

Os efeitos da crise do mercado imobiliário americano subprime sobre o desempenho econômico-financeiro das empresas de capital aberto no Brasil

Danielle Martins Duarte Costa (UFV) - danicontabeis2003@yahoo.com.br

Keila da Silva Ramos (UNIFOR) - keilaramos.ramos@gmail.com

Gisele Bernardes Eufrásio (UNIFOR) - giseleeufrasio@yahoo.com.br

Jonatã Alves Estevão (UNIFORMG) - jonata_estevao@hotmail.com

Daniela Maria Correia Azevedo (UNIFOR - MG) - daniela@crediprata.com.br

Resumo:

Este artigo teve como objetivo verificar os efeitos que a crise do mercado imobiliário americano subprime iniciada em 2007 nos Estados Unidos teve sobre o desempenho econômico e financeiro de 153 empresas brasileiras de capital aberto, divididas em 15 setores de atividade, no período de 2000 a 2009. Para tanto, utilizou-se da análise temporal dos indicadores básicos de Liquidez, Estrutura de Capital, Rentabilidade e Retorno, bem como o indicador de Mercado, Lucro por Ação. Os resultados mostraram que o agravante da crise no ano de 2007 impactou na redução do nível de endividamento, em especial de longo prazo, das empresas brasileiras, devido à retração de crédito por parte das instituições financeiras e as incertezas do mercado, que, por consequência, dificultaram a captação de recursos pelas organizações. O mesmo ocorreu com a capacidade de pagamento de curto prazo das empresas uma vez que os resultados apresentaram diminuições significativas nos indicadores de liquidez corrente e seca. Pode-se concluir que o impacto maior foi na geração de resultados da empresa, uma vez que no ano de deflagração da crise houve uma queda acima de 80% no retorno médio sobre os ativos de todas as empresas e acima de 40% no retorno sobre o patrimônio líquido. O mesmo ocorreu com o lucro por ação das empresas cuja variação chegou a 1.009%.

Palavras-chave: *Crise Subprime. Desempenho econômico e financeiro. Empresa de capital aberto*

Área temática: *Novas Tendências Aplicadas à Gestão de Custos*

Os efeitos da crise do mercado imobiliário americano *subprime* sobre o desempenho econômico-financeiro das empresas de capital aberto no Brasil

Resumo

Este artigo teve como objetivo verificar os efeitos que a crise do mercado imobiliário americano *subprime* iniciada em 2007 nos Estados Unidos teve sobre o desempenho econômico e financeiro de 153 empresas brasileiras de capital aberto, divididas em 15 setores de atividade, no período de 2000 a 2009. Para tanto, utilizou-se da análise temporal dos indicadores básicos de Liquidez, Estrutura de Capital, Rentabilidade e Retorno, bem como o indicador de Mercado, Lucro por Ação. Os resultados mostraram que o agravante da crise no ano de 2007 impactou na redução do nível de endividamento, em especial de longo prazo, das empresas brasileiras, devido à retração de crédito por parte das instituições financeiras e as incertezas do mercado, que, por conseqüência, dificultaram a captação de recursos pelas organizações. O mesmo ocorreu com a capacidade de pagamento de curto prazo das empresas uma vez que os resultados apresentaram diminuições significativas nos indicadores de liquidez corrente e seca. Pode-se concluir que o impacto maior foi na geração de resultados da empresa, uma vez que no ano de deflagração da crise houve uma queda acima de 80% no retorno médio sobre os ativos de todas as empresas e acima de 40% no retorno sobre o patrimônio líquido. O mesmo ocorreu com o lucro por ação das empresas cuja variação chegou a 1.009%.

Palavras-chave: Crise *Subprime*. Desempenho econômico e financeiro. Empresa de capital aberto

Área Temática: Novas tendências aplicadas à gestão de custos

1. Introdução

Desde o segundo semestre de 2007, os Estados Unidos da América apresentava sinais de crise acarretando grandes mudanças nos mercados globais e impactando de maneira importante os rumos da economia. Os problemas tiveram início já nos anos de 1997 e 2006 com os altos investimentos dos bancos americanos em títulos ligados ao mercado do chamado *subprime* que relacionavam à concessão de créditos imobiliários classificados, em termos de inadimplência, como de alto risco.

Até certo momento havia muitos compradores e muita concessão de crédito pelos bancos e o resultado foi maior oferta de imóveis e pouca demanda. Com o não recebimento das dívidas, os bancos não tinham assim condições de oferecer novos créditos, conseqüentemente, os correntistas e poupadores, apreensivos e com certa desconfiança, deixaram de negociar o que levou ao aumento da inadimplência e desvalorização dos imóveis e dos ativos financeiros associados às hipotecas americanas de alto risco.

Tal movimento levou a dimensões maiores, com contornos mundiais no setor financeiro com reflexos nas organizações.

Diante dessa situação político-econômica, Governos em todo o mundo, inclusive o governo brasileiro, adotaram diversas medidas – chamadas de medidas “anti-crise”, baseadas em renúncias fiscais e ações voltadas para o incentivo ao crédito, produção, consumo e manutenção ou crescimento do nível de emprego. Tais medidas, naturalmente, implicaram em

elevados custos para os governos que as adotaram, permitindo afirmar que, em última análise, tais custos são suportados pela própria sociedade envolvida.

Portanto, tendo em vista que a crise do *subprime* implicou em restrição de crédito e diminuição de demanda e considerando ainda a característica onerosa da estrutura econômica e financeira de grandes empresas; com custos elevados de manutenção e operação, grandes investimentos em infra-estrutura e necessidades de aportes de capital longo prazo cada vez maiores para manter sua estrutura de ativos e da relação direta com o mercado externo, como é o caso das empresas de capital aberto do Brasil, o estudo do efeito da crise do *subprime* sobre os indicadores econômicos e financeiros é vital para a competitividade das mesmas e, caso isso não ocorra, os riscos do mercado de capitais e financeiro, como inadimplência dos consumidores, redução de mercado e inibição de investimento poderão ser majorados, afetando, demasiadamente seu desempenho econômico-financeiro ao longo do tempo.

Com base nessas indagações, a questão geral a ser investigada pode ser caracterizada como “Em que medida a crise do mercado imobiliário americano *subprime*, iniciada no segundo semestre de 2007 nos Estados Unidos da América influenciou o desempenho econômico e financeiro das empresas de capital aberto no Brasil?”

Neste sentido, o objetivo geral desse trabalho é analisar os efeitos da crise do mercado imobiliário americano *subprime* sobre a situação econômica e financeira das empresas de capital aberto no Brasil

2. Referencial Teórico

2.1. A crise do mercado imobiliário americano *subprime*

O cenário econômico mundial apresenta uma série de incertezas desde o segundo semestre de 2007, acarretando grandes mudanças nos mercados globais e impactando de maneira importante os rumos da economia brasileira.

O início dos problemas está relacionado à crise imobiliária americana, que, segundo Alberini e Boguszewski (2008) se tornou gradativamente mais séria e danosa ao sistema financeiro mundial em meados de 2003. Para Barreto (2009) sua origem se deu no fim do ano 2000, quando o FED (*Federal Reserve System*) - o Banco Central Americano – numa tentativa de superar a crise das empresas “pontocom”, que atuavam fortemente via internet, cortou sua taxa básica de juros de 6,5% para 3,5% e, quando em seguida, para combater os efeitos negativos advindos dos atentados de 11 de setembro de 2001, continuou baixando a taxa, até chegar a 1% em julho de 2003.

Simultaneamente, com a baixa das taxas de juros, várias instituições bancárias deixaram de ser tão exigentes nas condições requeridas para conceder créditos. Adiciona-se à esses fatos, o avanço das negociações no mercado imobiliário no início de 2005. Segundo Barreto (2009), comprar uma ou mais de uma casa tornou-se um bom negócio, tanto para os doadores quanto para os tomadores desse crédito.

Tradicionalmente, o mercado de hipotecas residenciais nos Estados Unidos era dominado pelo segmento *prime*, que conta com regras relativamente rígidas de avaliação de crédito e limites do valor a ser financiado. No entanto, existem ainda outras duas categorias de crédito: a *alt-a* – classificação anterior entre a *prime* ou primeira linha – e o *subprime* – também conhecido como terceira linha. Segundo Wacker (2008), essas classificações são baseadas na proporção do pagamento inicial e na qualidade de crédito, de modo que financiamentos considerados *prime* são aqueles cujo valor é reduzido quando comparado ao preço do imóvel, sendo concedidos a mutuários com um bom histórico de crédito e renda suficiente para pagar as prestações do financiamento. Os financiamentos *alt-a*, por sua vez, são compreendidos entre os financiamentos *prime* e *subprime* em termos de qualidade de crédito e os mutuários *subprime* são aqueles cuja qualidade de crédito é reduzida para serem

enquadrados nas hipotecas de primeira linha. Os motivos podem incluir um histórico de crédito que apresenta problemas ou nível de renda muito baixo para fazer face aos pagamentos das prestações.

Diante do ambiente extremamente favorável daquele momento, as empresas financeiras especializadas no mercado imobiliário passaram a atender o segmento *subprime*.

Em 2006 e 2007, de acordo com Wacker (2008 apud ALBERINI e BOGUSZEWSKI, 2008), os bancos com uma classificação sólida de crédito conseguiam assumir dívidas a taxas muito baixas e garantir um rendimento extra, por meio da captação de recursos com a venda de títulos de dívida de curto prazo – conhecidos como *commercial papers* – e a posterior aplicação em títulos *subprime*. Com esse ambiente extremamente favorável, surgiu a chamada securitização que permitia aos bancos juntarem vários créditos em um único instrumento negociável. Essa inovação, que parece tão simples, permitiu aos bancos venderem parte do seu risco de crédito para outros bancos e investidores.

Em outras palavras, os gestores de fundos e bancos, em busca de rendimentos maiores, compravam das instituições que fizeram o primeiro empréstimo, os chamados "subprime" e permitiam que uma nova quantia em dinheiro fosse emprestada, antes mesmo de o primeiro empréstimo ter sido liquidado e, claro, também interessado em lucrar, um segundo gestor comprava o título adquirido pelo primeiro, e assim por diante, gerando uma cadeia de venda de títulos.

Berner (2007, apud Gontijo e Oliveira, 2010) explica que a partir do verão de 2006, o mercado de derivativos hipotecários *subprime* se deteriorava. Os preços dos imóveis começaram a declinar, enquanto as taxas de juros subiam (passou de 1% em março de 2004 para 5,25% no início do ano de 2006), eliminando os lucros fáceis antes obtidos com o refinanciamento dos empréstimos imobiliários. Para piorar a situação, a maior parte das hipotecas *subprime* possuía taxas de juros reajustáveis. Segundo Alberini e Boguszewski (2008) significa que um contrato de financiamento contava com reduzida taxa de juros fixa nos primeiros dois a cinco anos, posteriormente reajustada para os níveis de mercado considerados justos para o respectivo mutuário. As taxas reajustáveis, segundo Wacker (2008 apud ALBERINI e BOGUSZEWSKI, 2008), são normalmente bem mais elevadas que as taxas de juros iniciais e situam-se além da capacidade de pagamento dos mutuários. Como resultado teve-se o aumento nos atrasos, aumento da inadimplência e queda nos preços, comprometendo o sistema bancário americano, restringindo a liquidez, diminuindo o consumo e o lucro das empresas, num círculo vicioso.

Como reação, os bancos centrais americano e europeu agiram rapidamente, fornecendo liquidez aos mercados para evitar um colapso financeiro imediato, e o Banco Central Americano iniciou uma agressiva redução das taxas de juros conforme afirma Gontijo e Oliveira (2010, p. 18):

“[...] tem-se assistido a uma sucessão de ‘pacotes’ de medidas de política econômica lançados pelos países desenvolvidos, envolvendo injeções de liquidez, cortes dos juros, renúncia tributária, ampliação dos gastos públicos e estatização de instituições financeiras, na tentativa de reverter o colapso do sistema financeiro e o aprofundamento da recessão.”

Contudo, na opinião de Alberini e Boguszewski (2008) essas medidas não foram o suficiente para evitar a crise. A incerteza do cenário econômico mundial havia apresentado uma série de mudanças nos mercados globais impactando de maneira importante os rumos da economia. Somou-se àqueles problemas a decisão do Tesouro norte-americano de não socorrer o *Lehman Brothers*, considerado pelo mercado financeiro como *Too Big to Fail* (Grande Demais para Quebrar) que levou o pedido de concordata, na “segunda-feira negra”, dia 15 de setembro de 2008, desencadeando o pânico no mercado financeiro.

A partir desse momento, a crise era de fato “real” para o resto do mundo. Os balanços das instituições financeiras apresentavam em 2008 vultuosos prejuízos em razão de seu envolvimento com o mercado de derivativos das hipotecas *subprime* (GONÇALVES e OLIVEIRA, 2010).

No Brasil não foi diferente, o primeiro impacto direto da crise do *subprime*, segundo o professor Filgueiras (2008) e Pereira (2009) foi registrado pela Bolsa de Valores de São Paulo que, no segundo semestre de 2007, chegou a apresentar queda de quase 10% ao longo de um único dia. Para Torres Filho (2008), a crise do *subprime* provocou projeções de crescimento menores para o ano de 2008, e uma crescente desaceleração nas atividades ao longo deste ano.

Por outro lado, autores como Alberini e Boguszewski (2008) ressaltam que, dada às mudanças econômicas que vem passando o Brasil desde a década de 90, como redução dos juros reais e aumento das reservas internacionais, a crise do *subprime* não trouxe consequências sérias ao país.

O fato é que a crise do *subprime*, concentrada basicamente na falta de confiança e de liquidez, possui desdobramentos ainda difíceis de serem mensurados e são poucos os estudos empíricos que tratam dos seus efeitos sobre as empresas de capital aberto no Brasil.

2.2. Competitividade e indicadores de desempenho

Competitividade, segundo Ferraz et al. (1996) é vista como a capacidade da empresa em formular e implementar estratégias concorrenciais que lhes permitam ampliar ou conservar, de forma duradoura, uma posição sustentável no mercado.

Um conceito para competitividade, mas pouco abordado na literatura empresarial, associa competitividade ao desempenho das exportações industriais: “são competitivas as indústrias que ampliam sua participação na oferta internacional de determinados produtos” (HAGUENAUER, 1989, p. 2). Segundo Gonçalves (1987 apud HAGUENAUER, 1989), sob esse enfoque a competitividade pode ser analisada tanto no nível das empresas quanto no dos países, abrangendo não só as condições de produção como todos os fatores que inibem ou ampliam as exportações de produtos, como as políticas cambial, fiscal e comercial; o efeito conjuntura internacional (taxa de crescimento do comércio mundial, crises econômicas, guerras); a eficiência dos canais de comercialização e dos sistemas de financiamento; e acordos internacionais (entre países ou empresas).

Diante dos conceitos abordados, pode-se inferir que uma empresa terá desempenho se for competitiva e vice-versa, porque ambos os conceitos são relacionados. Assim, a competitividade pode ser vista também como o desempenho de uma empresa ou produto em que a predição do potencial competitivo recai sobre a capacidade da empresa de responder, de modo adequado, a alterações no ambiente (decisões de políticas públicas e forças de mercado).

Observa-se, portanto, que os conceitos dados para o termo competitividade relacionam-se diretamente com o termo desempenho e este, segundo Santos (2004) e Ferraz et al. (1996), é influenciado não apenas por fatores internos, mas também por fatores externos à empresa, como as mudanças no ambiente financeiro (crises internacionais).

Santos (2004) e Cesário (2003) ressaltam ainda que o desempenho das empresas como fator para sua competitividade é um conceito dinâmico que pode ser determinado por fatores sistêmicos, estruturais e internos (ou empresariais): 1) sistêmico, relacionada à intervenção do Estado, isto é, às políticas públicas. Relaciona-se também com a estrutura produtiva, social, cultural, jurídica, institucional e econômica do país e sua inserção no cenário mundial; 2) estrutural, ligada às características específicas de determinados ramos de atividades, característica do mercado consumidor, acesso à matéria-prima e grau de concorrência; e 3) empresarial, relacionada às características e recursos específicos de cada empresa ou unidade

de negócio, como capacidade gerencial, operacional e financeira, porte da empresa e tecnologia empregada. Esses fatores são analisados tendo como base os indicadores econômicos e financeiros.

Devido ao grau de dependência entre os fatores sistêmicos, estruturais e internos, é importante ressaltar que eles não devem ser considerados isoladamente. Assim, as variáveis externas à empresa, como concorrência do mercado, crises internacionais e instituições de políticas públicas, podem ter influência direta sobre o desempenho das empresas, cujos efeitos serão sentidos na formação e alocação dos custos operacionais e financeiros, na formação do preço final ao consumidor, no resultado da empresa e nas decisões de investimento.

Da mesma forma, Benites e Pitaluga (s. d.) relataram que a empresa necessita encontrar uma maneira eficaz de conduzir suas atividades, de modo que consiga aumentar sua lucratividade e a rentabilidade, o que permitirá atuar de forma competitiva no mercado. Para Montgomery e Porter (1998 apud BENITES; PITALUGA (s. d.) sustentar a vantagem competitiva traduz-se como diminuição dos custos financeiros e operacionais e elevação da produtividade e da rentabilidade, pois ela está associada à melhoria da qualidade, eficiência no processo produtivo, que em geral, resumem o desempenho das empresas.

Em termos gerais, as teorias focalizam o desempenho em função de vários indicadores, tanto qualitativos quanto quantitativos, no qual o ato de medir é executado mantendo os procedimentos propostos por modelos genéricos.

Autores como Abras e Bertucci (2004), Kassai (2002), Urdan (1999), Beuren e Gibbon (2001), Fairfield e Yohn (2001), Olujide (2000), Echevaria (1997), Feroz et al. (2003) e Capon et al. (1990 citados por SANTANA, 2005) afirmaram que a análise de indicadores é um elemento na administração financeira que poderá ser usado na avaliação de desempenho das empresas. Para o referido autor, além dos indicadores clássicos de desempenho como o Retorno sobre o Ativo e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido, o desempenho pode facilmente ser medido por outros indicadores como de liquidez, endividamento, expectativa de crescimento das vendas, dentre outros.

3. Metodologia

3.1. Amostra dos dados

A amostra abrangeu 153 empresas do setor industrial divididas em 15 setores de atividades, cotadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), no período de 2000 a 2009, sendo os dados coletados no banco de dados do sistema Econômica. A escolha do período justifica-se considerando o início de sua origem que se deu no fim do ano 2000 e deflagrou de fato em 2007, nos Estados Unidos, segundo Barreto (2009).

Para facilitar a disposição dos dados reagrupou-se as empresas de cada setor de atividade que tinham alguma característica em comum e classificadas em categorias de empresas. Assim, agruparam-se as empresas que tinham como atividade a indústria, as empresas de comércio e as empresas de prestação de serviços, como pode ser observado na tabela 1.

Tabela 1 - Amostra das empresas industriais distribuídos por setor de atividade

Categoria de empresa	Setor de Atividade	Número de Empresas	Porcentagem
Indústria	Alimentos e Bebidas	13	8,50%
	Construção	7	4,58%
	Eletroeletrônico	5	3,27%
	Máquinas Industriais	4	2,61%

	Mineração	4	2,61%
	Outros	20	13,07%
	Papel e Celulose	5	3,27%
	Petróleo e Gás	6	3,92%
	Química	12	7,84%
	Siderurgia	21	13,73%
	Têxtil	19	12,42%
	Veículos e Peças	14	9,15%
Comércio	Comércio	5	3,27%
Serviço	Telecomunicações	3	1,96%
	Energia	15	9,80%
Total		153	100%

Fonte: elaborado pelos autores com base no banco de dados da Economática

Foram utilizados os demonstrativos não-consolidados, medidos em valores contábeis, ajustados pelo Índice Geral de Preços (IGP-DI) na data de 31/12/2009, em milhares de reais, da Fundação Getúlio Vargas a exemplo dos trabalhos de Plata et. al. (2005) e Abreu (2004).

Quanto ao tratamento dos *outliers*, foram excluídas as empresas que apresentaram indicadores contábeis nulos ou zeros e eliminadas aquelas que não possuem todas as informações disponíveis no período de análise.

Os resultados da análise das variáveis foram obtidos por meio do *Software* SPSS, versão 06.

3.2 Definição das variáveis

Foram analisados os indicadores econômicos e financeiros básicos propostos por Marion (2009): Liquidez (solvência), Endividamento (estrutura de capital), Produtividade, Atividade e indicadores de Retorno e de Rentabilidade. Analisou-se ainda o indicador de Mercado, Lucro por Ação. Segundo Matias e Campello (2000), o emprego destes índices são amplamente difundido como recurso para expressar quantitativamente relações entre variáveis, em função de sua propriedade de homogeneizar valores absolutos muito diversos para posteriores comparações e por expressar relações entre variáveis.

A tabela 2 especifica a formulação desses indicadores e o resultado esperado diante da deflagração da crise.

Tabela 2. Variáveis utilizadas e resultado esperado

Indicador		Fórmula/Proxy	Relação Esperada
Liquidez	Liquidez Corrente (LC)	Ativo circulante/Passivo Circulante	Diminuição
	Liquidez Seca (LS)	(Ativo circulante – Estoques)/Passivo Circulante	Diminuição
	Liquidez Geral (LG)	Ativo circulante/Passivo Circulante	Diminuição
Endividamento (Estrutura de Capital)	Índice de Endividamento Geral (EG)	Exigível Total/Ativo total	Diminuição
	Participação do Capital de Terceiros (EG1)	Exigível Total/Patrimônio Líquido	Diminuição/Aumento
	Imobilização dos recursos Permanentes	Ativo Permanente/Patrimônio Líquido	Diminuição
	Composição da Dívida (CD)	Passivo Circulante/Exigível Total	Aumento
Rentabilidade e	Retorno sobre os Ativos	Lucro Líquido/Ativo Total	Diminuição

Retorno	(ROA)		
	Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	Lucro Líquido/Patrimônio Líquido	Diminuição
Indicador de Mercado	Lucro por Ação (LPA)	Lucro Líquido/número de Ações emitidas	Diminuição

Fonte: elaborado pelos autores com base no banco de dados da Economatica

4. Resultados e discussão

4.1. Análise descritiva das variáveis

Na Tabela 3 apresentam-se os indicadores médios, em milhares de reais, das variáveis *proxies* para desempenho calculados a partir das informações constantes dos demonstrativos financeiros para todas as empresas, no período de 2000 a 2009. Ressalta-se que os indicadores demonstrados na Tabela 3 são os resultados finais após a eliminação dos *outliers* realizada na análise descritiva da amostra.

Tabela 3. Estatísticas descritivas das variáveis (em milhares)

	Média	Máximo	Mínimo	Desvio-padrão
Liquidez Corrente (LC)	1,63	6,56	0,33	2,02
Liquidez Seca (LS)	1,43	5,98	0,63	2,11
Liquidez Geral (LG)	12,36	198,46	-38,15	63,61
Exigível Geral (EG)	82,61	411,52	52,75	117,08
Participação no capital de Terceiros (EG1)	249,52	1.396,63	115,28	581,41
Imobilização dos Recursos Permanente (IRP)	70,47	323,92	107,12	135,99
Composição da Dívida (CD)	33,88	231.208,48	27,05	18,29
Retorno do Ativo (ROA)	16,41	25.177,11	50,08	49,23
Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	7,93	24,64	-13,66	17,86
Lucro por Ação (LPA)	-5,21	36,44	-169,34	53,04

Fonte: Elaborado pelos autores.

Percebe-se uma relativa diferença de magnitude entre as unidades que compõem a amostra dado pela heterogeneidade das indústrias, considerando-se que a amostra é formada por empresas selecionadas em 15 ramos de atividade diferentes.

Todos os indicadores de Liquidez apresentaram valores acima de 1,0, o que é considerado bom dado que as empresas, no geral, estão conseguindo saldar seus compromissos de curto prazo e, exceto o indicador de Liquidez Geral, os outros dois apresentaram valores mínimos razoáveis, ou seja, valores positivos.

Os indicadores de endividamento, apesar de apresentarem um índice elevado (acima de 50%), representam de fato a média de endividamento das empresas brasileiras, corroborando assim com os resultados divulgados no artigo “Melhores e Maiores”, publicado pela Revista Exame em 2008, segundo o qual as empresas brasileiras utilizavam mais de 57% de capital de terceiros para constituir seu Ativo. Ressalta-se que, o endividamento de alguns países desenvolvidos o endividamento geral chega à 60%. Isso se deve à necessidade de imperiosa de renovação do Ativo para torná-lo mais competitivo (MARION, 2009).

Atenção, contudo, deve ser dada ao indicador Participação do Capital de Terceiros (EG1) que mede a proporção dos recursos de Longo e Curto Prazo em relação aos recursos próprios da empresa. A média para as empresas indicou que a relação entre recursos de terceiros e recursos próprios é acima de 200%, o que é preocupante, uma vez que um alto grau

de endividamento pode levar à maior risco financeiro e maior possibilidade de inadimplência, principalmente se esses recursos estiverem sendo usados para financiar somente o ativo financeiro e operacional da empresa.

A análise dos indicadores da estrutura de capital deve ainda ser ponderada pelo desvio-padrão alto apresentado, ressaltando novamente a heterogeneidade da amostra.

Os indicadores de Retorno e Rentabilidade apresentaram valores relevantes, se comparado com a média nacional, indicando que, em média, o retorno líquido sobre o ativo total e sobre o patrimônio foram de 16,41% e 7,93%. Já o indicador de mercado Lucro por Ação apresentou valores preocupantes na média, dado o resultado negativo dessas empresas ao longo dos anos. Ressalta-se, contudo, que o resultado negativo pode ter sido elevado por um grupo de empresas ou por apenas um setor, uma vez que o LPA apresentou uma alta variabilidade nos resultados.

Em geral, verifica-se que dos 10 indicadores analisados, apenas o indicador de estrutura de capital “Composição da Dívida” não apresentou desvio-padrão acima da média, o que ressalta novamente a heterogeneidade das empresas em cada setor e a variação dos indicadores analisados ao longo do período analisado (nove anos), o que pode ser percebido pela tabela 4 que apresenta a média dos indicadores para todas as 153 empresas (sem classificação setorial) no período de 2000 à 2009 .

Tabela 4. Média dos indicadores econômicos e financeiros da amostra no período de 2000 a 2009 (em milhares)

Indicadores	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
LC	1,06	2,46	1,49	2,49	1,36	1,41	1,47	1,39	1,54	1,61
LS	0,77	2,88	1,05	2,19	1,03	1,10	1,61	1,10	1,22	1,32
LG	-26,71	56,82	1,08	1,15	1,17	1,17	1,21	51,54	25,53	10,64
EG	55,91	58,21	82,37	132,53	101,59	87,48	75,68	69,09	80,24	82,97
EG1	138,98	206,17	231,69	192,85	256,18	147,98	362,87	275,06	339,91	343,48
IRP	79,17	106,31	94,33	92,18	114,55	68,26	79,30	20,57	26,57	23,50
CD	45,58	38,26	42,26	58,85	47,02	44,49	43,57	6,25	6,15	6,41
ROA	56,39	0,32	3,50	22,01	22,77	25,71	26,99	2,27	1,89	2,26
ROE	6,71	6,35	4,42	11,41	12,51	13,80	11,58	6,02	1,91	4,59
LPA	2,18	0,52	-0,30	1,12	1,86	1,68	1,68	-22,89	-14,83	-23,14

Fonte: Elaborado pelos autores.

4.2. Resultado para os Indicadores Econômicos e Financeiros

4.2.1. Indicadores de Liquidez

Os índices de liquidez são indicadores financeiros utilizados para avaliar a capacidade de pagamento da empresa, ou seja, constituem julgamento se a empresa tem ou não a capacidade de honrar suas obrigações junto a terceiros (MARION, 2002).

Analisando a média geral das 153 empresas ao longo dos anos de 2000 e 2009, percebe-se um aumento de 52% e 72% nos indicadores de Liquidez Corrente e Liquidez Seca, respectivamente e uma queda de 139% no indicador de Liquidez Geral, nesse mesmo período. No entanto, o objetivo desse trabalho é analisar os efeitos da crise *subprime*, iniciada em 2007 sobre os indicadores econômicos e financeiros, como a Liquidez.

Nesse sentido, analisando as categorias separadamente, observou-se uma queda na LC e LS das empresas industriais de 7 e 52%, respectivamente de 2006 para 2007 e posteriormente, um aumento de 16% e 17% nesses mesmos indicadores no ano de 2007 para 2008. O mesmo comportamento foi observado nas empresas prestadoras de Serviços (queda de 10 e 11% na LC e LS de 2006 para 2007 e, aumento de 18 e 19% no ano subsequente). Já para as empresas comerciais, o comportamento foi diferente; não houve variação no ano de

transição da crise e de 2007 para 2008 houve uma queda de 2 e 5% na LC e LC, respectivamente. Esses resultados podem ser visualizados na Figura 1.

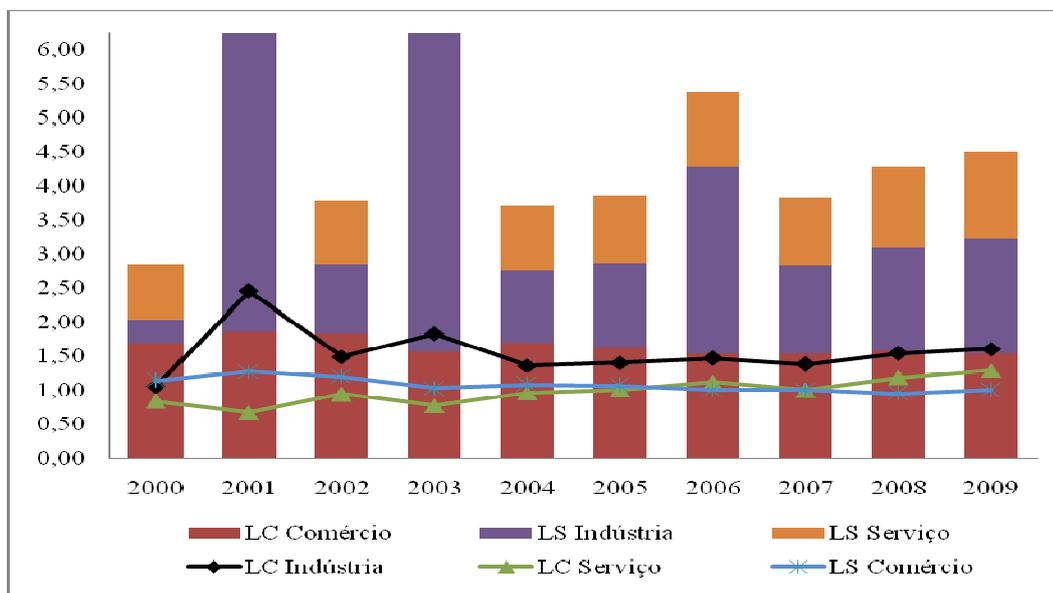


Figura 1. Indicadores médios de Liquidez Corrente e Seca para as empresas de Indústria, Comércio e Serviços

Já para o indicador de Liquidez Geral, o comportamento foi diferente em todas as categorias de empresas. Nas empresas Industriais, houve um aumento na ordem de 110% de 2006 para 2007 e uma queda de 51% no ano posterior (2007 para 2008). Nas empresas de comércio novamente não houve variação na LG no período 2006-2007, mas houve uma queda de 9% no período 2007-2008 e, para as empresas prestadoras de Serviço ocorreu o contrário, houve uma queda de 9% de 2006 para 2007 na LG e um ligeiro aumento de 1% no ano posterior.

Pode-se dizer que, se levarmos em consideração o ano de deflagração da crise e seus efeitos em outros países, como o Brasil, o impacto foi negativo no que se refere à liquidez ou capacidade de solvências das empresas brasileiras.

4.2.2. Indicadores de Endividamento (estrutura de capital)

Os índices de endividamento são também indicadores financeiros que representam a formação da estrutura de capital da empresa e avaliam a capacidade de cumprir com seus compromissos financeiros assumidos, principalmente os de longo prazo (SATO, 2007).

Segundo Iudícibus (1998, p. 103) “os indicadores de endividamento são de muita importância, pois indica a relação de dependência da empresa em relação ao capital de terceiros”. Marion (2002) e Iudícibus (1998) acrescentam ainda que a proporção favorável seria de maior endividamento a longo prazo, pois propiciaria à empresa mais tempo para que tenha condições de gerir recursos para saldar suas obrigações.

Neste sentido, analisando a média geral das 153 empresas ao longo dos anos de 2000 e 2009, percebe-se queda de 8,71% no indicador de Endividamento geral (EG); de 24,2% no indicador composição da dívida (EG1); 74% na Imobilização dos Recursos Permanentes e, por fim, queda de 85,6% na composição da dívida. Esses resultados indicam que, no geral, ao longo desse período a estrutura de endividamento das empresas têm caído, principalmente

endividamento de longo prazo, o que, segundo Marion (2002) e Iudícibus (1998) não é aconselhável.

A tabela abaixo apresenta os resultados das variações médias dos indicadores de endividamento calculados para as empresas industriais, de comércio e serviços.

Tabela 5. Variação Média (%) anual dos indicadores de endividamento da amostra no período de deflagração da crise (2006-2007 e 2007-2008).

Indicador Financeiro	Variação anual deflagração da crise			
	Indústria	Comércio	Serviços	
Exigível Geral (EG)	2006-2007	-14,99%	0,00%	-3,95%
	2007-2008	29,77%	0,11%	6,96%
Participação no capital de Terceiros (EG1)	2006-2007	-36,71%	0,00%	11,12%
	2007-2008	29,28%	12,68%	21,06%
Imobilização dos Recursos Permanente (IRP)	2006-2007	-49,52%	-97,54%	-98,11%
	2007-2008	30,23%	18,83%	-6,01%
Composição da Dívida (CD)	2006-2007	-70,20%	-98,37%	-86,90%
	2007-2008	-3,17%	0,72%	3,14%

Fonte: Elaborado pelos autores.

Percebe-se que, com exceção do indicador participação do capital de terceiros, todos os demais indicadores das empresas industriais, de comércio e prestadoras e serviços apresentaram queda no período de 2007 ou permaneceram com variação nula (caso dos indicadores EG e EG1 das empresas comerciais). O mesmo não ocorreu no período posterior (2007 para 2008) e apenas o indicador IRP das empresas prestadoras de serviço e Composição da Dívida, das empresas industriais apresentaram queda de 6,01% e 3,17%, respectivamente.

Estes resultados demonstram que com a deflagração da crise as empresas em geral continuaram a diminuir o nível de endividamento e esse fato ficou claro no período de sua deflagração, ou seja, em 2007, corroborando, assim, com os estudos de Silva, Cardoso e Toledo Filho (2010) o qual demonstraram uma redução do nível de endividamento das maiores empresas brasileiras de capital aberto, que, segundo os autores são consequências da retração de crédito por parte das instituições financeiras e das incertezas do mercado, que por consequência dificultaram a captação de recursos pelas organizações.

4.2.3. Indicadores de Rentabilidade e Retorno

Diferentemente dos indicadores de Liquidez e Endividamento, os indicadores de retorno e rentabilidade são indicadores econômicos focados na geração de resultados da empresa. Ambos foram amplamente utilizados por autores como Abras e Bertucci (2004), Kassai (2002), Urdan (1999), Beuren e Gibbon (2001), Fairfield e Yohn (2001), Olujide (2000), Echevaria (1997), Feroz et al. (2003) e Capon et al. (1990 citados por SANTANA, 2005) como variáveis *proxies* para avaliação de desempenho das empresas.

O retorno sobre o ativo (ROA) é considerado como um dos quocientes individuais mais importantes da análise de empresas, uma vez que mostra o desempenho da empresa de uma forma global. Ele representa o potencial de geração de lucros da empresa, isto é, quanto a empresa obteve de lucro líquido em relação aos investimentos totais. Já o indicador de rentabilidade ROE demonstra a rentabilidade não em cima dos recursos totais da empresa, mas sim, em cima dos recursos dos acionistas.

A análise geral de ambos os indicadores mostrou que, em média, as empresas não conseguiram manter a rentabilidade dos seus ativos e do seu capital próprio ao longo dos nove

anos analisados (apresentou queda de 96% e 32% no ROA e no ROE, respectivamente). No entanto, análise mais detalhada mostra que essa queda foi influenciada justamente no ano de deflagração da crise, em 2007, ou seja, houve uma queda na média do ROA e do ROE em todas as empresas após a crise *subprime*. Nas indústrias, a queda no ROA e no ROE no período 2006 a 2007 foi de 83 e 42%, respectivamente. No comércio, houve uma queda de 94 e 53% nesses mesmos indicadores e por fim, nas empresas prestadoras de serviços a queda foi de 87 e 45%, respectivamente.

As figuras 2a. e 2b. demonstram esses resultados.

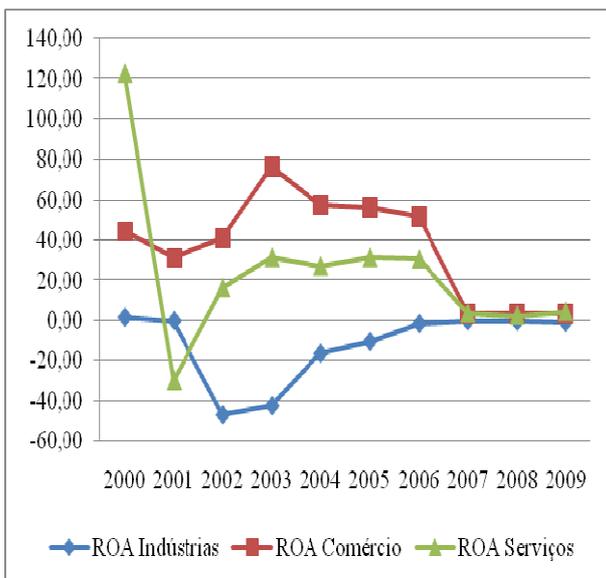


Figura 2a. Indicadores médios do ROA da Indústria, Comércio e Serviços

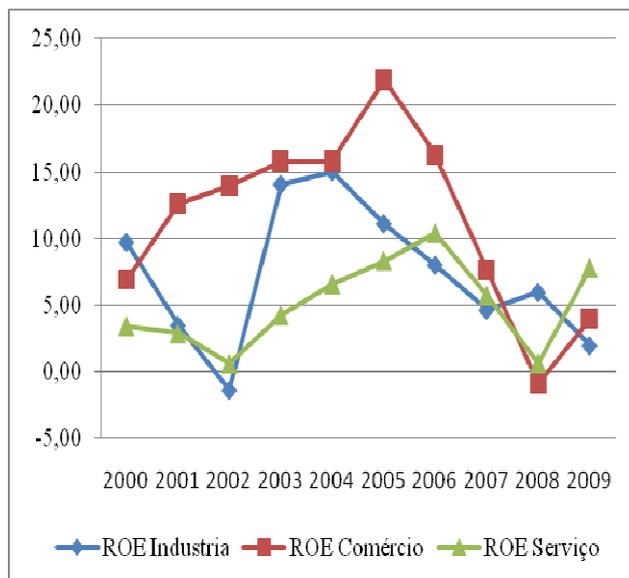


Figura 2b. Indicadores médios do ROE das Indústrias, Comércio e Serviços

Os resultados dessa análise confirmaram as expectativas teóricas, uma vez que já se esperava uma diminuição nos indicadores de rentabilidade e retorno com a crise financeira.

4.2.4. Indicadores de Mercado

O indicador de mercado analisado foi o Lucro Por Ação. É um indicador de rentabilidade da ação, ou seja, quanto que o investidor ganha por ação levando em consideração o lucro líquido distribuídos aos acionistas.

Analisando as categorias separadamente, observou-se uma queda no LPA das empresas industriais de 1.009% em 2006 para 2007 e de 3,4% nesse mesmo indicador no ano de 2007 para 2008. O mesmo comportamento foi observado nas empresas prestadoras de Serviços (queda de 8,3% de 2006 para 2007 e, 0,3% no ano subsequente). Já para as empresas comerciais, o comportamento foi diferente; houve aumento no ano de transição da crise de 29,1% e de 2007 para 2008 houve uma queda de 3,4% no LPA.

5. Conclusões

Observou-se que a crise do mercado imobiliário conhecida como subprime iniciada nos Estados Unidos no segundo semestre de 2007 trouxe consequências negativas para o desempenho econômico e financeira das empresas brasileiras de capital aberto. O impacto negativo da crise nos indicadores de liquidez refletem a redução na solvência da maior parte das empresas analisadas. Devido à retração de crédito por parte das instituições financeiras e as incertezas do mercado, também evidenciou-se neste trabalho uma queda nos índices de

endividamentos. A deflagração da crise em 2007 acarretou instabilidade no retorno sobre os investimentos das empresas em questão, confirmando a expectativa da crise financeira. Conseqüentemente, a queda também ocorreu no lucro distribuído aos acionistas, o LPA.

De forma geral os resultados atingiram as expectativas teóricas, ou seja, houve impactos negativos em todos os indicadores de desempenho econômico e financeiro.

Referências Bibliográficas

ABREU, A. F. **Um estudo sobre a estrutura de capital e a política de dividendos considerando a tributação brasileira.** p. 234. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria) – Universidade de São Paulo, São Paulo, SP. 2004

BEUREN, I. M.; GIBBON, A. R. de O. Controles estratégicos e operacionais de gestão. In: ENCONTRO NACIONAL DE ADMINISTRAÇÃO, 2., 2001, Campinas. **Anais ...** Campinas, SP: ANPAD, 2001. CD-ROM.

FAMA, R.; MELHER, S. Estrutura de capital na América Latina: existiria uma correlação com o lucro das empresas. IV SEMEAD. **Anais** 1999. P. 19.

FERRAZ, J. C.; KUPFER, D.; HAGUENAUER, L. **Made in Brasil.** Rio de Janeiro: Campus, 1996.

GUJARATI, D. **Econometria Básica.** 4ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006. 812 p.

HAGUENAUER, L. **Competitividade:** conceitos e medidas: uma resenha da bibliografia recente com ênfase no caso brasileiro. Rio de Janeiro: Universidade Federal do Rio de Janeiro; Instituto de Economia Industrial, agosto de 1989. (Texto para discussão nº. 221).

HAGUENAUER, L. **Competitividade:** conceitos e medidas: uma resenha da bibliografia recente com ênfase no caso brasileiro. Rio de Janeiro: Universidade Federal do Rio de Janeiro; Instituto de Economia Industrial, agosto de 1989. (Texto para discussão nº. 221).

HAUSMAN, J. A. *Specification Tests in Econometrics. Econometrica.* v. 46, p. 1254-1271, 1978

KASSAI, S. **Utilização da análise por envoltória de dados (DEA) na análise de demonstrações contábeis.** 2002. 350 f. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

MARIO, P do C. **Contribuição ao estudo da solvência empresarial: uma análise de modelos de previsão – estudo exploratório aplicado em empresas mineiras.** p. 227. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria) – Universidade de São Paulo, São Paulo, SP. 2002.

PLATA, L. E. A.; SPAROVEK, G.; REYDON, B. P.; GOLDSZMIDT, R. G. B.; MAULE, R. Metodologia para determinar e prever o preço da terra em mercados específicos: o caso de uma Zona Homogênea do Maranhão. In: XLIII CONGRESSO DA SOBER. **Anais ...** Ribeirão Preto, SP, SOBER, 2005.

SILVA, J. O. da.; CARDOSO, R. dos S.; TOLEDO FILHO, J. R. Impacto da crise do *subprime* no endividamento das maiores empresas brasileiras. **Revista Pensar Contábil,**

Rio de Janeiro, v.12, n 47. P.16-25, jan/mar.2010. Disponível em
<WWW.websserver.falnatal.com.br/revista_nova/a4_v2/artigo_12.pd.>

SANTANA, W. Determinantes do desempenho financeiro das empresas públicas municipais prestadoras dos serviços de água e saneamento no brasil. 2005. 124 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade de Brasília, Brasília, 2005.

SANTOS, M. dos. A informação como fator de competitividade: desafios para as pequenas e médias empresas. 2004. Dissertação (Mestrado) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2004.

URDAN, F T. Determinantes do desempenho financeiro em empresas brasileiras: o ambiente, a estratégia e a organização. Ribeirão Preto, SP: FEA-USP,. TD-A/3-1999. (Texto para discussão. Série Administração).

WOOLDRIDGE, J. M. Introdução à Econometria: uma abordagem moderna. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006. 684 p.