18,0	18,3	16,0	11,5	18,0	16,7	18,3	21,2	22,3	17,9	29,4	25,6
Gerdau	47,3	40,1	42,4	49,4	47,0	53,1	54,2	55,0	52,7	45,6	44,4	47,5	50,6	50,3	49,2	58,0	62,7
Klabin	42,0	35,8	27,6	30,6	42,0	38,9	38,5	36,1	33,3	20,4	24,2	23,7	22,0	18,7	12,4	16,8	24,3
Suzano	39,5	38,3	28,8	34,4	45,7	44,7	43,4	39,4	36,7	32,5	34,5	40,7	22,3	18,5	7,2	12,8	24,9
Vale	36,7	46,4	55,1	57,8	54,2	60,7	58,3	52,1	48,3	40,3	41,4	45,1	50,8	42,5	37,9	39,5	43,0

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática

ENDIVIDAMENTO

Tabela 2 – Endividamento total (%) – empresas selecionadas – 2006 a 2022

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Petrobrás	20,9	16,6	21,7	28,8	22,7	26,0	29,0	35,6	44,2	54,8	47,9	43,5	38,0	37,9	39,8	33,7	28,7
Alpargatas	5,6	12,7	20,5	13,7	13,2	9,7	10,9	16,6	14,1	17,9	15,7	19,0	15,4	6,2	5,1	1,4	15,0
Ambev	26,8	27,8	29,6	18,1	15,9	8,9	5,8	4,2	3,6	4,0	6,4	2,9	2,6	3,0	3,8	2,2	2,7
Braskem	41,3	40,1	52,8	44,2	36,9	40,6	42,5	38,5	41,1	45,6	45,0	44,3	42,5	42,9	48,7	37,8	40,4
BRF SA	38,0	34,6	47,8	34,2	26,0	26,9	30,9	31,4	32,1	37,6	44,2	45,2	52,3	44,7	45,1	45,5	40,6
Coteminas	23,1	20,0	17,3	10,5	17,3	28,9	26,0	28,5	33,6	36,4	41,0	39,9	36,4	35,6	36,5	35,2	38,2
CSN	37,7	32,4	46,2	49,2	53,1	59,5	61,2	55,0	60,0	70,5	68,9	65,3	60,9	55,0	56,0	41,0	47,9
Embraer	17,8	20,0	20,0	22,5	17,1	18,7	21,8	21,6	24,1	30,3	32,2	35,2	32,3	0,9	42,2	39,7	31,6
Gerdau	33,7	38,3	39,3	32,6	34,2	27,4	27,6	28,7	31,0	37,8	37,7	32,8	29,1	29,7	27,7	19,0	17,1
Guararapes	0,0	0,0	6,1	4,5	12,4	15,2	14,7	12,1	16,9	20,2	20,6	16,3	20,5	22,4	29,5	24,7	26,8
Hypera	58,4	15,0	12,5	12,7	29,5	34,1	31,3	31,3	34,6	31,1	7,5	6,5	5,3	11,8	32,0	37,1	40,4
JBS	77,7	44,4	34,9	42,1	42,7	39,8	41,2	47,7	48,7	53,8	54,7	52,5	49,2	42,0	40,2	44,7	44,4
Klabin	48,9	51,3	66,1	57,8	39,6	41,6	42,8	46,7	51,9	68,6	63,0	64,0	65,6	69,4	74,7	69,7	57,9
Marcopolo	36,5	43,5	48,5	50,3	45,0	44,0	38,2	44,6	47,6	49,1	46,3	41,1	37,6	34,7	34,6	34,9	32,0
Marfrig	61,0	47,9	47,1	45,0	42,8	49,0	49,0	51,0	55,5	58,3	55,2	58,5	57,5	70,4	69,6	64,5	47,6
Randon	19,9	24,8	29,5	33,8	36,2	36,9	43,1	53,1	52,8	59,7	49,9	44,4	48,6	45,3	39,9	37,7	42,1
Romi	44,9	45,0	49,2	53,1	53,5	54,7	50,2	41,2	38,7	32,1	30,4	23,2	25,2	25,6	30,7	29,8	32,1
Suzano	53,6	49,2	58,9	50,9	37,8	40,4	42,3	47,4	48,9	52,1	47,7	42,7	66,3	65,0	71,6	66,9	56,0
Vale	40,4	26,9	24,4	23,9	20,4	19,3	23,2	23,6	24,7	32,6	29,6	22,7	17,5	16,2	16,3	15,4	14,6
Weg	37,7	35,5	37,4	34,8	32,2	38,0	30,3	31,6	34,7	36,1	32,6	29,0	24,5	14,6	8,5	7,5	12,3
Whirlpool	1,0	0,7	2,6	2,9	2,1	1,6	1,9	2,1	3,4	3,1	5,1	3,5	5,8	7,8	4,2	12,9	13,3

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática

COMPOSIÇÃO DO ENDIVIDAMENTO

Tabela 3 – Composição do endividamento (%) (participação do endividamento de curto prazo no endividamento total) – empresas selecionadas – 2006 a 2022

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Petrobrás	28,4	22,2	21,0	14,9	13,3	12,2	7,8	7,0	9,0	11,6	8,3	6,4	4,4	11,7	13,1	15,4	17,0
Alpargatas	9,3	30,6	49,5	45,6	76,5	76,3	63,1	49,4	57,6	73,6	35,4	55,7	62,4	63,5	57,4	97,6	20,1
Ambev	22,0	25,1	35,9	11,0	38,5	53,9	26,6	36,0	37,7	35,6	67,3	51,7	64,4	21,3	57,2	27,3	26,1
Braskem	26,9	14,1	17,9	18,7	13,5	9,2	10,5	6,7	7,0	7,2	11,1	5,0	2,9	2,6	3,1	3,8	3,5
BRF SA	29,8	46,4	30,7	33,1	30,9	42,9	25,6	26,5	23,6	17,3	17,1	24,6	20,5	16,8	4,7	12,6	16,5
Coteminas	26,7	33,6	59,8	55,0	62,2	45,7	56,8	65,8	54,9	63,1	55,6	50,8	58,9	59,5	61,6	85,9	66,7
CSN	11,5	20,9	20,6	8,3	6,5	9,7	7,6	9,5	9,3	5,5	7,0	22,1	19,6	18,3	11,7	16,9	12,7
Embraer	37,2	52,9	29,3	28,8	5,1	15,2	16,3	3,6	3,6	6,2	13,6	9,3	4,9	16,4	8,4	14,3	9,6
Gerdau	21,6	16,0	16,9	9,3	11,5	12,8	17,6	11,0	10,4	9,0	21,7	12,1	12,2	9,7	8,2	12,6	24,8
Guararapes	100,0	100,0	100,0	100,0	19,1	24,3	23,8	29,6	21,2	59,0	58,6	44,7	33,9	29,1	31,9	38,6	33,7
Hypera	31,8	43,7	56,0	50,2	16,6	11,7	8,7	19,7	36,0	15,6	20,5	51,5	18,9	7,7	8,4	7,7	23,2
JBS	24,3	63,6	39,4	29,5	27,3	28,3	29,8	28,8	34,1	31,7	32,3	23,7	5,2	3,9	6,9	12,9	8,9
Klabin	20,3	5,9	8,8	15,0	17,3	17,2	18,6	16,2	16,0	11,4	15,4	12,6	10,2	5,3	2,7	6,3	7,1
Marcopolo	42,1	46,9	53,3	30,7	19,7	41,5	56,5	20,0	20,0	39,0	40,2	42,9	43,1	34,6	35,8	38,2	31,7
Marfrig	11,3	20,6	28,6	28,6	31,8	21,6	29,9	12,9	15,4	16,8	13,1	14,9	24,1	21,2	24,5	22,6	21,0
Randon	29,2	53,6	34,4	19,2	28,8	32,0	44,9	20,9	20,2	34,9	32,0	38,0	30,1	19,9	26,6	29,4	17,5
Romi	37,7	35,8	36,2	33,6	33,0	42,4	43,9	45,2	47,7	32,8	50,5	52,0	52,9	49,7	44,4	36,7	28,8
Suzano	10,8	13,1	22,7	21,6	19,3	25,8	15,1	7,8	13,0	12,4	11,4	17,3	9,6	9,8	2,8	4,6	4,5
Vale	7,4	9,4	5,9	14,1	13,7	8,3	11,5	6,0	4,9	8,7	5,7	7,6	6,5	9,7	7,6	8,7	3,8
Weg	58,0	62,2	60,8	47,8	42,1	49,2	61,2	28,4	35,8	24,9	22,5	49,7	54,3	41,0	38,1	58,8	66,7
Whirlpool	65,2	29,2	10,3	16,6	18,4	22,5	17,3	11,4	24,0	49,7	78,8	85,2	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática

POSTURAS FINANCEIRAS

Tabela 4 – Posturas financeiras – empresas selecionadas – 2006 a 2022

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
Romi	Especulativa	Ponzi	Especulativa	Ponzi	Especulativa	Ponzi	Ponzi	Especulativa	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	
Weg	Hedge	Especulativa	Hedge	Hedge	Hedge	Hedge	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Hedge	Hedge	Hedge	
Alpargatas	Hedge	Hedge	Hedge	Especulativa	Hedge	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Hedge	Hedge	Ponzi
Ambev	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Hedge	Hedge	Hedge	Hedge	Hedge	Hedge	Hedge	Hedge	Hedge	Hedge	Hedge	Hedge	Hedge	Hedge	Hedge
BRF SA	Especulativa	Especulativa	Ponzi	Ponzi	Especulativa	Especulativa	Ponzi	Especulativa	Especulativa	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Especulativa	Ponzi	Ponzi	
Coteminas	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Especulativa	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Especulativa	Especulativa	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	
Guararapes	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Ponzi	Especulativa	Ponzi	
Hypera	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Especulativa	Especulativa	Ponzi	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	
JBS	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Especulativa	Especulativa	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	
Marfrig	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Especulativa	Especulativa	Ponzi	
Whirlpool	Hedge	Hedge	Hedge	Ponzi	Especulativa	Ponzi	Especulativa	Hedge	Hedge	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Hedge	Hedge	Hedge	Ponzi	
Embraer	Ponzi	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Hedge	Hedge	Especulativa	Ponzi	Especulativa	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	
Marcopolo	Ponzi	Especulativa	Especulativa	Ponzi	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Especulativa	Especulativa	Ponzi	Ponzi	Ponzi	
Randon	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Ponzi	Especulativa	Especulativa	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	
Petrobrás	Hedge	Hedge	Hedge	Especulativa	Hedge	Hedge	Especulativa	Hedge	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Ponzi	Hedge	Hedge	
Braskem	Ponzi	Especulativa	Ponzi	Especulativa	Especulativa	Ponzi	Ponzi	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Ponzi	Ponzi	Especulativa	Ponzi
CSN	Hedge	Hedge	Hedge	Especulativa	Especulativa	Hedge	Ponzi	Especulativa	Ponzi	Especulativa	Ponzi	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Hedge	Especulativa	
Gerda	Especulativa	Especulativa	Hedge	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Hedge	Hedge	
Klabin	Especulativa	Especulativa	Ponzi	Ponzi	Especulativa	Ponzi	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Ponzi	Especulativa	Especulativa	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Hedge	Especulativa	
Suzano	Especulativa	Especulativa	Ponzi	Ponzi	Especulativa	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Especulativa	Especulativa	Ponzi	Ponzi	Ponzi	Especulativa	Hedge	
Vale	Especulativa	Especulativa	Hedge	Hedge	Hedge	Hedge	Hedge	Hedge	Ponzi	Ponzi	Especulativa	Especulativa	Especulativa	Ponzi	Especulativa	Hedge	Hedge	

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Economática