UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DE RIBEIRÃO PRETO
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

LEVANTAMENTO DOS FATORES DETERMINANTES DA ESTRUTURA
DE CAPITAL DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

CAROLINA MACAGNANI DOS SANTOS

Orientador: Prof. Dr. Tabajara Pimenta Júnior

Ribeirão Preto
2006

Reitora da Universidade de São Paulo
Profa. Dra. Suely Vilela

Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto
Prof. Dr. Marcos Cortez Campomar

Chefe do Departamento de Administração
Prof. Dr. Marcio Mattos Borges de Oliveira

FICHA CATALOGRÁFICA

Santos, Carolina Macagnani

Levantamento dos fatores determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras.

Ribeirão Preto, 2006.

122 p. : il. ; 30cm

Dissertação de Mestrado, apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo.

Orientador: Prof. Dr. Tabajara Pimenta Júnior.

1. Administração financeira. 2. Estrutura de capital. 3. Custo de capital. 4. Endividamento.

CAROLINA MACAGNANI DOS SANTOS

**LEVANTAMENTO DOS FATORES DETERMINANTES DA ESTRUTURA
DE CAPITAL DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada ao Mestrado do Programa de Pós-Graduação em Administração de Organizações do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo.

Orientador: Prof. Dr. Tabajara Pimenta Júnior

RIBEIRÃO PRETO
2006

Aos meus pais, Luiz Sérgio e Yeda, e à minha irmã, Gabriela, fontes inesgotáveis de amor e inspiração.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, que são o exemplo da conquista que é obtida com perseverança e amor e à minha irmã, cujo sorriso ilumina meus dias. As três pessoas mais importantes da minha vida, que me fazem acreditar que Deus existe e está por perto, sempre.

Agradeço também a duas pessoas especiais, Renata e Zetinha, por me ampararem nos momentos em que mais preciso e por compartilharem comigo todas as alegrias, que não são poucas. Por me ensinarem que o amor que surge de uma amizade é eterno.

Ao Tabajara, a quem eu jamais conseguirei, por meio de palavras, agradecer de forma justa. Pela amizade, carinho, confiança, paciência e pela sua presença tão especial em minha vida, serei eternamente grata.

Ao Prof. Dr. Alberto Borges Matias, por todo o conhecimento compartilhado desde os primeiros anos de faculdade, pelo otimismo e por ter me ensinado que nada é tão difícil que não possa ser realizado.

Aos meus amigos, companheiros de angústia e de muitas risadas: Roseli, Vinícius, Amanda, Luciano, Ana Luiza, Mariana, Luciana, Marcos, Juliana, Eduardo e Márcia. Todos sempre presentes em minha vida, mesmo que em pensamento, mas fazendo toda a diferença.

Ao Prof. Dr. Fabiano Guasti Lima por ter aceito participar da banca examinadora do trabalho e pelas importantes e cuidadosas sugestões feitas durante a qualificação.

Agradecimentos também aos funcionários da pós-graduação da FEA-RP, em especial, ao Eduardo Castaldelli Júnior, que desde a época da graduação, não economizou esforços ao ajudar os alunos com muita paciência e dedicação.

Finalmente, agradeço a Deus, por me deixar sentir Sua presença tão constante em minha vida.

*“É preciso ter caos e frenesi dentro de si para
dar à luz uma estrela dançante.”*

Friedrich Nietzsche

RESUMO

As empresas podem financiar suas atividades por meio da utilização de recursos próprios e de terceiros, que juntos, formam a sua estrutura de capital. Na literatura financeira, o estudo sobre a estrutura de capital teve como marco a publicação do trabalho de Modigliani e Miller (1958), e desde então, vem sendo amplamente debatido no meio acadêmico. Todavia, pouco se concluiu a respeito dos fatores que determinam a estrutura de capital das organizações. O presente trabalho, procurou, por meio da aplicação de questionários em uma população composta por 356 empresas brasileiras de capital aberto, investigar os fatores que são determinantes na escolha das fontes de recursos de longo prazo utilizadas pelas organizações. Os questionários foram enviados para os e-mails do departamento de Relações com Investidores e da população, resultou uma amostra composta por 40 empresas que responderam os questionários. Tal amostra foi classificada como não-probabilística, o que impede que seus resultados sejam generalizados à população. Os setores de utilidade pública, materiais básicos e consumo cíclico foram responsáveis, juntos, por 63% do total de questionários respondidos. Diferente do que se esperava em relação à teoria mais utilizada pelas organizações na definição da estrutura de capital, o oportunismo foi considerado apenas por 13% das empresas, enquanto que a adoção de uma estrutura meta de capital foi a opção de metade da amostra. A teoria da hierarquia de fontes de recursos foi a escolha de 28% das empresas analisadas. Quanto aos motivos que levam as empresas a não utilizar o mercado de capitais, a não necessidade de captação de altos volumes, a excessiva burocracia e os elevados custos operacionais foram os considerados mais importantes pelas empresas analisadas. Por outro lado, esse mercado foi considerado uma fonte de recursos com custos atraentes (sendo o principal motivo da utilização do mercado de capitais para 25% das empresas). Estratégia de crescimento e/ou valorização da empresa, bem como maior visibilidade no mercado financeiro, também justificam a utilização do mercado de capitais pelas empresas pesquisadas. Os custos de transação foram considerados o fator que mais afeta a formação da estrutura de capital por 23% das empresas da amostra, o que é condizente com a importância dos juros na escolha das fontes de recursos. Flexibilidade financeira foi a segunda opção de 15% das empresas; rating e benefícios fiscais da dívida foram considerados a terceira opção para 13% das companhias da amostra. Percebeu-se que alguns resultados obtidos foram condizentes com as expectativas, outros não. A limitação do presente trabalho encontra-se na quantidade de empresas que compuseram a amostra, ficando como principal sugestão para trabalhos futuros, uma forma de aplicação de questionários mais abrangente.

Palavras-chave: Administração financeira, Estrutura de capital, Custo de capital, Endividamento, Levantamento.

ABSTRACT

One of the most contentious issues in the theory of finance has been the theory of capital structure. In recent years, a number of theories have been proposed to explain the variation in debt ratio across firms. The theories suggest that firms select their capital structure depending on attributes that determine the various costs and benefits associated with debt and equity financing. Modigliani e Miller (1958) showed that capital structure decisions do not affect firm value when capital markets are perfect and when corporate and personal taxes do not exist. However, when one or more of the M&M assumptions are relaxed, many authors demonstrate how firm value may vary with changes in the debt-equity mix. Since the discussion regarding to the capital structure of the firms is not finished in financial literature, the aim of this study was to find out what factors are more important when financial executives choose the sources of long term capital that will be used by their companies. For this proposal, a survey instrument was developed and sent to a list of 356 brazilian companies. A total of 40 firms answered the survey and for this reason, the sample analyzed in this study is classified as non-probabilistic, and its results can not be representative of the population. This survey showed that 50% of the firms have a target capital structure and 28% follow the Pecking Order Theory. When asked about what is the main motive that affects the debt ratio, 73% of the firms answered that interest rates are the most important variable that has some influence on the capital structure decision of the company. Other interest results were found in this study and they can help to explain some of the decisions that are taken by financial executives regarding to the capital structure of their firms.

Key words: Capital structure, Cost of capital, Cost of equity, Survey.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Fontes de recursos para financiamento empresarial.....	1
Quadro 2 - Variáveis e relações com o endividamento das empresas.....	44
Quadro 3 – Fatores e resultados dos trabalhos empíricos sobre estrutura de capital	48
Quadro 4 – Características e estimadores.....	56
Quadro 5 - Resumo dos estudos brasileiros sobre estrutura de capital	59
Quadro 6 – Resumo da pesquisa de Graham e Harvey (2001).....	72
Quadro 7 – Resumo dos estudos que utilizaram questionário.....	73
Quadro 8 – Tipos de questionários	79
Quadro 9 – Síntese dos resultados.....	103

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Padrão de financiamento das empresas no Brasil - 1989 - 1996	51
Tabela 2 – Padrão de financiamento das empresas brasileiras – 1995 - 1997.....	53
Tabela 3 - Porcentagens obtidas para a resposta à segunda questão do questionário: Coloque em ordem de preferência (1 = primeira escolha; 6 = última escolha) as fontes de recursos de longo prazo no financiamento de novos investimentos	61
Tabela 4 – Fatores determinantes da estrutura de capital por ordem de preferência.....	62
Tabela 5 - Resultados para a pergunta: Quais fatores afetam a escolha do nível apropriado de endividamento para sua empresa?	68
Tabela 6 - Resultados para a pergunta: Sua empresa considerou emitir ações ordinárias? Em caso afirmativo, que fatores afetam a decisão de emitir ações ordinárias?	70
Tabela 7 - Resultados para a pergunta: Quais outros fatores afetam a política de débito da sua empresa?	71
Tabela 8 - Empresas excluídas do total de companhias abertas listadas na CVM	82
Tabela 9 – Fatores que influenciam a escolha das fontes de recursos.....	93
Tabela 10 – Motivos da não utilização do mercado de capitais	95
Tabela 11 – Motivos da utilização do mercado de capitais	97
Tabela 12 – Fatores determinantes da estrutura de capital.....	99
Tabela 13 – Mudanças sugeridas pelos respondentes	102

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Comparativo dos resultados de trabalhos selecionados	53
Gráfico 2 – Setores participantes da amostra	87
Gráfico 3 – Faturamento médio das empresas participantes da amostra.....	88
Gráfico 4 – Formação dos respondentes.....	89
Gráfico 5 – Grau de escolaridade dos respondentes.....	89
Gráfico 6 – Resultados da questão 3 sobre estrutura de capital	91

LISTA DAS DEMAIS ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Teoria Tradicionalista	11
Figura 2 - Teorias sobre estrutura de capital	35

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	1
1.1	Problema de pesquisa	4
1.2	Objetivos.....	5
1.3	Importância do estudo	6
1.4	Estrutura do trabalho	7
2	TEORIA SOBRE ESTRUTURA DE CAPITAL.....	8
2.1	Dos tradicionalistas a Modigliani e Miller	9
2.2	Os trabalhos de Modigliani e Miller.....	12
2.3	A evolução das teorias sobre estrutura de capital.....	17
2.3.1	Custos de falência e a estrutura de capital.....	20
2.4	<i>Static Trade-off Theory</i>	22
2.5	Teoria das informações assimétricas e o <i>Pecking Order</i>	24
2.6	Teoria dos custos de agência	26
2.7	Teoria baseada em fatores organizacionais	29
2.8	Teoria do controle corporativo	32
2.9	Considerações sobre a evolução das teorias sobre estrutura de capital.....	33
3	ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE OS DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL	36
3.1	Considerações sobre os estudos empíricos.....	47
4	AS EMPRESAS BRASILEIRAS E A ESTRUTURA DE CAPITAL.....	49
4.1	Considerações sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras	57
5	UTILIZAÇÃO DE QUESTIONÁRIOS NO ESTUDO DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS	60
5.1	Considerações sobre a utilização de questionários.....	73
6	ASPECTOS METODOLÓGICOS.....	74
6.1	Caracterização da pesquisa.....	74
6.2	Problemas de pesquisa.....	77
6.3	Coleta de dados.....	78
6.4	Amostra	81
6.5	Aplicação dos questionários	84
7	ANÁLISE DOS RESULTADOS	86

7.1 Apresentação dos dados gerais	86
7.2 Estrutura de capital	90
7.3 Escolha das fontes de recursos	93
7.4 Utilização do mercado de capitais	94
7.5 Fatores determinantes da estrutura de capital	98
7.6 Mudanças sugeridas.....	101
7.7 Considerações sobre os resultados	102
8 COnsiderações finais	104
REFERÊNCIAS	109
APÊNDICES	117

1 INTRODUÇÃO

[...] Como as empresas escolhem sua estrutura de capital? Novamente, a resposta é nós não sabemos. [...] Nós sabemos muito pouco sobre estrutura de capital. Não sabemos como as empresas escolhem dívida, capital próprio [...] ¹(MYERS, 1984, p. 575).

As empresas podem financiar seus investimentos por meio de algumas fontes de recursos de longo prazo que, juntas, formam a estrutura de capital das organizações. Mas, o que define as escolhas feitas pelas empresas em relação as suas fontes de recursos? Quais fatores são levados em consideração na formação da estrutura de capital? Como os executivos financeiros decidem a que fonte recorrer quando têm em mãos a oportunidade de desenvolver um novo projeto?

O dinheiro investido por uma empresa em ativos pode ser financiado por fontes internas e externas, conforme exposto no Quadro 1. Considerando-se entre as fontes apresentadas aquelas de longo prazo, pode-se verificar que as empresas definem um *mix* de fontes ao decidir a maneira como se financiam, formando, então, a sua estrutura de capital.

FONTES	Internas	Lucros retidos	
		Rotatividade dos créditos ativos maior do que a dos passivos	
		Proteção fiscal	
		Outras	
	Externas	<i>Recursos de terceiros</i>	Debêntures
			<i>Commercial paper</i>
			Empréstimos bancários
			Crédito subsidiado
			Capital estrangeiro (empréstimos)
			Fornecedores
		<i>Recursos próprios</i>	Capital acionário (capital social)

Quadro 1 - Fontes de recursos para financiamento empresarial

FONTE: CAVALANCATI; MISUMI, 2002, p. 148.

A teoria financeira atual propõe que as organizações devem objetivar a maximização de seu valor por meio da gestão de seus recursos de longo prazo, que envolve a tomada de decisões a respeito de seus investimentos, financiamentos e distribuição de dividendos (DAMODARAN, 2002). Decisões sobre financiamento resultam na escolha de um *mix* de fontes de recursos de longo prazo que maximize os valores dos projetos selecionados e envolvem, de forma direta ou indireta, a busca por uma estrutura ótima de capital, capaz de minimizar o custo de capital das empresas por meio da combinação ideal de capital próprio e de terceiros.

A estrutura de capital de uma empresa, de acordo com Assaf Neto (2003), refere-se, à composição de suas fontes de financiamento a longo prazo, oriundas de capitais de terceiros (exigível) e de capitais próprios (patrimônio líquido).

Diferentes setores de atividade e, inclusive, diferentes empresas dentro do mesmo segmento de negócios podem apresentar estruturas financeiras diferenciadas. Uma empresa pode adotar a estrutura de capital que desejar, optando por maior endividamento ou maior participação de capital próprio, porém deve sempre referenciar sua avaliação pela relação risco-retorno. (ASSAF NETO, 2003, p. 399).

Fatores externos às empresas como desenvolvimento do mercado financeiro e do mercado de capitais, oferta de crédito e características do mercado como taxa de juros afetam as escolhas das fontes de financiamento feitas pelas organizações. Além disso, uma série de outros fatores internos às empresas pode afetar a capacidade e a necessidade do endividamento. Fatores relativos ao risco, tamanho da empresa, tipo do negócio e qualidade dos ativos também podem ser decisivos na escolha e determinação da estrutura de capital das organizações. Por isso, a combinação ideal de recursos próprios e de terceiros está longe de ser simples e, até o presente,

¹“How do firms choose their capital structures? Again, the answer is We don’t know. [...] We know very little about capital structure. We do not know how firms choose the debt, equity [...]”

pouco se concluiu sobre a existência de um *mix* ideal de recursos de longo prazo a serem utilizados pela empresa.

Durante anos de pesquisa, diversas teorias foram desenvolvidas acerca da estrutura de capital. O trabalho de Modigliani e Miller (1958), considerado marco no estudo do tema, defendeu a irrelevância da estrutura de capital para o valor das empresas. Alguns anos depois, os mesmos autores propuseram a teoria de que o endividamento aumenta o valor das empresas, resultado esse obtido por meio dos benefícios fiscais da dívida. Harris e Raviv (1991) pesquisaram mais de 150 artigos sobre estrutura de capital e acabaram por definir alguns modelos capazes de explicar o padrão de financiamento das empresas, como os modelos baseados em custos de agência, em informações assimétricas, em características organizacionais e no controle corporativo. Outros autores, por meio de levantamentos, buscaram obter informações diretamente com os executivos das empresas, tentando entender como as mesmas definem sua estrutura de capital. Eid Júnior (1996) realizou um levantamento com empresas brasileiras e concluiu que as mesmas não seguiam uma estrutura meta de capital, conforme indica a teoria do *Static Trade-off*, mas buscavam seguir o oportunismo ou adotavam uma hierarquia de fontes de recursos, preconizada pela teoria do *Pecking Order*. Além desses trabalhos, diversos outros autores se dedicaram ao estudo do impacto da estrutura de capital no valor das organizações e à pesquisa dos fatores que determinam tal estrutura, sem perder de vista o questionamento sobre a existência de uma estrutura ótima de capital a ser perseguida pelas empresas.

Apesar da extensa literatura voltada para o tema, pouco se pôde concluir a respeito de como as empresas definem seu *mix* de financiamento. Seriam tais decisões baseadas em teorias como *Pecking Order* ou *Static Trade-off*? Teriam os aspectos ligados ao mercado de atuação da empresa maior impacto na definição de sua estrutura de capital? Características da empresa como tamanho e setor influenciariam a estrutura de capital da mesma?

A busca por respostas sobre a estrutura de capital das empresas continua sendo objeto de pesquisas e discussões no meio acadêmico. Pode-se notar que há ainda um amplo espaço para trabalhos que visem à elucidação de questões tão presentes na rotina das organizações e que em muito podem contribuir para a ampliação do conhecimento de aspectos ligados à teoria da estrutura de capital.

O presente trabalho procura contribuir para a evolução do conhecimento sobre estrutura de capital no contexto do mercado brasileiro. Apesar da existência de teorias consagradas sobre o tema e de vários trabalhos desenvolvidos com o objetivo de buscar informações sobre fatores que definem o *mix* de financiamento das organizações, pouco se tem feito em relação à coleta de informações junto às empresas, por meio de aplicação de questionários, que podem ser de grande importância para o esclarecimento de pontos pendentes que as teorias não puderam concluir. A coleta de dados primários diretamente com os executivos financeiros é, portanto, a maior contribuição desta pesquisa, que procurou identificar, junto às empresas, quais fatores influenciam a tomada de decisão quanto à definição de sua estrutura de capital.

1.1 Problema de pesquisa

O presente trabalho buscou verificar que fatores são levados em consideração na escolha das fontes de financiamento utilizadas pelas empresas brasileiras. Conforme exposto anteriormente, as organizações podem recorrer a diferentes fontes e alguns fatores possivelmente afetam tal decisão, fazendo com que algumas fontes sejam mais benéficas no momento da

escolha. Dando suporte às decisões, estão as teorias desenvolvidas ao longo de diversos anos de pesquisa, que podem também determinar o *mix* de financiamento das empresas. Portanto, por meio da aplicação de questionários, procurou-se responder a seguinte pergunta de pesquisa: *Quais fatores afetam o processo decisório das empresas quanto à escolha das fontes de recursos que devem ser utilizadas?*

1.2 Objetivos

O objetivo geral do presente trabalho foi identificar fatores que afetam a decisão da escolha da estrutura de capital das empresas brasileiras. Procurou-se verificar o que influencia a decisão dos executivos financeiros a respeito de que fontes utilizar no financiamento das atividades e dos projetos das empresas em que atuam.

Para a consecução do objetivo geral, alguns objetivos específicos foram estabelecidos:

- Verificar se as empresas brasileiras utilizam as teorias sobre estrutura de capital (como *Pecking Order*, *Static Trade-off*, oportunismo) para escolher suas fontes de financiamento;
- Verificar se fatores identificados em estudos empíricos são determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras; e
- Verificar algumas características do mercado brasileiro que possivelmente afetam a definição da estrutura de capital das empresas que nele estão inseridas.

1.3 Importância do estudo

O conhecimento dos determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras em muito contribui para a evolução dos estudos desenvolvidos sobre o tema. No início, foram desenvolvidas teorias sobre a relevância da estrutura de capital para o valor das organizações. Com a evolução de tais teorias, estudos foram realizados com o objetivo de definir quais fatores determinam a escolha das fontes de financiamento de longo prazo das empresas. Para tanto, dados secundários foram utilizados, e alguns fatores foram definidos.

O presente trabalho buscou contribuir para a evolução dos estudos sobre estrutura de capital por meio da utilização de informações que foram coletadas diretamente de fontes primárias, ou seja, dos executivos financeiros das empresas, fato que consiste em um diferencial da pesquisa. Muitos estudos sobre determinantes da estrutura de capital já foram desenvolvidos, porém, por meio da utilização de fontes secundárias. A relevância do presente estudo está, portanto, no extenso trabalho de aplicação dos questionários e na coleta de informações primárias, que colabora para um maior entendimento dos fatores que são relevantes e determinantes na escolha da estrutura de capital das empresas.

1.4 Estrutura do trabalho

Para a investigação dos fatores que determinam as fontes de financiamento das empresas brasileiras, é necessário o conhecimento das diversas teorias que foram desenvolvidas ao longo do tempo sobre estrutura de capital. Para tanto, o Capítulo 2 trará a síntese dos principais conceitos tratados nos trabalhos de um conjunto de autores que se dedicaram a formular tais teorias.

Após a exposição do marco teórico, serão apresentados, no Capítulo 3, alguns estudos empíricos sobre os determinantes da estrutura de capital das empresas. O Capítulo 4 destaca estudos realizados com organizações brasileiras. Tais estudos se propuseram a verificar, por meio de análises de dados secundários, quais fatores determinam a estrutura de capital das organizações.

Como o presente trabalho objetivou a coleta de informações primárias por meio da aplicação de questionários, julgou-se importante a exposição de alguns trabalhos que também utilizaram questionários como ferramenta de coleta de dados, com o intuito de verificar, junto aos executivos financeiros, quais fatores afetam a decisão sobre a estrutura de capital das empresas. Esses trabalhos serão apresentados no Capítulo 5.

O Capítulo 6 apresentará os procedimentos metodológicos que foram adotados para a coleta e análise dos dados, que serão feitas no Capítulo 7. Finalmente, o Capítulo 8 trará as conclusões e as considerações finais.

2 TEORIA SOBRE ESTRUTURA DE CAPITAL

O estudo de estrutura de capital, seja por seu papel central em Finanças, seja por seu caráter geral em relação às decisões relativas à vida das empresas, reflete como poucos a evolução conceitual desta disciplina. (FAMÁ; GRAVA, 2000, p. 27).

A estrutura de capital de uma empresa é a proporção entre capital próprio e capital de terceiros de longo prazo que a mesma utiliza para financiar suas atividades. Segundo Perobelli e Famá (2002), a organização pode financiar seus investimentos por meio de recursos fornecidos por acionistas e por credores detentores de títulos de dívida. Acionistas que representam o capital próprio da empresa e credores (capital de terceiros) estão expostos a riscos diferenciados e, por isso, exigem retornos diferenciados. Tal fato reflete diretamente no custo de capital da organização resultante de sua estrutura de capital, que pode ser definida, portanto, como o “misto de financiamentos a longo prazo da empresa.” (BREALEY; MYERS; MARCUS, 2002, p. 426).

O tema estrutura de capital vem sendo amplamente estudado em finanças desde a publicação do trabalho de Modigliani e Miller em 1958. As discussões são relativas tanto à forma como a empresa define sua estrutura de capital, quanto à existência ou não de uma estrutura ótima de capital, que maximize o valor das organizações. Depois de Modigliani e Miller (1958) terem afirmado que a estrutura de capital das empresas é irrelevante para o valor das mesmas, diversas teorias têm sido desenvolvidas acerca do tema, mas pouco tem sido concluído.

Nesta parte do trabalho, serão apresentadas as teorias sobre estrutura de capital que foram inicialmente desenvolvidas pelos tradicionalistas, passando pelo trabalho de Modigliani e Miller, até chegar a autores contemporâneos que muito contribuíram para o entendimento e para a elaboração de diversos estudos empíricos que serão apresentados no Capítulo 3.

2.1 Dos tradicionalistas a Modigliani e Miller

A teoria sobre estrutura de capital é extensa. O que alguns autores afirmam, entretanto, é que o artigo de Modigliani e Miller, publicado em 1958, foi um grande influenciador da moderna teoria de finanças. “A formulação explícita da estrutura de capital, por meio de uma política de endividamento, desenvolveu-se, realmente, a partir do estudo de Modigliani e Miller (M&M) em 1958.” (FAMÁ; GRAVA, 2000, p.28). A partir do mesmo, um grande esforço de pesquisa tem sido direcionado ao estudo da estrutura de capital das empresas.

Anteriormente a tal estudo, o que se observavam eram as teorias defendidas pelos chamados tradicionalistas, que afirmavam que riscos maiores pediam recompensas maiores que viriam em forma de retorno, ou seja, quanto maior o risco, maior o custo de capital e, por conseguinte, menor o valor da empresa (DAHER, 2004). Mesmo não dispondo de instrumental analítico para o desenvolvimento de estudos de risco e retorno, já era evidente para os tradicionalistas que organizações com saúde financeira mais frágil, ao buscar empréstimos junto a instituições financeiras, acabavam por pagar taxas de juros maiores, o que resultava em um custo de capital mais elevado, impactando assim o valor da empresa (FAMÁ; GRAVA, 2000). A teoria dos tradicionalistas de que o aumento do risco resultava em aumento de custo podia também ser aplicada ao capital acionário. Assim, de acordo com Famá e Grava (2000), os investidores relutavam em aplicar seus recursos em negócios percebidos como mais arriscados, precisando ser atraídos por retornos maiores.

Para Famá, Barros e Silveira (2001), Durand (1952) foi um dos pioneiros na investigação de que a escolha de uma estrutura de capital ótima é capaz de maximizar o valor das empresas. O

autor afirmou que, admitindo-se o método de precificação da empresa, baseado em seu fluxo de caixa esperado trazido a valor presente e mantendo-se constante o fluxo de caixa esperado, é possível que a empresa tenha seu valor aumentado por meio da redução da taxa de desconto, que pode ser vista como o custo de oportunidade do capital empregado.

Para os tradicionalistas, a percepção era de que a reação dos mercados ao risco era pequena no princípio, porém, intensificava-se à medida em que o risco de insolvência se acentuava. De acordo com a Figura 1, tanto o custo do capital K_c , quanto o custo da dívida K_d apresentam pequena elevação quando a alavancagem sobe. A partir de certo ponto, essa elevação se acentua. A figura revela o pensamento tradicionalista, já que se pode observar que, num primeiro momento, a substituição do capital acionário a um custo K_c por dívida a um custo $K_d < K_c$ produzia uma redução do custo de capital total da empresa. Todavia, no momento em que tanto K_c quanto K_d começam a sofrer aumento acentuado, refletindo o risco de inadimplência ou insolvência percebido, o custo total do capital sobe, caracterizando a idéia de que risco elevado aumenta o custo do capital e afeta, portanto, o valor da empresa.

Fica evidente que, segundo os tradicionalistas, a empresa deveria procurar uma estrutura de capital ótima, em que o custo total de seu capital fosse o mínimo, definindo proporções entre dívida e capital acionário que maximizassem seu valor. Segundo Famá e Grava (2000), o raciocínio aplicado pelos tradicionalistas satisfaz o bom senso, já que defende o fato de que riscos maiores resultam em custos de capital maiores, e de que a substituição de fontes de recursos mais caras por fontes mais baratas reduz esses custos.

O efeito do aumento do risco no custo total de capital, discutido pelos tradicionalistas, foi abordado por Famá, Barros e Silveira (2001). Os autores destacaram que, via de regra, o custo de capital de terceiros é menor do que o custo de capital próprio, já que este último constitui um direito residual sobre o fluxo de caixa da empresa.

Figura 1 - Teoria Tradicionalista

FONTE: FAMÁ; GRAVA, 2000, p. 29.

Porém, o aumento da alavancagem nem sempre indica diminuição do Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC). O oposto pode ocorrer quando o nível de endividamento implica em aumento do risco de inadimplência ou de insolvência e, conseqüentemente, aumento das taxas de juros exigidas em empréstimos que a empresa se dispõe a fazer quando se encontra altamente endividada, refletindo altos riscos para seus credores. O aumento de risco também afeta o custo do capital próprio, na medida em que os investidores passam a exigir retornos maiores para empresas que oferecem maior risco. A visão tradicionalista defende que o custo do capital de terceiros permanece constante somente para níveis moderados de alavancagem. Famá, Barros e Silveira (2001), destacaram que níveis moderados significam proporções de endividamento que não comprometem a capacidade da empresa de honrar suas dívidas. Quanto ao custo de capital próprio, este também permanece constante dentro de variações moderadas na alavancagem da

empresa. Portanto, dentro dessa visão, a organização deve endividar-se até o ponto em que o CMPC permanecer no seu menor nível.

Contrapondo-se à visão dos tradicionalistas, que defendia a busca por uma estrutura de capital ótima que reduzisse o custo de capital total da empresa e maximizasse o seu valor e a própria teoria de Durand (1952), em 1958, Modigliani e Miller publicaram o artigo *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. Em tal artigo, que é considerado o marco do estudo sobre estrutura de capital, Modigliani e Miller afirmaram que não há estrutura de capital ótima, já que o valor da empresa é independente da forma como são financiados seus ativos e está relacionado exclusivamente com o retorno esperado dos projetos da companhia.

Modigliani e Miller (1958) foram os primeiros a descrever formalmente os mecanismos pelos quais a estrutura de capital não influi no valor das empresa, dentro de um contexto de equilíbrio parcial do mercado. Devido à importância das proposições de Modigliani e Miller para a discussão sobre estrutura de capital, as mesmas serão apresentadas no tópico 2.2 a seguir.

2.2 Os trabalhos de Modigliani e Miller

Em 1958, Modigliani e Miller (M&M) apresentaram um modelo sobre endividamento corporativo que desafiou a visão tradicional que defendia a existência de uma estrutura ótima de capital. A obra de Modigliani e Miller de 1958, considerada o marco do estudo da estrutura de capital, buscou provar que a estrutura de capital é indiferente para a determinação do valor da empresa, quando atendidas certas restrições. Os autores foram os primeiros a descrever

formalmente o mecanismo pelo qual a indiferença era assegurada num contexto de equilíbrio parcial de mercado. Em seu estudo, M&M argumentaram e demonstraram que determinadas condições, entre elas, a ausência de impostos, a estrutura de capital das empresas e a política de dividendos, são irrelevantes para o valor das mesmas.

Modigliani e Miller (1958) afirmaram que a proporção de capital de terceiros em relação ao capital próprio utilizada pela empresa é irrelevante para a determinação de seu valor no mercado. Todavia, essa proposição somente é válida em um mundo sem impostos. Em um ambiente caracterizado pela incidência de impostos, a alavancagem financeira pode trazer um ganho adicional para a empresa, na medida em que os juros são tratados como despesa e, portanto, provocam uma redução nos impostos. Dessa forma, não se pode desvincular a estrutura de capital do valor da empresa. O efeito do imposto de renda sobre o custo de capital das empresas foi então reconhecido por Modigliani e Miller em 1963.

Como resultado do trabalho de Modigliani e Miller (1958), podem ser destacadas três proposições acerca do relacionamento entre estrutura de capital e valor da empresa, bem como entre estrutura de capital e as decisões de investimento da organização. A Proposição I de M&M pode ser considerada o ponto de partida das modernas finanças de empresa. “Antes de Modigliani e Miller, o efeito do endividamento sobre o valor da empresa era considerado complexo e tortuoso.” (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 1995, p. 304). Modigliani e Miller (1958) defenderam na Proposição I que o “valor de mercado de qualquer empresa é independente da sua estrutura de capital e é dado pelo retorno esperado das taxas próprias da classe em que a empresa está inserida.”² (MODIGLIANI; MILLER, 1958, p. 268). Neste ponto, é importante destacar que

² “The market value of any firm is independent of its capital structure and is given by capitalizing its expected return at the rate ρ_k appropriate to its class.”

o conceito de risco adotado por M&M está associado à classe a que pertence a empresa, ou seja, empresas da mesma classe estão expostas ao mesmo nível de risco.

O princípio básico defendido pelos autores pode ser interpretado assim: a empresa é constituída por um conjunto de ativos que apresentam uma determinada capacidade de geração de receita, a um determinado risco. A esse risco corresponde um custo de capital. Esse risco não é influenciado pelas fontes de recursos que financiam os ativos. Por exemplo: a receita de vendas de uma empresa depende da demanda por seu produto, que será fruto, entre outros fatores, das condições macroeconômicas, da qualidade do produto oferecido pela empresa e do preço praticado. Pelo raciocínio desses autores, o consumidor não deixa de comprar tais produtos porque a empresa financiou suas operações dessa ou daquela maneira. Assim como a receita, outros componentes do resultado da empresa apresentam um comportamento independente de seu financiamento. Se o comportamento dos ativos não muda, seu valor não deve mudar. Assim, o valor da empresa independe da sua forma de financiamento (FAMÁ; GRAVA, 2000, p. 29).

De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (1995), M&M afirmaram que o custo médio ponderado de capital da empresa não pode ser reduzido por meio da substituição de capital próprio por capital de terceiros, mesmo sendo o capital de terceiros considerado mais barato que o capital próprio. Tal fato ocorre porque à medida em que a empresa acrescenta mais capital de terceiros, o capital próprio remanescente torna-se mais arriscado. À medida em que esse risco se eleva, o custo de capital próprio aumenta, o que compensa a vantagem obtida com a maior proporção da empresa financiada com capital de terceiros mais barato. “Na verdade, M&M provam que os dois efeitos compensam um ao outro exatamente, de modo que o valor da empresa e o custo geral de capital acabam sendo insensíveis ao grau de endividamento.” (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 1995, p. 312).

Além da desconsideração da incidência de imposto de renda citada anteriormente, a Proposição I foi desenvolvida, segundo Copeland e Weston (1992), a partir de um argumento de arbitragem de mercados, em que:

- as dívidas são todas livre de risco;

- os indivíduos podem emprestar e tomar emprestado à mesma taxa livre de risco;
- não há custos de transação.

Ainda de acordo com Copeland e Weston (1992), implícita ou explicitamente, diversos outros pressupostos, além da ausência de impostos, foram adotados no trabalho de M&M, entre eles:

- inexistência de custos de falência;
- apenas dois tipos de títulos são emitidos pelas empresas: dívidas sem risco e ações;
- todas as firmas pertencem à mesma classe de risco;
- inexistência de assimetria de informações entre indivíduos de dentro e de fora da empresa;
- os administradores sempre procuram maximizar a riqueza dos acionistas (não há custo de agência).

Famá, Barros e Silveira (2001) destacaram que apesar de alguns pressupostos assumidos por Modigliani e Miller (1958) serem pouco realistas, podem ser relaxados sem que alterem materialmente os resultados obtidos. Todavia, pode-se admitir que existem pressupostos que limitam a obra de M&M, como por exemplo, a presunção de ausência de impostos incidindo sobre os lucros da corporação. Ainda no artigo de 1958, os autores afirmaram que mesmo com a incidência de impostos corporativos, a indiferença da estrutura de capital poderia ser mantida.

Corrigindo tal afirmação, Modigliani e Miller publicaram outra obra em 1963, que apontou para um erro no trabalho original e propôs uma nova formulação para o caso da existência de uma alíquota de imposto corporativo maior do que zero. Nesse artigo, os autores reconheceram haver um ganho devido à alavancagem pelo fato da remuneração da dívida (juros) ser descontada do lucro tributável na forma de despesa.

Modigliani e Miller (1963) sugeriram que a estrutura de capital pode sofrer influência dos benefícios fiscais resultantes do endividamento. De acordo com o estudo, quanto maior a alavancagem da empresa, menor o montante de imposto de renda pago para um mesmo lucro antes de impostos, o que evidencia o benefício proporcionado pelo endividamento.

Em 1963 os mesmos autores mostraram, corrigindo seu primeiro trabalho, que na presença de um imposto de renda corporativo a proposição de irrelevância não será mais válida. Em razão do benefício fiscal proporcionado pelo endividamento, um aumento da alavancagem levará a uma diminuição do custo médio ponderado de capital, consequentemente aumentando o valor da empresa, *ceteris paribus* (FAMÁ; BARROS; SILVEIRA, 2001, p. 76).

Segundo Kayo (2002), o trabalho de Modigliani e Miller (1963) implicou na existência de uma estrutura de capital totalmente formada por capital de terceiros, já que tal política resultaria em maior nível de economias tributárias e maximizaria o valor da empresa. No entanto, de acordo com Daher (2004), as empresas apresentam níveis diferenciados de capital próprio e de terceiros e provavelmente nenhuma empresa trabalhe com 100% de capital de terceiros. Nakamura (1992) ressaltou que o fato de uma empresa optar por uma estrutura que seja composta 100% por dívida representa uma situação pouco realista, pois dificilmente uma organização conseguiria sobreviver sem capital próprio. “O que se constata na vida real é que as empresas em geral não se endividam espontaneamente de forma excessiva. Existe uma natural rejeição ao uso exagerado de dívida.” (NAKAMURA, 1992, p. 14).

Após a publicação dos estudos de Modigliani e Miller (tanto o publicado em 1958, quanto o de 1963), alguns trabalhos se dedicaram a refletir a teoria sobre estrutura de capital e focaram, principalmente, nas oposições entre as visões dos tradicionalistas e de M&M. A próxima seção do presente trabalho objetiva expor algumas dessas obras que buscaram o aperfeiçoamento dos

modelos anteriormente propostos e trouxeram contribuições para a evolução da teoria sobre estrutura de capital.

2.3 A evolução das teorias sobre estrutura de capital

Durand (1959) foi o primeiro trabalho de destaque após a publicação de Modigliani e Miller (1958). Em seu artigo, o autor criticou os pressupostos adotados por M&M e afirmou que os resultados obtidos pelos autores contradizem os que o próprio Durand havia discutido em sua obra em 1952, já comentada anteriormente no item 2.1 do presente trabalho. Para Durand (1959), as proposições de Modigliani e Miller (1958) não deveriam ser negadas, desde que fossem consideradas dentro do contexto teórico criado pelos autores.

O objetivo central de Durand (1959), ao analisar as restrições adotadas por M&M, foi o de indicar algumas das dificuldades que as mesmas geravam ao tentar dar suporte à teoria sobre custo de capital e investimentos. O autor terminou suas conclusões ressaltando as dificuldades em se formular uma definição operacional de custo de capital para uma economia dinâmica na qual os mercados são imperfeitos e nos quais existem diversas outras restrições. Segundo Durand (1959), um maior progresso científico teria sido obtido reconhecendo-se tais obstáculos e não os ignorando, como supostamente teria feito Modigliani e Miller (1958). Mesmo que ficasse comprovada a impossibilidade de trabalhar com todas as restrições dos mercados, as mesmas deveriam ter sido consideradas.

A resposta para os comentários expostos por Durand (1959) veio na obra de Modigliani e Miller (1959). Nela, os autores objetivaram esclarecer alguns pontos relativos ao artigo de 1958 e destacaram que o mesmo representou um ponto de partida para os estudos sobre custo de capital e outros assuntos correlatos. Os autores afirmaram estar cientes dos obstáculos apontados por Durand (1959), mas declararam que os mesmos não deveriam prejudicar suas proposições.

Após Durand (1959), outros trabalhos, como Weston (1963), Solomon (1963), Boness (1963), Brewer e Michaelsen (1965), também refletiram as controvérsias envolvendo a oposição entre os tradicionalistas e Modigliani e Miller, que publicaram em 1965 um trabalho em resposta aos questionamentos feitos por Brewer e Michaelsen (1965) sobre alguns pontos da obra de 1958.

Miller (1977) aperfeiçoou o modelo desenvolvido juntamente com Modigliani e escreveu sozinho um artigo que resultou no que tem sido denominado Modelo de Miller (NAKAMURA, 1992). Nessa obra, o autor considerou, além do imposto de renda corporativo (explorado na obra de M&M de 1963), o imposto de renda incidente sobre a pessoa física dos investidores, sejam estes credores ou acionistas. Ao explorar a incidência do imposto de renda sobre pessoa física, Miller (1977) verificou que os juros que recebem na empresa como incentivo fiscal são, na realidade, maiores do que seriam se não gerassem impostos aos detentores de títulos de dívida. Ou seja, se por um lado os juros resultantes da alavancagem são dedutíveis do imposto de renda das pessoas jurídicas, os juros auferidos aos credores são taxados, o que resulta na anulação do efeito da proteção fiscal sobre os juros. Assim, os ganhos com alavancagem não seriam tão expressivos como foi defendido por Modigliani e Miller (1963), já que tais ganhos são contrabalançados com os impostos incidentes sobre os rendimentos das pessoas físicas dos investidores.

De acordo com Schmitt (2004), o Modelo de Miller tem importantes implicações para a estrutura de capital das empresas, pois defende a existência de uma taxa de juros de equilíbrio no

mercado definida pela oferta de recursos pelos investidores e pela demanda por recursos por parte das empresas. A taxa de juros de equilíbrio define até que ponto o endividamento gera benefícios para a empresa. Portanto, acima de tal taxa os benefícios da dívida se tornam desinteressantes para a empresa, devendo ser o endividamento a alternativa mais benéfica para a estrutura de capital somente em pontos abaixo dessa taxa. “Com isso, existiria uma estrutura agregada ótima de capital, isto é, o montante total de dívida e de capital próprio das empresas, para a economia como um todo.” (SCHMITT, 2004, p. 25). Segundo Famá e Grava (2000), por meio do trabalho de Miller (1977) pode-se verificar que a definição de níveis de endividamento das empresas não seria resultado de um ponto ótimo de endividamento de cada organização, mas de uma situação de equilíbrio macroeconômico capaz de determinar o total de endividamento das empresas.

Assim, segundo Nakamura (1992), as implicações do Modelo de Miller são, entre outras, as de que os ganhos fiscais pelo uso de dívida podem ser muito menores do que se pensava e que deve existir um nível de dívida ótimo, porém no plano de todas as empresas da economia. Miller (1977) concluiu que em um mundo com alíquotas diferenciadas de impostos para pessoas físicas, a desvantagem fiscal da dívida para o investidor, combinada com ajustes na oferta pelas empresas, acabaria por compensar a vantagem fiscal da dívida para as empresas e levaria os preços de mercado, tanto de dívida quanto de ações, a um equilíbrio. Esse resultado implica na irrelevância da decisão de alavancagem para qualquer empresa tomada individualmente (SCHMITT, 2004).

Além dos trabalhos anteriormente expostos, que se preocuparam em discutir as diferenças e colocar em prova as teorias desenvolvidas por M&M e pelos tradicionalistas, há uma classe de autores que focaram na discussão sobre os custos de falência e sua influência na definição da estrutura de capital pelas empresas.

2.3.1 Custos de falência e a estrutura de capital

Baxter(1967) explicou, dentro do contexto das discussões de Modigliani e Miller, como o endividamento excessivo resulta em aumento do custo de capital das empresas. Para alcançar tal objetivo, o autor examinou analiticamente a influência do risco de falência e realizou testes empíricos para detectar o efeito da alavancagem sobre o custo de capital das companhias. Em suas conclusões, Baxter (1967) afirmou que um alto grau de alavancagem aumenta o risco de falência, reduzindo o valor da empresa. Quanto mais arriscada ou alavancada a estrutura de capital da empresa estiver, maiores serão as taxas de juros cobradas pelos seus empréstimos.

O papel dos custos de falência também foi discutido por Warner (1977) que estudou onze empresas ferroviárias que estavam passando pelo processo de falência entre 1933 e 1955. O autor destacou a importância em classificar os custos de falência em diretos e indiretos. Os diretos seriam aqueles destinados a advogados, contadores e ao tempo administrativo envolvido no processo de falência. Os custos indiretos incluiriam a diminuição do volume de vendas, a redução dos lucros, a impossibilidade da empresa de ter acesso a crédito que não fosse sob condições onerosas. Para a realização do estudo foram considerados essencialmente os custos diretos, já que os custos indiretos são dificilmente mensuráveis. Warner (1977) concluiu que os custos de falência são tanto maiores quanto menor o valor de mercado da empresa e discutiu a possibilidade de haver custos fixos envolvidos no processo de falência que resultam em economias de escala, ocasionando custos menores para empresas com maiores valores de mercado.

Em importante estudo, Altman (1984) apresentou uma investigação empírica sobre os custos de falência, que possibilitou a definição de um modelo para o cálculo do valor presente

dos custos de falência esperados a fim de compará-los com o valor presente dos benefícios fiscais esperados decorrentes do pagamento de juros e da alavancagem. Para o estudo, foi analisada uma amostra de dezenove indústrias que sofreram o processo de falência entre 1970 e 1978, e uma segunda amostra com sete grandes companhias que em épocas recentes à publicação do artigo haviam falido. Foram considerados os seguintes aspectos: custos diretos de falência (custos legais, contábeis e administrativos), custos indiretos de falência (perda de lucro esperada decorrente do potencial de falência da empresa) e a probabilidade de falência. A identificação dos custos indiretos de falência foi realizada por meio de dois modelos, ambos capazes de estimar uma queda anormal de rentabilidade quanto mais a falência fosse um fato eminente. O autor comprovou que os custos de falência são relevantes para a decisão sobre a estrutura de capital das organizações, já que em alguns casos excedem 20% o valor da empresa medido anteriormente à falência.

Posteriormente a essa contribuição dos autores para a análise dos custos de falência e sua influência na definição da estrutura de capital pelas empresas, demonstrando formas de se determinar até que ponto o benefício fiscal do endividamento é maior do que os custos de falência, Harris e Raviv (1991) definiram quatro categorias para enquadrar as contribuições ao tema estrutura de capital. No artigo intitulado *The Theory of Capital Structure*, os autores analisaram mais de 150 trabalhos que foram realizados desde 1980, tanto os publicados como os não publicados, como forma de se chegar ao estado da arte no que diz respeito à teoria da estrutura de capital. A partir do estudo detalhado das obras mais importantes dentro dessa amostra de trabalhos, Harris e Raviv (1991) organizaram seu artigo com base nas forças que determinariam a estrutura de capital das empresas.

Foram identificados quatro determinantes da estrutura de capital, a saber:

- custos de agência – enfocando o conflito de interesse entre credores e acionistas/administradores e entre acionistas e administradores da empresa;
- assimetria de informações - entre os agentes econômicos internos e externos às organizações;
- características organizacionais – estrutura de capital da empresa definida como parte da sua estratégia mercadológica ou em função das características dos seus produtos/insumos; e
- controle corporativo – implicações do controle corporativo sobre a definição da estrutura de capital.

Além dos fatores identificados por Harris e Raviv (1991), alguns autores trabalharam com teorias que potencialmente explicam a definição da estrutura de capital adotada pelas empresas. Tais teorias são objeto de estudo do presente trabalho e serão apresentadas nas próximas seções.

2.4 Static Trade-off Theory

Myers (1984) discutiu duas correntes teóricas relacionadas à definição da estrutura de capital das empresas: a *Static Trade-off Theory* e a *Pecking Order Theory*. Segundo o autor, a teoria denominada *Static Trade-off* afirma que as empresas devem buscar uma estrutura de capital ótima que maximize os benefícios e minimize os custos do endividamento.

A utilização de capital de terceiros gera dois efeitos opostos. O efeito positivo da dívida é resultante do benefício fiscal obtido por meio da dedução no pagamento do imposto de renda

corporativo dos juros da dívida. Tal benefício do endividamento foi observado por Modigliani e Miller (1963) que afirmaram que quanto maior a alavancagem da empresa, menor o montante de imposto de renda pago para um mesmo lucro antes de impostos, o que evidencia o benefício proporcionado pelo endividamento. Durand (1952) já destacava esse efeito benéfico da dívida antes da publicação dos trabalhos de M&M.

Contrapondo-se ao benefício fiscal da dívida, os custos de falência representam o efeito negativo do endividamento. Como visto anteriormente no presente trabalho, obras como Baxter (1967), Warner (1977) e Altman (1984) discutiram que uma das conseqüências do endividamento são os custos de falência que encarecem o custo de capital das empresas, na medida em que o retorno exigido tanto pelos credores quanto pelos investidores aumenta quanto maior for a participação de capital de terceiros na estrutura de capital das empresas.

Analisando-se ambos os efeitos da dívida (positivo e negativo), Myers (1984) afirmou que as empresas, segundo a *Static Trade-off Theory*, devem substituir capital de terceiros por capital próprio e vice-versa, até o ponto em que seu valor for maximizado, chegando então a uma estrutura meta de capital. A *Static Trade-off Theory* afirma que os “gerentes financeiros devem aumentar a dívida até o ponto em que o valor de incentivos fiscais resultantes de juros adicionais é exatamente compensado pelos custos adicionais de possível dificuldade financeira.” (BREALEY; MYERS; MARCUS, 2002, p. 451). Assim, segundo os mesmos autores, empresas com ativos seguros e tangíveis devem operar com altos níveis de dívida, enquanto empresas menos rentáveis ou com ativos arriscados e intangíveis devem manter menores níveis de dívidas.

2.5 Teoria das informações assimétricas e o *Pecking Order*

Uma segunda teoria capaz de explicar a definição da estrutura de capital das empresas não defende a existência de uma estrutura meta de capital a qual, segundo a *Static Trade-off Theory*, é aquela em que os custos de falência se contrapõem ao benefício fiscal da dívida. A teoria do *Pecking Order* afirma que a empresa deve respeitar uma hierarquia de fontes de recursos de longo prazo ao definir sua estrutura de capital.

O *Pecking Order* pode ser sustentado pela teoria das informações assimétricas que defende a existência de assimetria entre as informações de posse dos gestores (*insiders*) e aquelas disponíveis ao mercado. Os gestores geralmente contam com informações privadas sobre características de retornos da empresa e suas oportunidades de investimento, informações estas que nem sempre são disponibilizadas para conhecimento dos investidores, dos credores e do mercado em geral. A principal contribuição da teoria do *Pecking Order* consiste na identificação de uma ordem de fontes de financiamento adotada pelas empresas, resultante da existência dessa assimetria de informações. Em outras palavras, o fato de *insiders* e mercado possuírem informações diferentes sobre uma empresa faz com que a mesma opte por seguir uma hierarquia de fontes de financiamento para que a assimetria de informações não seja prejudicial à organização. Por isso, tal hierarquia começa com a escolha por fontes internas (fluxos de caixa das operações, retenção de dividendos, lucros acumulados etc) e termina com a emissão de ações.

Myers (1984) afirmou que as empresas, em geral, preferem os financiamentos internos aos externos e o endividamento à nova emissão de ações. Segundo Kayo (2002), as empresas, seguindo a teoria do *Pecking Order*, preferem financiar seus investimentos em um primeiro

momento, com recursos internos. No caso de tais recursos não serem suficientes para financiar todos os projetos de investimento, as mesmas endividam-se para cobrir a necessidade por capital. A última opção para obtenção de recursos é a emissão de novas ações.

Para explicar a preferência das empresas por fontes internas, Myers e Majluf (1984) demonstraram que se os investidores possuem menos informações que os *insiders* sobre o valor dos ativos da companhia, possivelmente as ações da empresa estarão erroneamente precificadas pelo mercado. Assim, ao necessitar de recursos, a empresa não deve optar por emitir ações, já que as mesmas serão sub-precificadas pelos investidores, que não dispõem de informações suficientes para definir seu preço justo. Por esse motivo, a teoria do *Pecking Order* afirma que as empresas devem recorrer ao autofinanciamento, em seguida às dívidas e, em último caso, optar pela emissão de ações. Segundo Schmitt (2004), as empresas devem optar por financiar seus investimentos pela retenção de recursos gerados internamente, que não sofrem qualquer desvalorização e, uma vez esgotada essa fonte de recursos, devem recorrer à emissão de dívida sem risco (com garantia real), que sofre desvalorização menor. Na seqüência, se ainda houver necessidade de recursos, as organizações devem emitir dívida com risco e, só no último caso, as mesmas devem recorrer à emissão de ações.

Uma das ferramentas utilizadas pelas empresas para lidar com os efeitos negativos da assimetria de informações é a utilização da estrutura de capital como um sinal ao mercado e investidores externos. Segundo Balakrishnan e Fox (1993), a maioria dos modelos de sinalização em finanças se resume à utilização por parte das firmas de sua estrutura de capital e dividendos para demonstrar ao mercado seu verdadeiro valor.

Gitman (1997, p.441) define sinal como “uma ação do administrador em termos do financiamento que se acredita refletir sua visão a respeito do valor da ação da empresa.” Geralmente, o financiamento por meio de empréstimos é recebido como um sinal positivo pelo

mercado, já que a empresa, optando pelo endividamento e não pela emissão de ações, acredita que sua ação esteja “subvalorizada”. Por outro lado, caso a escolha seja pela emissão de ações, o sinal que o mercado recebe é negativo, indicando que a organização acredita que suas ações estão “supervalorizadas”.

Para Ross (1976), citado por Schmitt (2004), devido ao fato de os gestores conhecerem a verdadeira distribuição dos retornos da empresa e os investidores não possuírem tal conhecimento, a super-avaliação das ações da empresa pelo mercado gera benefícios aos gestores, que podem ser penalizados caso a organização apresente inadimplência financeira. Assim, os investidores costumam considerar níveis maiores de endividamento como um sinal de que os administradores acreditam que os ativos da empresa são de melhor qualidade. Portanto, pode-se, por meio da teoria de sinais, verificar que quanto maior a alavancagem da empresa, melhor sua qualidade, traduzindo tal fato em um benefício do endividamento.

2.6 Teoria dos custos de agência

A teoria de agência reconhece, segundo Van Horne (1998), que a separação entre propriedade e controle nas modernas corporações resulta em potenciais conflitos entre donos e gestores, o que possibilita que os objetivos a serem alcançados pela direção difiram daqueles dos acionistas da empresa. Portanto, as organizações enfrentam o problema de agência, ou seja, a possibilidade de os administradores colocarem seus objetivos pessoais à frente dos objetivos da empresa. Tal problema ocorre porque nem sempre os gestores priorizam o objetivo de maximizar

a riqueza dos proprietários da organização, já que na prática, aqueles também se preocupam com riqueza pessoal, segurança no emprego, estilo de vida e outras vantagens.

Assim, as empresas acabam tendo que utilizar mecanismos para minimizar os problemas de agência, contribuindo para a maximização da riqueza dos proprietários, o que resulta nos custos de agência que são “custos de conflitos de interesse entre acionistas, credores e administradores.” (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 1995, p. 670). Os custos de agência podem ser considerados custos com os quais a organização deve incorrer para evitar que os gestores priorizem seus interesses em detrimento dos interesses dos proprietários.

De acordo com Harris e Raviv (1991), as pesquisas sobre custos de agência foram iniciadas por Jensen e Meckling (1976), que identificaram dois tipos de custos de agência. O primeiro está associado ao conflito de interesses existente entre os acionistas e os gestores e ocorre quando os últimos transferem as fontes de recursos da organização para benefício próprio, prejudicando a busca pela maximização do valor da empresa, objetivo máximo dos acionistas. Tal conflito pode ser minimizado por meio de duas soluções possíveis. A primeira é aumentar a participação acionária dos gestores, alinhando seus interesses com os da empresa. O segundo é utilizar capital de terceiros de forma mais intensiva. Jensen (1986) afirmou que quanto maior for o fluxo de caixa livre, ou seja, o caixa excedente após o financiamento de todos os projetos que apresentem valor presente líquido positivo, maior a tendência do gestor de gastar os recursos excedentes em mordomias ou em projetos que não remunerem o capital investido (KAYO, 2002). Segundo Jensen (1986), quanto maior o endividamento da empresa, maior a saída de caixa para pagamento da dívida e, portanto, menor a quantidade de recursos disponíveis para serem utilizados em benefício dos interesses dos gestores. Assim, a diminuição de conflitos poderia ser considerada um benefício do endividamento.

O segundo tipo de custos de agência são os que envolvem os credores e os acionistas. Harris e Raviv (1991) afirmaram que esse tipo de conflito surge porque os contratos de dívida fazem com que os acionistas optem por investimentos mais arriscados, já que os mesmos se apropriam da maior parte dos ganhos, caso o investimento resulte em um retorno positivo, maior que o valor de face da dívida. Caso o investimento fracasse, os credores são os responsáveis pela maior parte dos custos associados a esse fracasso. Conseqüentemente, os acionistas têm um incentivo para aceitar investimentos de alto risco, mesmo que tenham grandes possibilidades de reduzirem o valor da empresa.

A taxa de juros cobrada pelos credores, quando da realização de um empréstimo, é calculada tendo-se como parâmetro o risco da empresa. Dessa forma, quanto maior a confiança do credor na gestão da organização, menores as possibilidades de elevação das taxas de juros cobradas nos contratos de empréstimos. Todavia, os custos de agência que envolvem credores e acionistas ocorrem porque assim que os administradores, nesse caso representantes dos interesses dos proprietários, obtêm empréstimos junto a bancos ou por meio da venda de títulos de dívida a uma determinada taxa, a propensão da organização aumentar o seu risco, investindo em projetos mais arriscados ou incorrendo em empréstimos adicionais, torna-se elevada. Tal procedimento pode resultar no enfraquecimento do credor ao mesmo tempo em que rende lucros aos acionistas, uma vez que o pagamento das obrigações junto aos credores permanece inalterado. Nesse caso, o fluxo de caixa excedente, gerado pela entrada positiva de resultados de um projeto arriscado, aumenta o valor da empresa para seus proprietários. Portanto, o conflito surge na medida em que o sucesso de um investimento arriscado beneficia diretamente os acionistas e seu fracasso impacta também seus credores.

A teoria do conflito de agência defendida por Jensen e Meckling (1976) afirma que uma estrutura ótima de capital pode ser obtida por meio da compensação dos custos de agência

resultantes dos conflitos de interesses entre credores e acionistas pelos benefícios do endividamento observados nos conflitos de interesses entre acionistas e gestores. Portanto, a estrutura ótima de capital ocorre quando o custo de agência total é minimizado. Dessa forma, fica explícita a influência dos custos de agência na determinação da estrutura de capital das organizações.

2.7 Teoria baseada em fatores organizacionais

Harris e Raviv (1991) definiram que modelos de estrutura de capital baseados em teorias relacionadas às organizações industriais também fazem parte da literatura a respeito da estrutura de capital das empresas, apesar de se encontrarem na fase inicial de estudos. Tais modelos exploram tanto a relação entre estrutura de capital e a estratégia de mercado para o produto da empresa, quanto a estrutura de capital e as características de produtos e insumos, podendo assim ser divididos em duas categorias. A primeira diz respeito ao relacionamento entre a estrutura de capital da empresa e sua estratégia de competição no mercado, voltada à decisão de preço e quantidade. A segunda categoria relaciona a estrutura de capital das organizações com as características de seus produtos ou insumos.

A teoria que relaciona fatores organizacionais com a estrutura de capital pode também ser discutida com base na especificidade dos ativos da empresa. Ativos específicos podem ser definidos como ativos em que o uso seria mais eficiente em uma empresa específica do que em qualquer outra empresa, conforme estudos de Balakrishnan e Fox (1993). Em outras palavras, a

realocação para uma atividade a qual não foi programado geraria uma perda de valor. Por isso, o investimento em tais ativos tende a gerar diferenciais competitivos para as empresas, garantindo, assim, maiores margens e melhor posicionamento de mercado. São esses ativos que garantem à empresa a competitividade de mercado e dificultam a concorrência de copiar ou imitar suas operações.

Segundo Balakrishnan e Fox (1993), no caso de quebra e liquidação da empresa, os ativos mais especializados têm maior perda de valor e os empréstimos protegidos por essa categoria de ativos contam com pouca proteção. Portanto, o custo de financiamento de tais ativos por dívida é maior.

Os ativos específicos são, em sua maioria, intangíveis e difíceis de serem avaliados e controlados. Além da dificuldade da avaliação e controle, há ainda um fator adicional de risco incidente sobre tais investimentos: dificilmente um ativo específico pode ser utilizado para outro negócio ou mesmo em outra empresa de características semelhantes. Além disso, o alto grau de risco associado a esse tipo de investimento, aliado ao longo prazo de retorno e de difícil mensuração, torna a captação de recursos mais difícil, tendendo a ser realizada, basicamente, por capital próprio.

Balakrishnan e Fox (1993) definiram a relação entre a natureza dos ativos e a endividamento da firma em quatro proposições sobre a alavancagem da empresa:

- deve ser positivamente relacionada ao nível de reutilização de seus ativos;
- está positivamente relacionada aos seus investimentos em ativos tangíveis;
- está negativamente relacionada aos seus investimentos em ativos intangíveis e ativos específicos; e
- está positivamente relacionada a investimentos em ativos que sinalizem o compromisso ao mercado em que ela atua.

Analisando-se ainda a relação entre fatores organizacionais e estrutura de capital, Harris e Raviv (1991) também destacaram que empresas cujos produtos são exclusivos ou companhias que estão relacionadas com produtos ou serviços de alta qualidade geralmente são menos endividadas. Consumidores, fornecedores e empregados de empresas que fabricam produtos mais específicos sofrem custos maiores no caso de liquidação. Os consumidores podem não encontrar outros fornecedores equivalentes, os fornecedores podem ter dificuldades em vender seus produtos para outras empresas e os empregados podem ter habilidades específicas que dificilmente serão aproveitadas em outras organizações. Como o endividamento está associado a um maior risco de falência, quanto mais específico o produto da empresa, menor deve ser a utilização de endividamento. Empresas altamente sindicalizadas ou cujos trabalhadores possuem habilidades facilmente transferíveis são mais alavancadas (HARRIS; RAVIV, 1991).

Segundo Harris e Raviv (1991), modelos de estrutura de capital baseados em fatores organizacionais são capazes de produzir resultados interessantes. Os autores ainda sugeriram que novas pesquisas deveriam buscar relacionar a estrutura de capital com características industriais observáveis, como condições de oferta e demanda e nível de competição existente no mercado em que a organização está inserida. Harris e Raviv (1991) ainda destacaram a importância do desenvolvimento de outros trabalhos que explorem o impacto da estrutura de capital na escolha de outras variáveis estratégicas diferentes de preço e quantidade, que foram o foco dos trabalhos anteriores. Tais variáveis poderiam incluir propaganda, pesquisa e desenvolvimento, capacidade de produção, localização e características dos produtos. Foi argumentado ainda que essas pesquisas poderiam ajudar a explicar as variações na estrutura de capital existentes entre os diversos setores da economia.

2.8 Teoria do controle corporativo

Esta quarta corrente teórica relaciona estrutura de capital com disputa pelo controle das organizações. Nesse contexto, Harris e Raviv (1991) referiram-se a controle por meio da palavra *takeover*, que Ross, Westerfield e Jaffe (1995) definiram como um termo genérico e impreciso que se refere à transferência do controle de uma empresa de um grupo de acionistas a outro. Segundo os mesmos autores, os *takeovers* podem ocorrer por aquisição, disputa por procurações e fechamento de capital. Para um *takeover* por meio de aquisição, precisa haver fusão, oferta de compra de ações ou compra de ativos. Em fusões e ofertas de compra, a empresa adquirente compra as ações ordinárias com direito a voto da empresa adquirida. No caso da disputa por procurações, um grupo de acionistas tenta conquistar o controle do conselho de administração elegendo novos diretores. Uma procuração autoriza o seu portador a votar em todas as matérias de uma assembléia de acionistas. Nas operações de fechamento de capital, todas as ações de uma companhia aberta são compradas por um grupo de investidores e são retiradas das bolsas de valores, não podendo mais ser compradas no mercado aberto.

Segundo Harris e Raviv (1991), os resultados dos trabalhos que relacionam a disputa pelo controle corporativo e estrutura de capital sugerem que a ameaça de transferência do controle organizacional aumenta o endividamento da empresa que busca efeito positivo no preço de suas ações. O desafio do *takeover* pode induzir os administradores a maximizarem o preço das ações para se defenderem. Para isso, conforme foi discutido anteriormente, a empresa pode recorrer ao endividamento com o objetivo de sinalizar ao mercado uma boa saúde financeira, aumentando assim o valor de suas ações.

2.9 Considerações sobre a evolução das teorias sobre estrutura de capital

Tanto a teoria defendida pelos tradicionalistas, quanto os estudos desenvolvidos por Modigliani e Miller deram origem a uma extensa quantidade de pesquisas sobre estrutura de capital. Todo o conhecimento gerado por essas correntes teóricas resultou em trabalhos que se concentraram, na sua maioria, em questionar a existência ou não de uma estrutura de capital que seja capaz de influenciar o valor das organizações, testando, portanto, as teorias pioneiras dos tradicionalistas e de M&M.

Posteriormente, pesquisas foram realizadas com o objetivo de definir teorias que explicassem a composição de financiamentos de longo prazo das empresas. No presente trabalho, foram destacadas a *Static Trade-off Theory*, a *Pecking Order Theory*, a teoria dos custos de agência, a teoria dos fatores organizacionais e a teoria do controle corporativo. A primeira, que tem como foco a discussão dos benefícios fiscais da dívida, explica a formação da estrutura de capital de uma organização por meio da busca de uma estrutura meta, afirmando que as empresas devem endividar-se até o ponto em que os incentivos fiscais forem compensados pelos custos adicionais de possíveis dificuldades financeiras.

A teoria *Pecking Order*, que destaca a existência de assimetria de informações, afirma que a empresa deve seguir uma ordem hierárquica de financiamento, recorrendo primeiramente a lucros retidos, em segundo lugar a empréstimos e, somente quando todas as fontes tiverem indisponíveis, a empresa deve emitir novas ações. De acordo com essa teoria, a estrutura de capital das organizações pode ser explicada pela existência de uma ordem hierárquica a ser seguida, resultante da assimetria de informações.

A terceira teoria destacada no trabalho explica a formação da estrutura de capital por meio da consideração, por parte das empresas, dos problemas de agência. Assim, para evitar que os administradores defendam interesses pessoais em detrimento dos interesses dos proprietários, as organizações devem endividar-se para que a quantidade de recursos livres fique condicionada ao pagamento de empréstimos, impossibilitando que os administradores utilizem as folgas financeiras em benefício próprio.

A quarta teoria apresentada no trabalho relaciona a estrutura de capital com fatores organizacionais e assume que a estrutura de capital é condicionada por estratégias de competição e características de produtos e insumos das organizações. Foi discutido que empresas que trabalham com ativos específicos procuram financiar-se com capital próprio, já que tais ativos representam aumento de risco e não podem ser considerados garantias tangíveis pelos credores. Assim, o custo de financiamentos torna-se mais elevado, o que faz com que tais empresas evitem o endividamento como fonte de recursos de longo prazo.

A última teoria apresentada foi a do controle corporativo, que relaciona o risco de *takeover* com o aumento do endividamento. O que a teoria pretende demonstrar é que a estrutura de capital das empresas pode ser influenciada pelo risco de *takeover*, já que as organizações, sob tais condições, procuram recorrer a capital de terceiros como forma de sinalizar ao mercado que suas ações estão sub precificadas.

A Figura 2 apresenta um resumo das teorias abordadas sobre estrutura de capital. O que se pode observar inicialmente é que há uma oposição entre a obra de Modigliani e Miller (1958) e os demais autores, que procuraram questionar a visão tradicionalista e a de M&M. Tais questionamentos resultaram em trabalhos que, em sua maioria, confirmaram a hipótese de que a estrutura de capital afeta o valor das empresas, trabalhos estes que também serviram como

material para outros estudos que foram reunidos por Harris e Raviv (1991) em quatro teorias a respeito da estrutura de capital das organizações.

Tais teorias forneceram informações para a realização de trabalhos empíricos que procuraram identificar fatores que determinam a estrutura de capital das empresas. Alguns desses trabalhos serão apresentados no Capítulo 3 a seguir.

Figura 2 - Teorias sobre estrutura de capital

3 ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE OS DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL

Em geral, uma empresa pode optar por qualquer estrutura de capital que deseje. Pode emitir ações preferenciais com taxas variáveis, *warrants*, *swaps* de taxas de juros, e usar contratos a termo. Como o número de instrumentos é tão grande, as variações de estrutura de capital são infinitas. (ROSS; WESTERFIEL; JAFFE, 1995, p. 300).

Paralelamente à construção das teorias sobre estrutura de capital, diversos estudos empíricos foram realizados com o objetivo de identificar os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas.

Um dos primeiros estudos empíricos sobre os determinantes da estrutura de capital das empresas foi realizado por Toy et al. (1974) e teve como objetivo testar a hipótese de que três variáveis de desempenho financeiro (crescimento, lucratividade e risco) são determinantes do endividamento das empresas do setor manufatureiro de países industrializados. A amostra considerada para a realização do trabalho foi composta por 816 empresas de quatro setores, em cinco países, durante o período de 1966 a 1972. A escolha das variáveis de desempenho levou em consideração alguns critérios, entre eles a possibilidade das mesmas serem testadas por meio de dados publicados pelas empresas, o que, segundo os autores, restringiu significativamente a pesquisa e resultou em grande quantidade de hipóteses que não puderam ser exploradas pelo trabalho. Os autores testaram o índice de endividamento (*debet ratio* – DR) das empresas, definido como a razão entre dívida total e ativos totais. O conceito de dívida total considerado no artigo é amplo e engloba contas a pagar, provisões e outras dívidas de curto prazo (GOMES, 1999).

As hipóteses dos autores para as três variáveis em análise foram:

- empresas com alto crescimento de ativos são mais endividadas;

- empresas com alta lucratividade são menos endividadas, devido à capacidade de auto-financiamento com recursos gerados internamente; e
- empresas com maior risco são menos endividadas, devido ao risco de falência e aos limites impostos pelos fornecedores de crédito.

Para a realização dos testes, os autores definiram as variáveis da seguinte forma:

- taxa de crescimento da empresa (g): logaritmo dos ativos totais;
- lucratividade (r): medida pelo lucro operacional sobre os ativos totais;
- risco (v): coeficiente de variação da taxa do lucro (r).

O teste foi realizado por meio de uma regressão linear, que definiu o índice de endividamento (DR) como uma função linear das variáveis anteriormente expostas e pôde ser descrita como:

$$DR = B_0 + B_1g + B_2r + B_3v + \varepsilon$$

Segundo Toy et al. (1974), por meio da teoria financeira, é possível gerar as hipóteses de que o sinal do coeficiente B_1 seria positivo (quanto maior o crescimento, maior o endividamento) e os sinais de B_2 e B_3 seriam negativos (quanto maior a lucratividade e o risco, menor o endividamento).

Para os autores, de acordo com o Teste F, o modelo mostra-se significativo em todos os países, exceto na França. Nos demais países (Noruega, Estados Unidos, Holanda e Japão), os valores da estatística t indicaram que a lucratividade é determinante significativo do endividamento das empresas. A taxa de crescimento dos ativos é um determinante significativo do endividamento para os Estados Unidos e Japão, e o risco é um fator determinante para o endividamento das empresas no Japão, Estados Unidos e Noruega. Segundo o R^2 , o modelo varia

de um poder de explicação de 0,024 na França para 0,607 no Japão, passando por 0,467 nos Estados Unidos, 0,256 na Holanda e 0,217 na Noruega, o que indica que o modelo ajuda a explicar a variação do índice de endividamento (DR) nos quatro países (exceto França), conforme havia sido previsto nas hipóteses do trabalho. Todavia, os autores destacam que há uma considerável variação no índice de endividamento (DR) que não foi explicada pelo modelo, o que pode ser resultado da exclusão de diversas variáveis na aplicação do teste, conforme exposto anteriormente.

Um resultado inesperado, segundo Toy et al. (1974), foi o fato de elevados riscos estarem associados a altos índices de endividamento, contrariando a hipótese original para a variável risco.

Ferri e Jones (1979) investigaram a relação entre a estrutura de capital das empresas e seu setor industrial, tamanho, variabilidade de suas receitas (risco) e alavancagem operacional. O desenvolvimento do trabalho de Ferris e Jones (1979) foi baseado na definição de quatro hipóteses. A primeira hipótese testada diz respeito ao setor industrial na qual a empresa está inserida e sua relação com a estrutura de capital. Segundo os autores, a visão de que o setor industrial tem algum impacto na estrutura de capital é intuitiva. Empresas que atuam no mesmo setor estão expostas a riscos similares já que produzem os mesmos produtos, possuem custos de materiais e mão-de-obra parecidos e devem estar apoiadas na mesma tecnologia. O risco do negócio determina a quantidade de crédito que o mercado está disposto a oferecer para a empresa e a taxa de juros associada ao empréstimo. Como o risco está relacionado ao produto que a organização oferece ao mercado, existem razões para afirmar que a estrutura de capital é também determinada pelo setor no qual a empresa atua (FERRI; JONES, 1979).

A segunda hipótese testou a influência do tamanho da empresa na sua estrutura de capital. O motivo que levou os autores a testarem a hipótese de que o tamanho é uma das variáveis que

determinam a estrutura de capital das empresas está relacionado com o fato das empresas maiores serem mais diversificadas, possuírem maior acesso ao mercado de capitais, receberem *ratings* maiores na emissão de títulos e pagarem juros menores na contratação de empréstimos. Por isso, pode-se acreditar que o tamanho das organizações esteja positivamente relacionado com o endividamento.

Como terceira hipótese do trabalho de Ferri e Jones (1979) está a influência do risco na estrutura de capital. Os autores destacaram que a hipótese é a de que o risco está negativamente relacionado ao endividamento das empresas, conforme já haviam exposto Toy et al. (1974).

A quarta e última hipótese testada por Ferri e Jones (1979) define como variável determinante da estrutura de capital das empresas a alavancagem operacional, ou o “grau segundo o qual os custos de operação de uma empresa são fixos, e não variáveis.” (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 1995, p. 665). A alavancagem operacional pode ser entendida como o uso de custos operacionais fixos para acentuar os efeitos de aumentos no faturamento sobre o lucro antes dos juros e impostos (GITMAN, 1997). Segundo Ferri e Jones (1979), a alavancagem operacional está negativamente relacionada ao endividamento da empresa.

A amostra utilizada por Ferri e Jones (1979) foi composta por 233 empresas americanas da base de dados *Compustat*. Tais empresas foram agrupadas por setor industrial no período de 1971 a 1976. A variável dependente, nível de endividamento, foi medida por meio da razão entre dívida total e ativos totais. A indústria é a principal variável independente analisada. Quatro medidas diferentes para a variável tamanho foram utilizadas para o teste da segunda hipótese: vendas totais, ativos totais ao valor contábil, valor médio dos ativos totais durante um período de cinco anos e valor médio das vendas, também calculado no período de cinco anos.

Foram utilizadas quatro medidas para a variável risco, entendida como a volatilidade dos lucros futuros: coeficiente de variação das vendas, coeficiente de variação do fluxo de caixa antes

do imposto de renda, desvio padrão do crescimento padronizado das vendas e desvio padrão do crescimento padronizado do fluxo de caixa.

A alavancagem operacional, última variável independente utilizada no estudo, foi medida pela razão entre a variação percentual de lucro antes dos impostos e juros (LAJIR) e a variação percentual de vendas. Além desta, duas outras formas de medir a alavancagem operacional foram utilizadas: a razão entre ativos fixos e ativos totais e a razão entre a média dos ativos fixos durante um período de cinco anos e a média dos ativos totais durante o mesmo período de tempo.

Os resultados obtidos, segundo os autores, podem ser resumidos da seguinte maneira:

- classe industrial está relacionada à estrutura de capital, porém de uma forma menos direta e pronunciada do que havia sido identificado em estudos anteriores;
- a utilização de capital de terceiros está relacionada ao tamanho da empresa, porém não conforme o esquema linear e positivo que havia sido indicado em outros estudos;
- o risco não está associado à estrutura de capital; e
- alavancagem operacional não influencia na estrutura de capital das empresas.

Marsh (1982) realizou um estudo empírico no Reino Unido no período de 1959 a 1970 com o objetivo de identificar a forma como as empresas escolhem seus instrumentos de financiamento. Para tanto, foi desenvolvido um modelo descritivo da escolha das empresas entre dívida de longo prazo e capital próprio no financiamento de suas atividades.

O estudo feito por Marsh (1982) proporcionou algum esclarecimento sobre várias questões interessantes, tais como, se as empresas comportam-se como se tivessem um padrão de endividamento a ser alcançado, que é a proposta central da teoria do *trade-off*; se as empresas têm padrões similares para a composição de suas dívidas, se as condições de mercado ou o comportamento histórico do preço das ações das empresas influencia a escolha do instrumento de financiamento e se essa decisão é influenciada por outros fatores como risco operacional,

tamanho da empresa, composição dos ativos e a taxa com que as retenções são geradas (SCHMITT, 2004).

A primeira constatação do autor foi a de que as empresas são influenciadas por condições de mercado e por preços passados de suas ações ao optarem por dívida ou capital próprio. A segunda está relacionada ao fato de que mesmo com a existência de uma estrutura meta de capital, as empresas realizam suas escolhas entre dívida e capital próprio. Por último, foi verificado que tais estruturas meta de capital são influenciadas por fatores como tamanho da empresa, risco de falência e composição dos ativos.

Bradley, Jarrell e Kim (1984) dedicaram-se a desenvolver um modelo que sintetizasse a teoria sobre a existência de uma estrutura ótima de capital. Para propor tal modelo, os autores basearam-se na teoria do *trade-off* entre benefícios fiscais da dívida, custos de falência, nas diferenças entre alíquotas de impostos da empresa e dos investidores e custos de agência. A amostra utilizada para o desenvolvimento do trabalho foi composta por 851 empresas concentradas em 25 setores industriais. Os dados sobre as empresas analisadas foram colhidos no período entre 1962 e 1981. A alavancagem foi medida por meio da razão entre a média do valor contábil da dívida de longo prazo e a mesma somada à média do valor de mercado das ações no período de vinte anos.

Os autores concluíram, por meio dos estudos empíricos, que o setor industrial ao qual pertence a empresa influencia sua estrutura de capital. Segundo Bradley, Jarrell e Kim (1984), o risco, representado pela volatilidade dos rendimentos, é outro importante determinante da dívida, e está inversamente relacionado a ela, ou seja, quanto maior o risco, menor a participação de capital de terceiros na estrutura de capital da empresa. Investimentos em pesquisa e desenvolvimento e propaganda também estão inversamente relacionados ao endividamento, fatos que corroboram o modelo de endividamento ótimo. Todavia, foi identificada uma relação direta

entre alavancagem e os escudos de impostos tradicionais, que se contrapõe à teoria da estrutura ótima de capital, conforme discutida por DeAngelo e Masulis (1980). Tais autores contribuíram para o desenvolvimento da teoria sobre estrutura de capital ao destacar a existência de escudos fiscais como amortização, depreciação e créditos fiscais. Na medida em que diminuem o lucro tributável da empresa, mas não constituem saída de caixa efetiva, essas despesas constituem benefícios fiscais relevantes que elevam o valor da empresa. Dessa forma, empresas que possuem esse tipo de escudo de impostos devem apresentar uma alavancagem menos acentuada por não aproveitarem os benefícios fiscais relacionados aos juros. Os créditos fiscais obtidos pelas empresas em fase de crescimento acentuado são também exemplos de escudos de impostos, o que sugere uma relação negativa entre oportunidades de crescimento e alavancagem (GOMES, 1999).

Titman e Wessels (1988) analisaram o poder explicativo de algumas teorias sobre a estrutura ótima de capital. Os autores examinaram uma quantidade considerável de teorias sobre o tema que até então não haviam sido analisadas empiricamente. Além disso, consideraram separadamente dívidas de longo prazo, curto prazo e dívida conversível. Por último, o trabalho tentou suavizar os problemas de mensuração normalmente encontrados em pesquisas anteriores.

Na primeira seção do artigo, os autores discutiram os atributos que diferentes teorias sobre estrutura de capital afirmam ser os fatores que influenciam na escolha das empresas entre dívida e capital próprio. Tais atributos são: estrutura dos ativos, escudos fiscais não-dívida, crescimento, especificidade de produtos, valor colateral dos ativos, setor, tamanho, volatilidade dos lucros (risco) e lucratividade.

Para a realização dos testes empíricos, as variáveis foram analisadas no período entre 1974 e 1982. No total, 469 empresas compuseram a amostra do estudo. A metodologia utilizada no trabalho buscou avaliar a relação existente entre os determinantes teóricos, seus indicadores e a estrutura de capital. O modelo proposto é um modelo de análise fatorial, dividido em duas

partes: um modelo de medição e um modelo estrutural, calculados simultaneamente. O modelo de medição relaciona os indicadores com os determinantes teóricos, enquanto o estrutural relaciona os determinantes à estrutura de capital. Dessa forma, as correlações entre os indicadores são calculadas internamente pelo modelo. O resumo das variáveis analisadas por Titman e Wessels (1988) e suas relações teóricas com a estrutura de capital das empresas está apresentado no Quadro 2.

Apesar dos estudos não serem conclusivos, de acordo com os autores, os resultados corroboraram as teorias existentes sobre estrutura de capital. O primeiro resultado destacado por Titman e Wessels (1988) evidenciou que o nível de endividamento das empresas está negativamente associado à especificidade dos produtos. Outros resultados encontrados na pesquisa também indicaram que os custos de transação podem ser importantes determinantes da estrutura de capital das empresas. Dívidas de curto prazo mostraram-se estar negativamente relacionadas ao tamanho da organização, fato que pode ser um possível reflexo dos custos de transação incorridos por pequenas empresas ao contratarem dívidas de longo prazo. Além disso, os autores verificaram que empresas mais rentáveis têm menos dívida em relação ao seu valor de mercado. Os resultados da pesquisa não encontraram evidências de que crescimento, benefícios fiscais não-dívida, volatilidade ou composição dos ativos estejam relacionados à determinação da estrutura de capital.

Variáveis Originais	Fatores	Relações Teóricas
Ativos Intangíveis/Ativo Total	Valor Colateral dos Ativos	Relação negativa entre o valor colateral dos ativos e o endividamento
(Estoque + Imobilizado) /Ativo Total		
Créditos Fiscais/Ativo Total	Benefícios Fiscais Não-Dívida	Relação negativa entre benefícios fiscais não-dívida e endividamento
Depreciação/Ativo Total		
Lucro Operacional – Despesas Operacionais – Imposto de Renda		
Dispêndio de Capital/Ativos Totais	Crescimento	Positivamente correlacionado com dívida de curto prazo e negativamente relacionado com dívida de longo prazo
Variação do Ativo Total		
Despesas com P&D/Vendas		
Preço por Ação/Lucro por Ação		
Despesas com P&D/Vendas	Especificidade	Relação negativa entre especificidade e dívida
Despesas com Vendas/Vendas		
Índice de Rotatividade dos Empregados		
Variável <i>Dummy</i> (1 = indústria de capital; 0 = outras indústrias)	Classificação Industrial	Indústrias de bens de capital são menos endividadas
Ln de Vendas	Tamanho	Relação positiva entre tamanho e endividamento
Índice de Rotatividade dos Empregados		
Desvio Padrão dos Lucros Operacionais	Volatilidade dos Lucros	Relação negativa entre volatilidade e endividamento
Lucro Operacional/Venda	Lucratividade	Relação negativa entre lucratividade e endividamento
Lucro Operacional/Ativo Total		

Quadro 2 - Variáveis e relações com o endividamento das empresas

Fonte: ROSIFINI JÚNIOR, 2004, p. 32.

O artigo de Klock e Thies (1992) que utilizou uma amostra ajustada a efeitos inflacionários e a eventos ocorridos durante o período de análise com o objetivo de eliminar distorções presentes nos estudos anteriores, identificou uma estrutura de capital complexa nas empresas, composta não apenas de dívida e ações, mas de dívida de longo prazo, dívida de curto

prazo, dívida conversível, ações preferenciais e ações ordinárias, que foram utilizadas como variáveis dependentes no teste estatístico proposto. Como variáveis independentes, foram utilizadas: lucratividade, imobilizado/ativos, estoques/ativos, alavancagem operacional, volatilidade das vendas, crescimento das vendas, imposto efetivo ($IR / IR + \text{lucro líquido}$) e *rating*, representando o risco de falência.

Os resultados obtidos foram bastante coerentes com a teoria. A lucratividade apresentou-se negativamente correlacionada com a alavancagem, o imobilizado obteve correlação positiva com a dívida de longo prazo e os estoques com a dívida de curto prazo, fato que parece demonstrar uma compatibilidade entre os prazos de ativos e passivos e é coerente com a teoria dos custos de falência. O crescimento apresentou correlação positiva com a alavancagem, da mesma forma que as taxas efetivas de imposto e classificações de risco positiva. No caso da volatilidade das vendas, foi encontrada uma correlação negativa com a dívida de longo prazo, mas uma correlação positiva com a dívida de curto prazo. Apenas a alavancagem operacional não apresentou resultados significativos no teste.

Rajan e Zingales (1995) analisaram a relação entre os determinantes da estrutura de capital e a alavancagem financeira nos países que compõem o G-7. Para a realização do estudo, foram utilizados quatro determinantes da estrutura de capital: tangibilidade dos ativos (ativos fixos /ativos totais); oportunidades de investimento $[(\text{ativo} - \text{patrimônio} + \text{valor de mercado das ações}) / \text{ativo total}]$; tamanho ($\log$ vendas); e lucratividade ($\text{lucro operacional} / \text{ativo total}$). Os resultados obtidos no artigo indicaram que nos outros países foram observadas relações entre determinantes e alavancagem semelhantes àsquelas observadas nos Estados Unidos, principalmente em uma análise agregada. Os autores encontraram na maior parte dos países coeficientes de sinal negativo para oportunidades de investimento e lucratividade e positivo para

composição de ativos e tamanho. No entanto, o poder de explicação das variáveis medido pelo R^2 mostrou-se fraco, com uma média de 19% entre todos os países.

Jorge e Armada (2001) analisaram a relevância e validade de vários fatores considerados determinantes da estrutura de capital pela literatura financeira: tamanho, crescimento, risco de negócio, rentabilidade, composição do ativo, vantagens fiscais não resultantes do endividamento, setor de atividade e controle acionário.

A amostra escolhida pelos autores foi composta de 93 empresas portuguesas. O período de tempo utilizado foi de seis anos, entre 1990 e 1995. Jorge e Armada (2001) concluíram que fatores como tamanho, vantagens fiscais não resultantes de endividamento, controle acionário e setor de atividade não são determinantes da estrutura de capital das empresas, independentemente de como o endividamento for mensurado. A variável crescimento tem uma relação positiva com todas as medidas de endividamento utilizadas no estudo, o que, segundo os autores, indica que empresas com maior taxa de crescimento dos ativos são aquelas que tendem a estar mais endividadas. Em relação ao risco, os resultados não corroboraram a teoria que defende uma relação inversa entre risco e endividamento. A medida de rentabilidade pareceu determinar apenas o endividamento global e de curto prazo e a análise da composição do ativo não permitiu a conclusão de que as empresas da amostra com maior proporção de ativos tangíveis sejam as mais endividadas. Os autores finalizaram o artigo destacando a importância de estudos que verifiquem outros fatores de caráter subjetivo, capazes de determinar a estrutura de capital das empresas: grau de desenvolvimento tecnológico da organização, condições de acesso ao mercado de capitais e acesso a subsídios.

3.1 Considerações sobre os estudos empíricos

Conforme pôde ser observado, os estudos empíricos descritos identificaram alguns fatores que, de acordo com a metodologia aplicada em cada pesquisa, comprovaram-se ser determinantes da estrutura de capital das empresas analisadas. Os resultados das pesquisas apresentadas encontram-se resumidos no Quadro 3.

Autores	Fatores Estudados	Resultados
Toy et al (1974)	Lucratividade	Relação negativa com o endividamento
	Crescimento dos ativos	Relação positiva com o endividamento
	Risco	Relação negativa não confirmada
Ferri e Jones (1979)	Setor	Relação fraca com o endividamento
	Tamanho	Relação negativa fraca com o endividamento
	Risco	Relação negativa não confirmada
	Alavancagem operacional	Relação negativa não confirmada
Marsh (1982)	Condições de mercado (preços passados de ações)	Relação confirmada com o endividamento
	Estrutura meta de capital	Existência de uma estrutura meta confirmada, apesar de a mesma poder ser modificada
	Tamanho, risco de falência e composição dos ativos	Relação confirmada com o endividamento
Bradley et al (1984)	Setor	Setor influencia a estrutura de capital
	Risco	Relação negativa com o endividamento
	Especificidade dos ativos	Relação negativa com o endividamento
	Escudos fiscais não-dívida	Relação positiva com o endividamento
Titman e Wessels (1988)	Escudos fiscais não-dívida	Relação negativa não confirmada
	Crescimento	Relação positiva não confirmada
	Especificidade dos ativos	Relação negativa com o endividamento
	Setor	Setor influencia a estrutura de capital
	Tamanho	Relação positiva com o endividamento
	Risco	Relação negativa não confirmada
	Lucratividade	Relação negativa com o endividamento
	Valor colateral dos ativos	Relação positiva não confirmada
Klock e Thies (1992)	Lucratividade	Relação negativa com o endividamento
	Tangibilidade dos ativos	Relação positiva com o endividamento
	Crescimento	Relação positiva com o endividamento
	Risco	Relação negativa com o endividamento
	Alavancagem operacional	Relação negativa não confirmada

Rajan e Zingales (1995)	Valor colateral dos ativos	Relação positiva com o endividamento
	Oportunidade de investimento	Relação negativa com o endividamento
	Tamanho	Relação positiva com o endividamento
	Lucratividade	Relação negativa com o endividamento
Jorge e Armada (2001)	Tamanho	Relação positiva não confirmada
	Crescimento	Relação positiva com o endividamento
	Risco	Relação positiva com o endividamento
	Rentabilidade	Relação negativa com o endividamento
	Composição do ativo	Relação não confirmada com o endividamento
	Escudos fiscais não-dívida	Relação negativa não confirmada
	Setor	Relação não confirmada
	Controle acionário	Relação não confirmada

Quadro 3 – Fatores e resultados dos trabalhos empíricos sobre estrutura de capital

4 AS EMPRESAS BRASILEIRAS E A ESTRUTURA DE CAPITAL

As teorias de estrutura de capital abordadas anteriormente foram desenvolvidas a partir de mercados muito mais próximos da perfeição do que os mercados de países em desenvolvimento como o Brasil. Alguns estudos com empresas brasileiras foram realizados e, de certa forma, contribuíram para o aprofundamento do assunto no que diz respeito a mercados com características diferentes daquelas observadas em economias desenvolvidas. O presente capítulo tem como objetivo apresentar alguns trabalhos sobre determinantes da estrutura de capital realizados com empresas brasileiras.

Zonenschain (1998) desenvolveu um estudo com o objetivo de analisar o padrão de financiamento das empresas brasileiras no período de 1989 a 1996. Para o desenvolvimento do trabalho, a autora investigou o comportamento de quatro grupos de variáveis: tamanho da firma e medidas de performance; forma de financiamento dos investimentos pelas empresas (taxa de retenção, autofinanciamento e financiamento externo, via endividamento e via emissões); estrutura do capital (medidas de estoque e de alavancagem) e comportamento dos preços no mercado acionário e do retorno dos dividendos.

A amostra foi composta pelas 216 empresas de capital aberto da indústria de transformação mais negociadas em bolsa de valores. As informações foram obtidas da base de dados da empresa Economática. A distribuição setorial das empresas foi: Alimentos (23); Autopeças (12); Bebidas (8); Brinquedos (2); Cimento (3); Couro (3); Diversos (9); Eletrônica (7); Eletrodomésticos (6); Fertilizantes (11); Mecânica (9); Madeira (4); Material de Transporte

(8); Metalurgia (22); Papel e Celulose (8); Petroquímica (25); Química (7); Siderurgia (10); Têxtil (25); Outros (14).

Zonenschain (1998) destacou que os resultados encontrados indicaram uma participação elevada do autofinanciamento como fonte de recursos para as empresas brasileiras em vários dos anos estudados e de emissões na média do período (1989/96). No primeiro caso, os resultados são consistentes com o porte reduzido da maior parte das empresas brasileiras. Com relação às emissões, segundo a autora, não se esperaria encontrar uma participação muito expressiva dessa modalidade, dado o caráter incipiente do mercado de capitais brasileiro, tanto primário quanto secundário. Além disso, pelo que se conhece do processo de crescimento brasileiro, seria razoável esperar que o recurso a endividamento junto ao setor bancário fosse uma alternativa utilizada pelas empresas em maior grau do que os dados indicaram. Todavia, Zonenschain (1998) ressaltou que há a possibilidade de os resultados encontrados em seu trabalho terem sido afetados por características da metodologia adotada, pela sonegação fiscal, pelo impacto da inflação sobre os dados (mesmo após a estabilização da moeda) e pela composição da amostra disponível.

Conforme observado na Tabela 1, pode-se verificar que, analisando-se os anos separadamente, após 1993, as empresas pesquisadas utilizaram o autofinanciamento como principal fonte de recursos, ficando a emissão de ações como a alternativa menos utilizada, fato que vai ao encontro da teoria *Pecking Order*.

Para explicar a grande participação de emissões no financiamento das empresas pesquisadas até 1993, Singh (1995) destacou o crescimento do mercado acionário nos países em desenvolvimento desde os anos 80, mais associado a políticas governamentais do que a forças de mercado. Entre as políticas governamentais que aceleraram o crescimento do mercado acionário, podem ser citados os programas de privatização, a crise da dívida que levou os governos a buscarem o incremento do mercado acionário como alternativa para atrair capital estrangeiro sem

criar dívida externa, a necessidade de empresas públicas procurarem capital privado para investimento, a tendência geral à desregulamentação e à globalização dos mercados financeiros e as dificuldades enfrentadas pelas agências internacionais de desenvolvimento.

Tabela 1 – Padrão de financiamento das empresas no Brasil - 1989 - 1996

Ano	Autofinanciamento	Endividamento	Emissões	Amostra (número de empresas)
1989/96	25	27	48	97
1989	42	20	38	111
1990	10	13	78	94
1991	14	18	68	92
1992	21	15	64	85
1993	55	22	23	128
1994	58	23	19	135
1995	53	28	19	104
1996	58	38	4	88

FONTE: ZONENSCHAIN, 1998, p. 13.

Considerando-se ainda os resultados para o período inteiro analisado (e não os resultados anuais), a autora da pesquisa destacou que os mesmos confirmaram a percepção de Singh (1995) de que os países menos desenvolvidos baseiam seu financiamento em emissões em uma proporção mais elevada do que se imaginaria, dado o porte reduzido e o caráter incipiente dos seus mercados acionários. No período de 1989 a 1996, 48% das empresas da amostra recorreram à emissão de ações como fonte de recursos. A participação do autofinanciamento dentre as fontes utilizadas pelas empresas da amostra (25%) pode ser entendida no caso brasileiro como decorrência do caráter pouco desenvolvido das fontes externas de financiamento, das taxas de juros elevadas praticadas na economia na maior parte do período analisado e da instabilidade gerada pela inflação até 1994. A utilização de endividamento de longo prazo junto a instituições de crédito foi observada em 27% das empresas da amostra no período de 1989 a 1996.

Ao finalizar a pesquisa, a autora destacou alguns problemas encontrados que podem ter afetado os resultados. O primeiro desses problemas foi a impossibilidade de controlar os efeitos da inflação, das mudanças de legislação e da sonegação fiscal sobre o balanço das empresas. Além dos problemas relacionados à inflação, seria necessário encontrar uma forma de incluir na amostra empresas de capital fechado, já que as empresas de capital aberto não representam de forma apropriada o universo das empresas brasileiras.

Outro estudo com empresas brasileiras foi desenvolvido por Moreira e Puga (2000), que tiveram como objetivo responder às seguintes questões:

- Como as firmas brasileiras financiam seu crescimento?
- Qual a importância de fatores relacionados à origem da propriedade, tamanho e setor para a definição do padrão de financiamento?
- Como se situa o padrão de financiamento das firmas industriais brasileiras frente às suas congêneres nos outros países em desenvolvimento e nos países desenvolvidos?
- Quais são as implicações da atual estrutura de financiamento para as perspectivas de crescimento e desenvolvimento do país?

A análise da base de dados que inicialmente possuía 26 mil firmas industriais de capital aberto e fechado, resultou em uma amostra com um total de 4312 empresas após a retirada das companhias que não respondiam aos quesitos necessários para o desenvolvimento da metodologia da pesquisa. A Tabela 2 apresenta os resultados encontrados por Moreira e Puga (2000) e o Gráfico 1 apresenta uma comparação dos principais estudos sobre estrutura de capital em países em desenvolvimento.

Tabela 2 – Padrão de financiamento das empresas brasileiras – 1995 - 1997

	Número de Empresas	Padrão de Financiamento		
		Interno (%)	Dívida (%)	Ações (%)
Nacionais				
Micro e Pequenas	1888	63	20	17
Médias	1376	48	29	23
Grandes	671	44	30	26
Total	3935	54	25	21
Estrangeiras				
Micro e Pequenas	54	75	20	5
Médias	124	63	20	17
Grandes	199	60	23	17
Total	377	63	21	15
Todas				
Micro e Pequenas	1942	63	20	17
Médias	1500	50	28	23
Grandes	870	48	29	24
Total	4312	55	25	20

FONTE: MOREIRA; PUGA, 2000, p.19.

Gráfico 1 – Comparativo dos resultados de trabalhos selecionados

FONTE: MOREIRA; PUGA, 2000, p.19.

Moreira e Puga (2000), confirmando a teoria *Pecking Order*, destacaram que tanto a pesquisa por eles desenvolvida quanto o trabalho de Singh (1995) sugerem que as empresas brasileiras dependem fortemente da geração de recursos internos para financiar o seu crescimento, em um nível acima da média dos países em desenvolvimento e próximo do padrão

dos chamados países desenvolvidos. A exceção fica por conta dos resultados de Zonenschain (1998) para o período de 1989 a 1996, um fato talvez explicado, conforme exposto anteriormente, pelas perturbações macroeconômicas e institucionais do início da década de 90 e pela metodologia adotada. Os resultados sugerem, segundo Moreira e Puga (2000), que tanto Singh (1995) quanto Zonenschain (1998) superestimaram o papel do mercado acionário, provavelmente pelo viés de suas amostras. A contrapartida de uma menor participação do mercado acionário foi uma maior participação do crédito que chegou a 25%, contra os 7% observados em Singh (1995).

Quando levadas em consideração características como tamanho das empresas e origem da propriedade, os resultados de Moreira e Puga (2000) indicaram que as micro e pequenas empresas apresentaram menor alavancagem (15,1%), seguida pelas médias (19,5%) e grandes (19,8%). As empresas estrangeiras apresentaram menor índice de endividamento sobre o patrimônio líquido. Fatores como tamanho, origem de propriedade, intensidade de capital e setores não produziram, em geral, grandes variações no padrão de financiamento. A importância dos recursos internos foi mais observada para as firmas de menor porte provavelmente devido a maior dificuldade em levantar recursos externos, seja por meio de dívida ou de ações. Foi observada também maior alavancagem nas firmas mais intensivas em capital, seja pela maior capacidade de oferecer garantias, seja pelas maiores necessidades de investimento por unidade de produto.

Perobelli e Famá (2002) aplicaram o modelo desenvolvido por Titman e Wessels (1988) em empresas brasileiras. Para isso, os autores testaram a relação entre a estrutura da capital e os fatores estrutura dos ativos, benefícios fiscais não-dívida, expectativa de crescimento, especificidade, setor, tamanho, risco e lucratividade. Os resultados obtidos não confirmaram relações entre os fatores testados e o endividamento de longo prazo. Foi observada uma relação negativa entre o grau de endividamento de curto prazo e o tamanho das empresas, indicando que

empresas menores são mais propensas ao endividamento de curto prazo por não terem acesso a linhas de financiamento de longo prazo. Outra relação encontrada pelos autores foi entre o grau de endividamento de curto prazo e os fatores crescimento dos ativos e a lucratividade.

Rosifini Júnior (2004) objetivou identificar quais os fatores econômico-financeiros influenciam a decisão das empresas brasileiras em constituir seus financiamentos com capital próprio ou capital de terceiros. Para tanto, buscou estudar a importância relativa de alguns aspectos externos à administração financeira das empresas na constituição da estrutura de capital. Além dos aspectos externos, analisou também características financeiras internas capazes de definir a escolha das fontes de financiamento das organizações. Para cada característica analisada, o autor definiu um estimador. O Quadro 4 expõe as características testadas e os estimadores adotados.

A primeira análise realizada pelo autor teve como objetivo mensurar o impacto dos fatores externos em função das características financeiras das empresas. O resultado da análise de componentes de variância comprovou a hipótese de que as características financeiras das empresas possuem grau de explicação da variância da alavancagem muito superior às variáveis representantes das características externas. Em relação às variáveis correspondentes às características externas, apenas as representantes de País apresentaram níveis de significância relevantes.

Após a confirmação da hipótese de que as características financeiras das empresas possuem alto nível de explicação da variância da alavancagem, um segundo modelo foi gerado para especificar tais características. Para tanto, seis fatores foram propostos: risco, crescimento e oportunidade de crescimento, tangibilidade dos ativos, especificidade dos ativos, rentabilidade e tamanho. A relação de cada um dos fatores com a alavancagem foi então verificada por meio de

uma análise de regressão múltipla, em que as variáveis independentes foram obtidas pela multiplicação dos estimadores pelas cargas fatoriais obtidas previamente.

Característica Externa	Estimador
País	Código do país
Setor	Código do setor
Período	Ano
Juros	Taxa básica de juros média
Estabilidade econômica	Indicador de inflação do período
Disponibilidade de crédito	Crédito/PIB
Representatividade do mercado de capitais	Volume de negociações no mercado de capitais/PIB
Característica Interna	Estimador
Tangibilidade dos ativos	(Estoques + Imobilizado) / Ativo Total Imobilização do Ativo Depreciação / Ativo
Especificidade dos ativos	Despesas de Vendas / Receita Despesas de P&D / Receita
Lucratividade	Lucro Operacional / Ativo Lucro Líquido / Ativo Margem Operacional Margem Líquida Giro do Ativo
Tamanho	Ativo Total Receita Líquida Patrimônio Líquido
Crescimento e oportunidade de crescimento	Variação e Desvio do Ativo Variação e Desvio da Receita Imobilização do Ativo
Volatilidade dos resultados	Coefficiente de Variação dos Lucros Operacionais / Ativo

Quadro 4 – Características e estimadores

FONTE: ROSIFINI JÚNIOR (2004).

Como resultado de tal análise, dois fatores apresentaram explicações estatisticamente significativas. O fator de tangibilidade dos ativos apresentou forte relação positiva com a alavancagem, o que demonstra que quanto maior a tangibilidade dos ativos, maior tende a ser o endividamento das empresas. O fator de lucratividade também apresentou um alto grau de explicação da alavancagem com relação negativa. Empresas mais lucrativas tendem a ser menos endividadas, corroborando a teoria do *Pecking Order*.

O fator de risco também apresentou relevância significativa, porém a um nível de significância menor. De acordo com Rosifini Júnior (2004), os resultados referentes a esses fatores corroboram a maioria dos trabalhos pesquisados em outros países, e mesmo no Brasil, como é o caso do trabalho de Perobelli e Famá (2002) e de Zonenschain (1998). Os demais fatores analisados apresentaram pouca ou nenhuma significância estatística, sobre os quais não foi possível realizar análises conclusivas.

4.1 Considerações sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras

Com base nos estudos brasileiros expostos, pôde-se verificar que Zonenschain (1998) e Moreira e Puga (2000) objetivaram identificar a forma como as empresas brasileiras financiam suas atividades, ou seja, quais as fontes a que recorrem. Os resultados de Zonenschain (1998) indicaram que a grande maioria das organizações estudadas no período de 1989 a 1996 recorreu à emissão de ações como fonte de recursos. Porém, ao se analisar os anos estudados separadamente, verifica-se que após 1994 a maior parte das empresas utilizaram como fonte de recursos o auto financiamento em detrimento da emissão de ações. Todavia, a autora destacou que a pesquisa pode conter alguns problemas metodológicos que possivelmente interferiram nos resultados.

Moreira e Puga (2000) estudaram o padrão de financiamento das empresas brasileiras durante o período de 1995 a 1997. Os resultados indicaram que 55% das organizações da amostra utilizaram o auto financiamento como fonte de recursos e apenas 20% recorreram à emissão de ações. Os autores também verificaram que fatores como tamanho, origem da propriedade

(empresa estrangeira ou nacional), intensidade de capital e setor não produziram variação no padrão de financiamento das empresas pesquisadas.

Perobelli e Famá (2000) e Rosifini Júnior (2004) também pesquisaram o endividamento das empresas brasileiras, porém com o objetivo de identificar os fatores que determinam a estrutura de capital das organizações. Perobelli e Famá (2000) aplicaram a metodologia desenvolvida por Titman e Wessels (1988) em empresas brasileiras e constataram que não puderam ser encontradas relações entre os fatores testados e o endividamento de longo prazo. Além disso, somente fatores como tamanho, crescimento dos ativos e lucratividade apresentaram relações significativas com o endividamento de curto prazo.

Rosifini Júnior (2004) identificou que fatores como risco e tangibilidade, apresentaram relação com o endividamento das empresas estudadas, enquanto que fatores como crescimento, especificidade dos ativos, tamanho e rentabilidade não foram identificados como determinantes da estrutura de capital das organizações. Um resumo dos estudos está representado no Quadro 5.

Percebe-se, portanto, que há um esforço para que fatores determinantes da estrutura de capital das empresas sejam identificados. Todavia, conforme pôde ser observado nas pesquisas apresentadas, os resultados são divergentes e pouco pode ser concluído. Tais trabalhos utilizaram dados secundários das empresas. O próximo capítulo apresentará estudos que buscaram identificar os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas, porém por meio da coleta de dados primários com a aplicação de questionários.

Estudo	Objetivo	Resultados
Zonenschain (1998)	Investigar como as empresas financiam suas atividades, ou seja, a que fontes de recursos as empresas recorrem.	Analisando-se o resultado do período estudado (1989 a 1996), as empresas, na sua maioria, recorrem à emissão de ações. Porém, analisando-se o período após 1994, a maior parte das empresas recorreu ao auto-financiamento.
Moreira e Puga (2000)	Investigar como as empresas financiam suas atividades, ou seja, a que fontes de recursos as empresas recorrem.	O estudo abrangeu o período de 1995 a 1997. A maior parte das empresas (55%) recorreu ao auto-financiamento. Uma minoria (20%) emitiu ações.
Perobelli e Famá (2000)	Investigar os fatores que determinam a estrutura de capital das empresas brasileiras.	Fatores como tamanho, crescimento dos ativos e lucratividade foram considerados determinantes do endividamento de curto prazo das empresas estudadas. Não foram encontradas relações entre os atributos selecionados e o endividamento de longo prazo das empresas.
Rosifini Júnior (2004)	Investigar os fatores que determinam a estrutura de capital das empresas brasileiras.	Risco e tangibilidade dos ativos foram considerados determinantes da estrutura de capital das empresas estudadas.

Quadro 5 - Resumo dos estudos brasileiros sobre estrutura de capital

5 UTILIZAÇÃO DE QUESTIONÁRIOS NO ESTUDO DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS

Alguns autores recorreram à aplicação de questionários para a realização de pesquisas sobre a estrutura de capital das empresas. Como o presente trabalho também consiste na aplicação de questionários que objetivam a busca de informações acerca de definição da estrutura de capital das empresas brasileiras, julgou-se importante a apresentação de estudos semelhantes que podem dar suporte teórico e metodológico para o desenvolvimento desta dissertação.

Pinegar e Wilbricht (1989) realizaram uma pesquisa com o objetivo de verificar se os executivos utilizam as teorias sobre estrutura de capital na tomada de decisões sobre financiamento. As empresas que compuseram a amostra foram retiradas da lista *Fortune 500*, publicada na edição de 27 de Abril de 1986 da revista *Fortune*. O *Standard and Poor's Register of Directors and Executives* foi utilizado para a obtenção dos nomes e endereços dos executivos financeiros (*CFO – Chief Financial Officer*) de cada empresa listada. Uma carta de apresentação foi enviada juntamente com o questionário a cada executivo financeiro, solicitando que o mesmo, ou outra pessoa ligada ao departamento financeiro da empresa, respondesse a nove questões. Para garantir o anonimato das respostas, não foram coletadas informações relativas a características das empresas como tamanho ou setor industrial. Um total de 176 questionários foram respondidos.

No que diz respeito à teoria do *Static Trade-off* e do *Pecking Order*, os resultados obtidos indicaram que 68,8% das empresas demonstraram preferência por uma hierarquia no financiamento e 26,7% afirmaram buscar uma estrutura meta de capital, conforme identificado na primeira pergunta do questionário. A Tabela 3 expõe os resultados das fontes de recursos de

longo prazo por ordem de preferência das empresas pesquisadas. Conforme observado, 84,3% dos respondentes indicaram lucros retidos (capital interno) como a primeira opção de financiamento, enquanto 39,7% consideraram a emissão de ações ordinárias sua última alternativa de financiamento.

Tabela 3 - Porcentagens obtidas para a resposta à segunda questão do questionário: Coloque em ordem de preferência (1 = primeira escolha; 6 = última escolha) as fontes de recursos de longo prazo no financiamento de novos investimentos

Porcentagem de respostas								
Fontes	Primeira opção	Segunda opção	Terceira opção	Quarta opção	Quinta opção	Sexta opção	Não rankeados	Média
Lucros retidos	84,3	7,4	2,5	0,8	2,5	0,8	1,7	5,61
Dívida	14,9	71,9	5,0	5,0	1,7	0,8	0,8	4,88
Dívidas conversíveis	0	2,5	43,0	31,4	9,9	3,3	9,9	3,02
Emissão de ações ordinárias	0	9,9	23,1	19,0	1,7	39,7	6,6	2,42
Ações preferenciais	0	4,1	16,5	15,7	37,2	14,0	12,4	2,22
Ações preferenciais conversíveis	0	2,5	3,3	15,7	33,1	33,1	12,4	1,72

FONTE: PINEGAR; WILBRICHT, 1989, p. 85.

Além da verificação das duas teorias citadas anteriormente, Pinegar e Wilbricht (1989) identificaram quais fatores as empresas julgam mais importantes na tomada de decisão sobre financiamento. Os respondentes poderiam optar por uma escala de 1 a 5 (1 = não importante e 5 = importante). Os resultados encontrados estão expostos na Tabela 4.

Tabela 4 – Fatores determinantes da estrutura de capital por ordem de preferência

Fator	Porcentagem de resposta para cada o grau de importância para cada fator						Média
	Não importante	2	3	4	Importante	Não ranqueados	
Manutenção da flexibilidade financeira	0,6	0	4,5	33,0	61,4	0,6	4,55
Garantia de “sobrevivência” a longo prazo	4,0	1,7	6,8	10,8	76,7	0	4,55
Manutenção de fontes previsíveis	1,7	2,8	20,5	39,2	35,8	0	4,05
Maximização dos preços dos títulos	3,4	4,5	19,3	33,5	37,5	1,7	3,99
Manutenção de independência financeira	3,4	4,5	22,2	27,3	40,9	1,7	3,99
Manutenção de altos <i>ratings</i> de débito	2,3	9,1	32,4	43,2	13,1	0,0	3,56
Manutenção de estruturas semelhantes a empresas do mesmo setor	15,9	36,9	33,0	10,8	2,8	0,6	2,47

FONTE: PINEGAR; WILBRICHT, 1989, p. 88.

De acordo com os resultados expostos na Tabela 4, 76,7% dos respondentes consideraram o fator garantia de “sobrevivência” a longo prazo o mais importante na definição da estrutura de capital das empresas. O segundo fator de maior importância destacado por 43,2% das empresas foi a manutenção de altos *ratings* de crédito. O fator que 15,9% das empresas definiram como não importante foi a manutenção de estruturas semelhantes a empresas do mesmo setor.

Outros fatores relacionados à teoria da estrutura de capital foram analisados na obra de Pinegar e Wilbricht (1989). Os autores concluíram com a pesquisa que os executivos financeiros que compuseram a amostra estão mais propensos a seguir uma hierarquia de financiamento do que a manter uma estrutura de capital alvo. Além disso, modelos baseados em custos de falência e impostos corporativos e pessoais e outros custos relacionados ao endividamento não são tão utilizados na determinação do *mix* de financiamento. A maioria dos executivos financeiros não

associa o valor da empresa à estrutura de capital. Princípios de planejamento financeiro são mais importantes na definição da estrutura de capital do que as teorias, e as decisões de investimento e dividendos são mais críticas do que decisões sobre estrutura de capital na opinião dos executivos pesquisados.

Eid Júnior (1996) realizou um trabalho que teve como objetivo analisar o comportamento das empresas brasileiras em relação ao custo e à estrutura de capital por meio da identificação de quais instrumentos teóricos melhor descrevem a realidade das empresas no tocante aos dois temas das finanças corporativas. Serão apenas destacados os resultados obtidos no estudo da estrutura de capital. Para tanto, o autor investigou quais teorias entre o *Static Trade-off*, *Pecking Order* ou o oportunismo são reconhecidas na prática das empresas e influenciam tomadas de decisões a respeito da estrutura de capital. As duas primeiras teorias já foram amplamente discutidas no decorrer do presente trabalho. O oportunismo defende a idéia de que as empresas captam recursos na medida em que surgem boas oportunidades, sem se preocuparem em seguir uma ordem hierárquica ou em atingir uma estrutura meta.

Para a realização do estudo foi aplicado um questionário composto por perguntas fechadas do tipo múltipla escolha ou classificação hierárquica. Os questionários foram enviados a 1.126 empresas integrantes de um banco de dados cedido ao autor da pesquisa pela LGM Consultores e Representações Ltda. Foram ainda identificadas, com base nas respostas, algumas classificações das empresas que permitiram uma análise estratificada dos resultados. Tais classificações foram tamanho (montante do patrimônio líquido e faturamento), constituição jurídica (sociedades anônimas, limitadas, outras), tipo de administração (familiar ou profissional), controle acionário (privado, estatal, misto), escolaridade da diretoria (terceiro grau, pós-graduação etc) e setor de atuação.

De 1.126 questionários enviados, 161 foram respondidos. Dos questionários respondidos, 87% vieram de empresas distribuídas em 24 setores, enquanto que os 13% restantes vieram de empresas classificadas como pertencentes a outros ramos de atividade. Dentro dos 24 setores, três se destacaram: autopeças, eletroeletrônico e construção, que somaram aproximadamente 30% dos questionários respondidos. Quanto à constituição jurídica, 59% das empresas respondentes eram sociedades anônimas, 35% limitadas e 6% associações, fundações e outras. As empresas privadas representaram 97,5% da amostra.

Em relação ao tamanho, 90% tiveram faturamento anual entre R\$ 1 milhão e R\$ 500 milhões, evidenciando a ausência de micro empresas (consideradas pelo autor aquelas com faturamento inferior a R\$ 1 milhão). Das respondentes, 75% faturaram de R\$ 20 milhões a R\$ 500 milhões, sendo portanto consideradas grandes empresas. Um total de 95,1% dos diretores tinham terceiro grau completo ou pós-graduação.

Finalmente, quanto ao tipo de administração, 72,7% das empresas da amostra obtida eram administradas por profissionais não ligados por laços de parentesco com os donos das organizações, enquanto que os 28,6% das empresas restantes eram dirigidas por famílias controladoras. O autor destacou o fato de que os respondentes foram, na sua grande maioria, empresas com administração profissional e cujos dirigentes tinham terceiro grau ou pós-graduação, levando à conclusão de que as respostas vieram de empresas mais preparadas em termos de conhecimento e uso de técnicas desenvolvidas e disseminadas no meio acadêmico.

Na análise das respostas gerais, ou seja, das respostas não estratificadas de acordo com as características das empresas, observou-se que a teoria do *Static Trade-off* foi ignorada pela maioria dos respondentes. Quase 90% das empresas não consideraram a manutenção de uma relação constante entre dívida e capital próprio que fosse capaz de minimizar o custo médio ponderado de capital.

O aproveitamento de oportunidades de mercado foi apontado por 47% dos respondentes, o que indica que, na opinião desses dirigentes financeiros, as empresas buscam as fontes de recursos economicamente mais vantajosas no momento da tomada de decisão. Das empresas que compuseram a amostra da pesquisa, 40% destacaram a manutenção de uma hierarquia de captação predeterminada.

Analisando-se ainda os resultados da amostra sem estratificação, pôde-se observar que as empresas recorrem primeiramente a empréstimos bancários no caso de aprovação de um novo projeto, fato não esperado pelo pesquisador já que as taxas de juros no Brasil são consideradas elevadas. Todavia, contrariando a teoria do *Pecking Order*, a segunda fonte a ser utilizada pelas empresas brasileiras é a emissão de ações e a última são os lucros retidos. Algumas considerações que Eid Júnior (1996) destacou para tentar explicar esse viés na teoria estão relacionadas ao fato de muitas linhas de crédito no Brasil serem subsidiadas pelo governo e pela crise que impediu as empresas de reterem lucros.

Portanto, a pesquisa identificou claramente que a teoria do *Static Trade-off*, que propõe uma relação estática entre fundos próprios e de terceiros, não é utilizada pelas empresas brasileiras, que primeiramente associam a definição de sua estrutura de capital ao oportunismo, seguido de uma hierarquia predeterminada de preferências.

Em relação às respostas estratificadas, alguns resultados merecem destaque. A primeira estratificação separou as sociedades anônimas das limitadas e de outras. Foi observado que as empresas que não são sociedades anônimas seguem uma hierarquia predeterminada em sua maioria (52%), enquanto que as sociedades anônimas buscam recursos economicamente mais atraentes no momento.

Do total das 161 empresas que responderam o questionário, 19 eram sociedades anônimas de capital aberto e 76 de capital fechado. Foi verificado que as empresas de capital fechado não

seguem o preconizado pela teoria tradicional, ou seja, não vêem uma relação ótima entre recursos próprios e de terceiros. Apenas 5% das sociedades anônimas de capital fechado optaram por essa alternativa, contra 21% das companhias de capital aberto. Em relação a novos fundos, as empresas de capital aberto recorrem primeiramente à emissão de ações ordinárias, enquanto aquelas de capital fechado captam recursos por meio de empréstimos bancários. Outro fato constatado na pesquisa diz respeito à assimetria de informações. Das sociedades anônimas de capital aberto, 47% consideraram que suas ações encontravam-se subavaliadas mais de 80% do tempo e outros 12% consideraram que suas ações estavam subavaliadas entre 50% e 80% do tempo.

Na separação entre empresas com administração profissional e familiar, observou-se que existem mais empresas limitadas no grupo de empresas familiares e que as maiores empresas são administradas profissionalmente. Além disso, 41% dos administradores profissionais são pós-graduados contra 26% dos familiares. Em relação à captação de novos recursos, as empresas profissionais buscam os recursos mais vantajosos no momento, enquanto que as empresas familiares buscam recursos seguindo uma hierarquia predeterminada. Outra diferença observada entre empresas familiares e profissionais foi o fato de as primeiras se preocuparem mais com imposto de renda de pessoa física, manutenção do controle acionário, risco de falência e a condição dos acionistas existentes.

Ao concluir a pesquisa, o autor destacou que a idéia de uma relação estática entre capital próprio e de terceiros havia sido descartada, já que a maioria das empresas indicaram seguir o oportunismo, captando recursos que no momento fossem economicamente mais proveitosos, sem se preocuparem com a estrutura de capital. Existe ainda um grupo de empresas que demonstraram seguir uma hierarquia de captação predeterminada, dando grande importância à sobrevivência a longo prazo, independência e flexibilidade financeira.

Graham e Harvey (2001) desenvolveram um questionário com o objetivo de captar informações sobre custo de capital, decisões de investimento e estrutura de capital. A taxa de resposta de 9% (392 questionários respondidos entre 4.440 questionários enviados) foi considerada alta quando comparada com pesquisas anteriores e, por isso, os autores consideraram que a amostra poderia ser representativa da população. Por ser pouco utilizada na pesquisa sobre finanças corporativas, Graham e Harvey (2001) acreditaram que a aplicação de questionários na coleta de dados em muito contribui para o entendimento de como as empresas operam.

Para relacionar a pesquisa com as teorias sobre estrutura de capital, os autores examinaram a relação das respostas com características organizacionais como tamanho, setor industrial, nível de endividamento, entre outras. Para a aplicação do questionário, foram utilizados dois mecanismos: cartas e fax. Apesar do foco do estudo ter sido custo de capital, análise de investimento e estrutura de capital, apenas os resultados pertinentes à estrutura de capital serão apresentados a seguir.

No que diz respeito à teoria do *Trade-off*, os autores discutiram a existência de uma estrutura meta de capital que maximize a relação custo/benefício do endividamento. No questionário, foram incluídas perguntas sobre quais fatores definem o grau de endividamento das empresas analisadas. Para cada fator apontado pelo questionário, os executivos poderiam classificar, em uma escala de zero a quatro, seu grau de importância, estando zero como não importante e quatro como muito importante. A Tabela 5 apresenta as opções para a resposta e a porcentagem de executivos que consideraram os fatores como importantes ou muito importantes na definição do nível de endividamento de suas empresas.

Tabela 5 - Resultados para a pergunta: Quais fatores afetam a escolha do nível apropriado de endividamento para sua empresa?

Fatores presentes no questionário	Quantidade de executivos que apontaram o fator como muito importante ou importante (%)
Flexibilidade financeira (quanto menor o endividamento, maior a disponibilidade de recursos para serem aplicados em novos projetos)	59,38%
<i>Rating</i> de crédito	57,10%
Volatilidade de faturamento e fluxo de caixa	48,08%
Vantagem fiscal no pagamento de juros	44,85%
Custos de transação e taxas relativos à emissão de dívidas	33,52%
Níveis de endividamento de empresas do mesmo setor	23,40%
Custo potencial de falência	21,35%
Limitação do endividamento para assegurar que fornecedores e clientes não se preocupem com a saúde financeira da empresa	18,72%
A empresa restringe o nível de endividamento para que os lucros de novos projetos possam ser distribuídos aos acionistas e não sejam destinados ao pagamento de juros de dívida	12,57%
Custos pessoais dos investidores ao receberem juros pagos por títulos de dívida	4,79%
A empresa tenta manter um nível suficiente de endividamento para não ser um alvo atrativo de <i>takeover</i>	4,75%
O aumento de endividamento sinaliza aos competidores que a empresa reduzirá seus produtos	2,25%
Redução dos problemas de agência – quanto maior o endividamento, menor a Quantidade de recursos disponíveis aos administradores	1,69%
Um nível elevado de endividamento ajuda na negociação com empregados	0%

FONTE: Adaptado de Graham e Harvey (2001).

Os resultados da pesquisa indicaram que, para a grande maioria das empresas que responderam ao questionário, o fator mais importante na definição do nível de endividamento é a flexibilidade financeira. Quanto menor o endividamento da empresa, maior a disponibilidade de recursos para serem aplicados em novos projetos. Outra constatação importante foi a preocupação

dos executivos financeiros com o *rating* de crédito das organizações, sendo um fator muito importante ou importante para 57,10% das empresas da amostra. A redução dos conflitos de agência por meio do aumento do endividamento não foi considerada fator importante, contrariando assim a teoria dos custos de agência.

Os executivos foram questionados sobre a existência de um nível de endividamento ótimo na empresa. Nessa questão, 37% dos respondentes afirmaram possuir uma estrutura alvo flexível, 19% responderam não buscar um nível de endividamento ótimo e 10% optaram por uma estrutura de capital rigorosamente definida como alvo. Os 34% restantes responderam que suas empresas têm uma estrutura de capital meta, porém não tão rigorosa. De uma maneira geral, os autores sugeriram que a pesquisa trouxe evidências que suportam, de maneira moderada, a teoria do *Trade-off*.

Perguntas a respeito da teoria do *Pecking Order* também fizeram parte do questionário aplicado por Graham e Harvey (2001). Segundo os autores, para corroborar essa teoria, foi perguntado às empresas se as mesmas emitem títulos quando os recursos internos não são suficientes e se o capital próprio é utilizado quando outras fontes de financiamento não estão disponíveis. Também foi perguntado às empresas se as mesmas consideraram a subprecificação de suas ações quando da decisão de qual título emitir e quando a flexibilidade financeira era considerada importante. A Tabela 6 apresenta os fatores que afetam a decisão da empresa de emitir ações ordinárias.

Tabela 6 - Resultados para a pergunta: Sua empresa considerou emitir ações ordinárias? Em caso afirmativo, que fatores afetam a decisão de emitir ações ordinárias?

Fatores presentes no questionário	Quantidade de executivos que apontaram o fator como muito importante ou importante (%)
Diluição do lucro por ação	68,55%
Subprecificação ou supervalorização das ações pelo mercado	66,94%
Recente aumento de preço das ações – o preço de venda das ações está “alto”	62,60%
Fornecimento de ações para os empregados – planos de opções	53,28%
Manutenção de um índice de endividamento/capital próprio alvo	51,59%
Diluição do controle de alguns acionistas	50,41%
Ações são consideradas as fontes de menor risco para a empresa	30,58%
Possibilidade de a empresa financiar-se com lucros recentes	30,40%
Utilização de níveis de capital próprio similares a empresas do mesmo setor	22,95%
A emissão de ações fornece uma melhor imagem para investidores do que a emissão de dívida	21,49%
Falta de acesso a outras fontes	15,57%
Ações ordinárias são as fontes mais baratas de recursos para a empresa	14,05%
Impostos sobre ganhos de capital pagos pelos investidores da empresa	5%

FONTE: Adaptado de Graham e Harvey (2001).

Além da pergunta representada na Tabela 6, os autores pesquisaram, ainda para a constatação da teoria do *Pecking Order*, outros fatores que afetam a política de financiamento da empresa. Os resultados encontram-se na Tabela 7.

Segundo os autores, a importância da flexibilidade e da subprecificação das ações na emissão de títulos pelas empresas pesquisadas é compatível com o modelo do *Pecking Order*, que defende a existência de uma hierarquia de financiamento.

Tabela 7 - Resultados para a pergunta: Quais outros fatores afetam a política de débito da sua empresa?

Fatores presentes no questionário	Quantidade de executivos que apontaram o fator como muito importante ou importante (%)
Taxas de juros – a empresa emite dívida quando as taxas de juros estão baixas	46,35%
Recursos internos insuficientes para financiar as atividades da empresa	46,78%
A empresa emite dívida quando as ações estão subprecificadas pelo mercado	30,79%
Mudanças no preço das ações ordinárias	16,38%
A empresa posterga a emissão de dívidas devido aos custos de transação	10,17%
A emissão de dívida resulta em melhor imagem para o investidor do que a emissão de ações ordinárias	9,83%
A empresa emite dívida quando acumula lucros	1,14%

FONTE: Adaptado de Graham e Harvey (2001).

Em relação à teoria dos conflitos de agência, os autores encontraram poucas evidências de que as empresas recorrem ao endividamento para evitar que os fluxos de caixa livres sejam utilizados em benefício dos gestores e não dos acionistas. Quanto à teoria baseada em fatores organizacionais, os autores encontraram pouca evidência de que tal teoria é observada na prática das organizações.

Graham e Harvey (2001) constataram, portanto, que flexibilidade e *ratings* de crédito são os fatores mais importantes nas políticas de endividamento das empresas. Outros fatores como diluição dos lucros por ação, aumentos recentes nos preços das ações e o grau de subprecificação das ações são os que mais influenciaram a emissão de títulos pelas organizações. Os autores encontraram suporte moderado para a teoria do *Trade-off* e da existência de uma estrutura de capital meta a ser perseguida pela empresa. Outras evidências como a importância da flexibilidade e a subprecificação das ações são consistentes com a teoria do *Pecking Order*. Por último, os autores concluíram que encontraram pouca evidência de que a sinalização, custos de

transação, substituição de ativos, negociação com empregados e características industriais afetam a escolha da estrutura de capital. Um resumo dos resultados obtidos por Graham e Harvey (2001) está exposto no Quadro 6.

Teoria ou conceito	Evidências encontradas na pesquisa
Teoria do <i>Trade-off</i> na escolha de uma política ótima de endividamento	<ul style="list-style-type: none"> - Benefícios fiscais de dívida: moderadamente importantes - Tratamento internacional aos impostos: moderadamente importantes - Custos de falência: não importantes - Manutenção da flexibilidade financeira: importante - Impostos pessoais: não importantes
Empresas buscam um nível de endividamento alvo	<ul style="list-style-type: none"> - 44% das empresas possuem estruturas de capital alvo rígidas - 37% das empresas possuem estrutura de capital alvo flexível e 19% das empresas não possuem estrutura de capital alvo
Teoria do <i>Pecking Order</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Empresas emitem dívida quando os recursos internos não são suficientes - Empresas emitem ações quando recursos internos não são suficientes - Emissão de ações afetada pela subprecificação das mesmas pelo mercado - Emissão de ações não afetada pela capacidade de obtenção de recursos por outras fontes - Emissão de ações quando os preços das mesmas aumentam - Emissão de dívida quando a taxa de juros está baixa
Características industriais	<ul style="list-style-type: none"> - Políticas de endividamento não sinalizam características da produção das empresas - Decisões de financiamento das empresas não são afetadas pelo índice de endividamento de concorrentes - Níveis de endividamento diferem sistematicamente entre empresas do mesmo setor
Controle corporativo	<ul style="list-style-type: none"> - Risco de <i>takeover</i> não afeta decisões de endividamento

Quadro 6 – Resumo da pesquisa de Graham e Harvey (2001)

FONTE: Adaptado de Graham e Harvey (2001).

5.1 Considerações sobre a utilização de questionários

Com a discussão de alguns trabalhos que utilizaram questionários para pesquisar a forma como as organizações definem sua estrutura de capital, os fatores que mais impactam tais decisões e as teorias que são seguidas pelos gestores financeiros, pode-se constatar que, como cada estudo elaborou um questionário diferente, os resultados também foram divergentes. Foi possível observar que apesar da utilização da mesma ferramenta (questionário), os autores elaboraram-na de maneira a atender os objetivos de suas pesquisas e, por isso, as conclusões foram desiguais. O resumo dos resultados obtidos nos trabalhos que utilizaram a aplicação de questionários para estudar a estrutura de capital das empresas está representado no Quadro 7.

Estudo	Resultados
Pinegar e Wilbricht (1989)	<ul style="list-style-type: none"> - O estudo identificou que 68,8% das empresas pesquisadas possuem uma hierarquia de fontes de recursos, sustentando a teoria do <i>Pecking Order</i>. Um total de 26,7% das empresas afirmou possuir uma estrutura meta de capital. - Quanto às fontes de recursos, 84,3% afirmaram recorrer primeiramente a lucros retidos. - A sobrevivência a longo prazo e <i>rating</i> de crédito foram considerados os fatores mais importantes na escolha das fontes de financiamento.
Eid Júnior (1996)	<ul style="list-style-type: none"> - A maior parte das empresas pesquisadas afirmou não possuir uma estrutura meta de capital e 47% afirmaram seguir o oportunismo. Um total de 40% das organizações utiliza uma hierarquia de financiamento. - Empréstimos bancários foram considerados a primeira opção, seguidos por emissão de ações. A utilização de lucros retidos ficou como última opção para as empresas pesquisadas.
Graham e Harey (2001)	<ul style="list-style-type: none"> - Foram verificadas evidências de que a teoria do <i>Pecking Order</i> é seguida pelas empresas. - Flexibilidade financeira e <i>rating</i> de crédito foram considerados os fatores mais importantes na escolha das fontes de financiamento.

Quadro 7 – Resumo dos estudos que utilizaram questionário

6 ASPECTOS METODOLÓGICOS

A finalidade da pesquisa é descobrir respostas para questões, mediante a aplicação de métodos científicos. Estes métodos são desenvolvidos para intensificar a probabilidade de as informações obtidas serem aplicáveis às questões apresentadas e de serem seguras e imparciais. Efetivamente, não é certo que toda tentativa de pesquisa resulte em uma informação aplicável, fidedigna e imparcial. Todavia, os métodos científicos da pesquisa têm maior probabilidade de êxito do que qualquer outro sistema conhecido do homem. (SELLTIZ et al, 1965, p. 5).

Conforme exposto no Capítulo 1, o objetivo do presente trabalho foi identificar os fatores que determinam a estrutura de capital das empresas brasileiras, verificando, por meio da aplicação de questionários, o que influencia a decisão dos executivos financeiros a respeito de quais fontes utilizarem no financiamento das atividades e dos projetos das empresas em que atuam.

A presente pesquisa tem caráter quantitativo, descritivo e foi realizada por meio de um levantamento, com a aplicação de questionários, conforme será discutido no decorrer do capítulo que tem o objetivo de apresentar os aspectos metodológicos pertinentes à pesquisa utilizada para a consecução dos objetivos do trabalho.

6.1 Caracterização da pesquisa

Segundo Gil (1999), pesquisa é o processo formal e sistemático de desenvolvimento do método científico, que pode ser entendido como o caminho para se chegar a determinado fim,

ou seja, um conjunto de procedimentos intelectuais e técnicos adotados para se atingir o conhecimento.

Richardson (1999) afirma que, adotando-se uma classificação ampla, podem ser observados dois métodos de pesquisa: quantitativo e qualitativo, que são diferenciados, principalmente, levando-se em consideração a maneira como cada método aborda o problema de pesquisa. Segundo tal classificação, a presente pesquisa pode ser considerada quantitativa, pois procura quantificar os dados e aplica alguma forma de análise estatística (MALHOTRA, 2001). Para Richardson (1999), as técnicas estatísticas aplicadas podem variar desde a aplicação de média simples a complexas análises de regressão. O método qualitativo difere do quantitativo, em princípio, por não empregar instrumental estatístico como base no processo de análise de um problema.

“O método quantitativo, como o próprio nome indica, caracteriza-se pelo emprego da quantificação tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas.” (RICHARDSON, 1999, p. 70). Tal método possibilita, de certa forma, a busca por maior precisão dos resultados, evitando distorções de análise e interpretação, e pode ser freqüentemente aplicado nos estudos descritivos, como é classificado o presente trabalho.

Selltiz et al (1965) afirmam que, de acordo com a finalidade, as pesquisas podem ser classificadas em três grupos: estudos exploratórios ou formulativos, estudos descritivos e estudos que verificam hipóteses causais. Assim, além da definição do método, cada estudo tem seu próprio objetivo:

[...] (1) para adquirir familiaridade com um fenômeno, ou obter novos discernimentos sobre ele; muitas vezes para a formulação de um problema mais preciso de pesquisa, ou para desenvolver hipóteses; (2) para representar com exatidão as características de um especial indivíduo, situação ou grupo (com ou sem hipóteses iniciais determinadas, sobre a natureza destas características); (3) para determinar a frequência com que algo ocorre ou com que uma coisa está relacionada à outra (geralmente, porém nem sempre, há uma hipótese inicial específica); (4) para analisar uma hipótese de uma relação causal entre variáveis. (SELLTIZ et al, 1965, p. 61).

Classifica-se a presente pesquisa como descritiva, já que a mesma tem como finalidade “descobrir, com a precisão possível, a frequência com que um fenômeno ocorre, sua relação e conexão com outros, sua natureza e características.” (CERVO; BERVIAN, 1996, p. 49). Segundo Gil (1999), são muitos os estudos que podem ser classificados como pesquisa descritiva, que tem como uma de suas características mais significativas a utilização de técnicas padronizadas de coleta de dados. Selltiz et al (1965) destacam que, nas pesquisas descritivas, as questões de pesquisa pressupõem maior conhecimento prévio do problema a ser investigado quando comparadas com os estudos exploratórios. “O pesquisador deve estar apto a definir claramente o que deseja avaliar e deve procurar métodos adequados para esta estimativa.” (SELLTIZ et al, 1965, p. 79). Richardson (1999) acrescenta ainda que pesquisadores que buscam a descrição devem considerar que não se pretende explicar as diferenças, mas descrevê-las.

Além da escolha do método de pesquisa e da sua classificação de acordo com sua finalidade, Gil (1999) destaca a importância da definição do delineamento da pesquisa. “O delineamento refere-se ao planejamento da pesquisa em sua dimensão mais ampla, envolvendo tanto a sua diagramação, quanto a previsão de análise e interpretação dos dados.” (GIL, 1999, p. 64). Segundo o autor, o procedimento adotado para a coleta de dados é o elemento mais importante do delineamento da pesquisa. Assim, são definidos dois grupos de delineamento: os que utilizam fontes como pesquisa bibliográfica e documental e os que estão no grupo da pesquisa experimental, *ex-facto*, levantamento, estudo de campo e estudo de caso. Tais grupos

são definidos levando-se em consideração as fontes. O primeiro grupo recorre a fontes de “papel” e o segundo faz uso de dados fornecidos por pessoas (GIL, 1999).

O método de coleta de dados utilizado na presente pesquisa é o levantamento que, segundo Gil (1999), é um tipo de fonte de coleta de dados mais adequada para estudos descritivos que para estudos explicativos e caracteriza-se pela interrogação direta das pessoas cujo comportamento se deseja conhecer. Mediante análises quantitativas, o pesquisador consegue obter conclusões correspondentes aos dados coletados.

Em grande parte das pesquisas que fazem uso de levantamentos, não são pesquisados todos os integrantes da população estudada devido à dificuldade envolvida em tal processo. Por isso, os pesquisadores costumam estudar amostras de populações e quando da utilização de amostras significativas do universo, as conclusões obtidas a partir da amostra são projetadas para a totalidade desse universo, levando-se em consideração a margem de erro (GIL, 1999).

Assim, de acordo com o que foi exposto, pode-se classificar o presente trabalho como uma pesquisa quantitativa, descritiva e que utilizou o levantamento como fonte de coleta de dados. O processo de coleta de dados, que envolveu a aplicação dos questionários, será descrito detalhadamente no decorrer do capítulo.

6.2 Problemas de pesquisa

O presente trabalho buscou verificar que fatores são levados em consideração na escolha das fontes de financiamento utilizadas pelas empresas brasileiras. As organizações podem

recorrer a diferentes fontes e, alguns fatores que atuam sobre as empresas, como características do mercado no qual estão inseridas, fazem com que algumas fontes sejam mais benéficas no momento da escolha. Dando suporte às decisões, estão as teorias desenvolvidas a respeito da estrutura de capital e de como determinar o *mix* de financiamento das empresas. Portanto, o objetivo do presente trabalho, conforme exposto no Capítulo 1, foi a identificação de fatores que afetam a decisão da escolha da estrutura de capital das empresas brasileiras.

Assim, a pergunta que deverá ser respondida ao término da pesquisa é: *Quais fatores afetam o processo decisório das empresas quanto a escolha das fontes de recursos de longo prazo que devem ser utilizadas?*

6.3 Coleta de dados

A coleta de dados pode ser considerada uma das tarefas características da pesquisa descritiva. Ao coletar dados, o pesquisador pode optar por recorrer a dados primários e secundários. Segundo Malhotra (2001), os dados secundários são aqueles que já foram coletados para objetivos diferentes do problema de pesquisa, enquanto que os dados primários são obtidos ou produzidos pelo pesquisador com a finalidade específica de resolver o problema de pesquisa. Para o desenvolvimento da presente pesquisa, foram utilizados dados primários e secundários. Os dados primários foram coletados por meio do levantamento, com a aplicação dos questionários. Os dados secundários foram obtidos por meio dos Demonstrativos Financeiros Padronizados disponibilizados no site da Comissão de Valores Mobiliários.

Segundo Richardson (1999), o questionário talvez seja o mais comum dos diversos instrumentos de coletas de dados que podem ser utilizados para a obtenção das informações necessárias ao desenvolvimento da pesquisa. Para Marconi e Lakatos (1990), o questionário é um instrumento de coleta de dados constituído por uma série ordenada de perguntas que devem ser respondidas por escrito. Malhotra (2001) afirma que os questionários têm três objetivos específicos: devem traduzir a informação desejada em um conjunto de questões específicas que os entrevistados tenham condições de responder; devem motivar e incentivar o entrevistado, envolvendo-o com o assunto cooperando e completando a entrevista; devem minimizar o erro na resposta, que surge quando os entrevistados dão respostas imprecisas ou quando as respostas são registradas ou analisadas incorretamente.

Richardson (1999) classifica os questionários pelo tipo de pergunta feita aos entrevistados e pelo modo de aplicação. O Quadro 8 sintetiza essa classificação.

Classificação	Tipo de Questionário	Características
Tipo de Pergunta	Questionários de perguntas fechadas	Perguntas ou afirmações apresentam categorias ou alternativas de respostas fixas e preestabelecidas
	Questionários de perguntas abertas	Perguntas ou afirmações levam o entrevistado a responder com frases e orações
	Questionários que combinam perguntas fechadas e abertas	Questionários com ambos os tipos de perguntas ou afirmações
Aplicação dos Questionários	Contato direto	O próprio pesquisador ou pessoas treinadas aplicam o questionário diretamente
	Questionário por correio	O questionário e todas as instruções são enviados pelo correio a pessoas previamente escolhidas

Quadro 8 – Tipos de questionários

FONTE: Elaborado pela autora com base em Richardson (1999).

No processo de elaboração do questionário utilizado na pesquisa, optou-se pela predominância de perguntas fechadas que “apresentam ao respondente um conjunto de alternativas de resposta para que seja escolhida a que melhor representa sua situação ou ponto de

vista.” (GIL, 1999, p. 129). Uma das vantagens obtidas ao se priorizar perguntas fechadas é o processo de tabulação das respostas que se torna muito mais complexo com a utilização de perguntas abertas. Gil (1999) recomenda que o número de questões abertas em um questionário seja reduzido e, de acordo com Richardson (1999), no caso da aplicação pelo correio, como ocorreu na pesquisa, recomenda-se um questionário breve e com a maioria das perguntas fechadas.

É importante destacar que grande parte das questões presentes no questionário teve como alternativa “outras” para o caso da situação do respondente não se enquadrar nas alternativas propostas. O respondente que optasse por tal alternativa deveria escrever qual seria a resposta mais próxima à sua situação. Assim, em algumas questões, foram combinadas respostas de múltipla escolha com as respostas abertas, que, segundo Marconi e Lakatos (2003), possibilita mais informações sobre o assunto, sem prejudicar a tabulação. O processo de elaboração do questionário envolveu a análise crítica de estudos que adotaram a mesma fonte de coleta de dados e que já foram discutidos no Capítulo 5. Além disso, buscou-se inserir nas perguntas elaboradas conceitos a respeito das teorias sobre estrutura de capital, expostas nos capítulos anteriores.

Inicialmente, foram realizadas algumas ligações para os executivos das empresas na tentativa de aplicar os questionários por telefone. Todavia, os mesmos sugeriram que os questionários fossem enviados por e-mail, o que passou a ser feito no decorrer da pesquisa. O envio de questionários por e-mail pode ser considerado uma forma indireta de aplicação que se assemelha ao envio pelo correio. De acordo com Richardson (1999), a aplicação por correio permite incluir grande quantidade de pessoas e pontos geográficos diferentes. Porém, o mesmo autor ressalta que uma das desvantagens dessa forma de aplicação é a possibilidade de se obter baixa taxa de devolução e viés nas respostas, já que os questionários respondidos são devolvidos pelas pessoas mais interessadas em colaborar, o que faz com que a amostra não seja aleatória.

Apesar das desvantagens citadas, a aplicação dos questionários por e-mail ainda foi considerada a melhor opção de acordo com os objetivos que a presente pesquisa procurou alcançar.

A utilização de questionários como ferramenta de coleta de dados apresenta vantagens e desvantagens. Economia de tempo, capacidade de atingir maior número de pessoas simultaneamente, abrangência de uma área geográfica mais ampla e maior rapidez e facilidade na tabulação dos dados podem ser consideradas as principais vantagens dessa forma de levantamento. Algumas desvantagens que podem ser encontradas são a pequena porcentagem de questionários que voltam respondidos, questões sem respostas e devolução tardia. Todavia, a coleta de dados primários e a facilidade na tabulação dos mesmos podem ainda ser consideradas um diferencial que agregou valor ao trabalho desenvolvido, justificando assim a utilização do questionário como ferramenta de coleta dos dados, mesmo tendo-se conhecimento de suas desvantagens.

6.4 Amostra

O objetivo do presente trabalho foi pesquisar todas as empresas que compuseram a população-alvo da pesquisa, que foi constituída por 356 companhias de capital aberto selecionadas de um total de 622 listadas no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)³. Das 622 companhias abertas, foram excluídas 266, chegando-se então ao número de empresas que compuseram a população da pesquisa (356). A relação dos tipos de empresas excluídas está

³ Até 12/01/2006.

representada na Tabela 8. Deve-se destacar que o questionário foi enviado para todas as empresas que foram selecionadas e, por isso, a pesquisa contemplou toda a população-alvo definida.

Tabela 8 - Empresas excluídas do total de companhias abertas listadas na CVM

Tipos de Empresas Excluídas	Quantidade
Empresas de administração e participações	163
Securitização de recebíveis	27
Bancos	29
Arrendamento mercantil	18
Crédito imobiliário	3
<i>Factoring</i>	1
<i>Holding</i>	1
Intermediação financeira	1
Seguradoras e corretoras	5
Empresas falidas	7
Empresas em liquidação extrajudicial	1
Empresas paralisadas	4
Empresas em concordata	6
Total	266

Os critérios utilizados para se chegar as 266 empresas foram a atividade e a situação em que a companhia encontrava-se no momento da consulta ao site da CVM. Assim, excluíram-se as empresas cujas atividades relacionadas pela CVM foram: empresas de administração e participações, securitização de recebíveis, bancos, arrendamento mercantil, crédito imobiliário, *factoring*, *holding*, intermediação financeira, seguradoras e corretoras. As empresas excluídas segundo a situação descrita pela CVM foram as empresas falidas, paralisadas, concordatárias e as que se encontravam em liquidação extrajudicial.

Da população de 356 empresas, 50 responderam os questionários. Porém, desse total, 40 puderam ser utilizados na pesquisa⁴. Os dez questionários que não foram analisados retornaram incompletos ou preenchidos de maneira incorreta, o que justificou a exclusão. A taxa de retorno obtida na pesquisa, considerando-se todos os questionários devolvidos, foi de 14%, igualando-se

⁴ As empresas que compuseram a amostra, bem como seus e-mails, estão demonstradas no Apêndice A do trabalho.

à taxa obtida em Eid Júnior (1996). Ao serem considerados somente os questionários que puderam ser analisados, a taxa de retorno passou a ser de 11%, superior a obtida em Graham e Harvey (2001), que foi de 9%.

A amostra obtida na presente pesquisa, composta por 40 empresas, pode ser caracterizada como não-probabilística, já que a seleção dos elementos da população para compor a amostra dependeu ao menos em parte do julgamento do pesquisador (MATTAR, 1996). Nesse caso, os resultados encontrados não podem ser projetados para a população total, como poderia ocorrer caso a amostra fosse probabilística. Apesar da superioridade da amostragem probabilística ser incontestável, existem casos em que o uso da amostragem não-probabilística deve ser considerado, pois é capaz de trazer resultados razoáveis.

Uma razão para o uso de amostragem não-probabilística pode ser a de não haver outra alternativa viável porque a população não está disponível para ser sorteada. Outra razão é que apesar da amostragem probabilística ser tecnicamente superior na teoria, ocorrem problemas em sua aplicação na prática o que enfraquece essa superioridade. O resultado de um processo de amostragem probabilístico *a priori* pode resultar em um estudo não-probabilístico devido a erros que os entrevistadores podem cometer quando não seguem corretamente as instruções. Outro motivo pode ser o de que a obtenção de uma amostra de dados que reflitam precisamente a população não seja o propósito principal da pesquisa. Se não houver intenção de generalizar os dados obtidos na amostra para a população, então não haverá preocupações quanto à amostra ser mais ou menos representativa da população. A última razão para usar amostragem não-probabilística se refere às limitações de tempo, recursos financeiros, materiais e pessoas necessários para a realização de uma pesquisa com amostragem probabilística. (MATTAR, 1996, p. 157).

De acordo com Schiffman e Kanuk (2000), as amostras não-probabilísticas podem ser classificadas como amostras por conveniência ou acidentais, amostras intencionais ou por julgamento e amostras por quotas ou proporcionais. Os 40 questionários respondidos, que compuseram a amostra da pesquisa, caracterizam uma amostra por conveniência, que, segundo Malhotra (2001), é considerada uma técnica de amostragem não-probabilística que procura obter

uma amostra de elementos convenientes, em que a seleção das unidades amostrais é deixada a cargo do entrevistador.

6.5 Aplicação dos questionários

A aplicação dos questionários ocorreu por meio eletrônico. Optou-se por enviá-los juntamente com uma carta de apresentação⁵ para os e-mails dos diretores de Relações com Investidores (RI) das empresas. Para se chegar ao e-mail dos responsáveis pelo departamento de RI de cada organização, dois procedimentos foram adotados. Primeiramente, buscou-se, no site das empresas, a área de Relação com os Investidores. Algumas dessas empresas disponibilizam, em seus sites, os e-mails desse departamento, muitas vezes do diretor e do gerente de RI. Essa forma de contato foi muito eficiente, pois notou-se que em tais empresas, em que o e-mail do departamento de RI é disponibilizado no site, a taxa de retorno foi maior e as respostas foram mais rápidas. Quando a empresa não dispunha de uma área de RI em seu site, ou quando essa área não informava o e-mail do departamento (tendo apenas um campo para envio de dúvidas, em que a empresa disponibiliza um formulário eletrônico para o preenchimento do usuário que após expor sua dúvida a envia através desse formulário), o procedimento adotado foi o de entrar em contato com o departamento pelo telefone informado pela CVM e solicitar um e-mail de contato dos diretores ou gerentes da área de RI para o qual o questionário pudesse ser enviado. Tal

⁵ A carta de apresentação enviada com o questionário está no Apêndice B do trabalho.

procedimento foi consideravelmente mais demorado e a taxa de retorno nesses casos foi mais baixa.

O período despendido com a realização dos telefonemas e envio dos questionários foi de três meses. Durante esse período, as empresas que não responderam foram procuradas uma segunda vez em que o questionário foi reenviado e uma nova ligação foi feita. O resultado, conforme citado anteriormente, foi uma amostra composta por 40 empresas listadas no Apêndice A.

Apesar das dificuldades e desvantagens encontradas na aplicação de questionários, verifica-se que, para o problema da presente pesquisa, o levantamento de dados primários por meio da utilização desse tipo de instrumento de pesquisa enriquece o trabalho, diferenciando-o da maioria das publicações sobre estrutura de capital que utilizaram somente dados secundários. Considera-se, portanto, a aplicação de questionários para a coleta de dados primários uma contribuição deste trabalho para o tema. O questionário enviado às empresas encontra-se no Apêndice C.

7 ANÁLISE DOS RESULTADOS

O presente capítulo tem como objetivo apresentar os resultados da pesquisa que, conforme destacado no Capítulo 6, gerou uma amostra de 40 questionários respondidos entre os 356 enviados para empresas de capital aberto listadas na Comissão de Valores Mobiliários. É importante destacar que os resultados que serão discutidos não poderão ser generalizados para as empresas de capital aberto como um todo. Devido ao fato da amostra ter sido classificada como não probabilística e, por isso, não ser representativa da população, as análises deverão ficar restritas às 40 empresas que a compuseram.

7.1 Apresentação dos dados gerais

Conforme foi destacado anteriormente, os questionários foram enviados para o departamento de Relações com Investidores de todas as organizações que compuseram a população da pesquisa. Verificou-se que 40% dos respondentes indicaram como cargo Relações com Investidores (nestes, incluem-se gerentes e diretores de RI). Os 60% restantes indicaram cargos de gestão financeira.

A classificação setorial da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) foi utilizada para identificar os setores aos quais pertencem as empresas que responderam aos questionários. Dos setores observados, utilidade pública (representado principalmente por empresas de energia

elétrica), materiais básicos (petroquímicos e borracha, metalurgia e siderurgia) e o setor de consumo cíclico foram responsáveis, cada um, por 21% das empresas que compuseram a amostra. Em relação ao faturamento⁶, 28% das empresas analisadas faturaram um montante que ficou entre R\$100 milhões e R\$ 500 milhões. Outros 18% tiveram seu faturamento maior que R\$ 1 bilhão e menor que R\$ 5 bilhões. O Gráfico 2 apresenta a participação dos setores na amostra e o Gráfico 3 apresenta o faturamento das companhias analisadas. É importante destacar que houve uma grande preocupação com o tamanho do questionário elaborado e, por esse motivo, não foram incluídas perguntas sobre os dados mencionados (setor e faturamento). Os mesmos foram obtidos por meio dos demonstrativos financeiros padronizados das empresas que compuseram a amostra, disponibilizados nos sites da CVM e da Bovespa.

Gráfico 2 – Setores participantes da amostra

Pôde-se constatar que 29 das 40 empresas que compuseram a amostra (73%) tiveram faturamento superior a R\$ 100 milhões. Tal fato confirma o que se esperava da composição amostral. Empresas maiores geralmente possuem um departamento de RI mais ágil e preparado

⁶ Faturamento médio, em reais, dos exercícios de 2004, 2003, e 2002.

para fornecer informações ao mercado. Eid Júnior (1996), que também estudou empresas brasileiras, já havia destacado em seu trabalho que a maior parte das respostas de sua pesquisa veio de empresas grandes, administradas por profissionais com maior nível de formação acadêmica e, por isso, mais preparados para responder aos questionários.

Gráfico 3 – Faturamento médio das empresas participantes da amostra

A primeira pergunta do questionário, conforme pode ser observado no Apêndice C, refere-se à formação do respondente. Procurou-se elaborar um perfil dos executivos que responderam ao questionário, relacionando a área de formação e o grau de escolaridade dos mesmos. Em relação à área de formação, 33% dos respondentes são formados em Economia e 25% em Administração. Engenharia apareceu como a terceira área mais frequente, com 18% dos participantes da pesquisa. Quanto ao grau de escolaridade, observou-se que 55% dos respondentes têm MBA em andamento ou completo. Outros 13% optaram por mestrado em andamento ou completo e 15% possuem apenas o terceiro grau completo. Um resumo das informações sobre o perfil dos respondentes pode ser visualizado no Gráfico 4 e no Gráfico 5.

Gráfico 4 – Formação dos respondentes

Gráfico 5 – Grau de escolaridade dos respondentes

A maior participação de respondentes com nível mais alto de formação acadêmica era esperada e também foi confirmada por Eid Júnior (1996). Em seu trabalho, foi constatado que a quase totalidade dos respondentes tinha terceiro grau completo ou pós-graduação. Na presente

pesquisa, das 40 empresas que compuseram a amostra, somente seis respondentes indicaram ter terceiro grau completo, sem algum tipo de pós-graduação em sua formação. Desse total de seis companhias, cinco tiveram faturamento inferior a R\$ 500 milhões e somente uma faturou mais que R\$ 1 bilhão. Tais dados são reflexos da realidade das grandes empresas que demandam profissionais com alto nível de formação acadêmica para estarem à frente de seu departamento de RI, já que os mesmos são responsáveis pela divulgação das informações corporativas ao mercado.

7.2 Estrutura de capital

A terceira pergunta do questionário teve como objetivo investigar se a empresa utiliza, na prática de suas decisões sobre financiamento, alguma das três teorias sobre estrutura de capital discutidas anteriormente no trabalho: *Static Trade-off*, *Pecking Order* ou oportunismo. Metade das companhias responderam possuir uma estrutura meta de capital, defendida pela teoria do *Static Trade-off*. Tal estrutura deve ter uma proporção ideal entre capital próprio e de terceiros, considerando tanto os benefícios fiscais da dívida quanto os seus custos de falência. Assim, verificou-se que 50% das empresas estudadas buscam um *mix* de financiamento ideal que seja capaz de maximizar os benefícios e reduzir os custos da dívida, chegando-se a um nível de endividamento que possibilite minimizar o custo médio do capital da organização e, conseqüentemente, aumentar seu valor no mercado.

A teoria do *Pecking Order*, que preconiza a existência de uma hierarquia das fontes de recursos de longo prazo, colocando em primeiro lugar lucros retidos, em segundo empréstimos e

em último lugar a emissão de novas ações no mercado, foi a opção de 28% das empresas da amostra. Tal teoria leva em consideração o problema de assimetria de informações, o que justifica a não emissão de ações pela empresa, já que as mesmas estariam, na maior parte do tempo, subprecificadas pelo mercado, que não possui todas as informações necessárias para poder precificar as ações de maneira justa.

O aproveitamento das oportunidades de financiamento mais vantajosas no momento da captação de recursos de longo prazo foi a escolha de 13% das companhias analisadas, que seguem o que é denominado de oportunismo. O Gráfico 6 apresenta o resumo dos resultados.

Gráfico 6 – Resultados da questão 3 sobre estrutura de capital

Os resultados obtidos na presente pesquisa diferem dos descritos por Pinegar e Wilbricht (1998) e por Eid Júnior (1996), citados anteriormente no Capítulo 5. Os primeiros autores, em um estudo no qual obtiveram uma amostra de 176 empresas americanas, verificaram que 68,8% delas adotavam uma hierarquia de fontes de recursos, ou seja, praticavam o *Pecking Order*. As

empresas que adotavam uma estrutura meta de capital somaram 26,7% da amostra. Nota-se que tais resultados são opostos aos obtidos neste trabalho, em que 50% das empresas da amostra afirmaram ter uma estrutura meta de capital. No trabalho de Eid Júnior (1996), em que foi analisada uma amostra de 161 companhias brasileiras, 90% das mesmas não consideraram a adoção de uma estrutura meta de capital. Além disso, 47% afirmaram seguir o oportunismo e 40% optaram pela adoção de uma hierarquia de fontes de recursos de longo prazo. Graham e Harvey (2001), ao analisarem uma amostra composta por 392 empresas americanas, observaram que apenas 19% das mesmas não tinham uma estrutura meta de capital. Esse resultado foi o mais próximo ao obtido na presente pesquisa.

Os resultados obtidos também divergem do que se esperava em relação às teorias adotadas pelas empresas brasileiras na definição da estrutura de capital. Esperavam-se resultados semelhantes aos observados em Eid Júnior(1996), que identificaram o oportunismo como a principal estratégia utilizada na formação do *mix* de financiamento das organizações. A constatação de que metade das empresas pesquisadas adotam uma estrutura meta de capital parece refletir uma realidade que pouco é observada na gestão financeira das organizações brasileiras. Pode ter ocorrido um viés nas respostas devido ao receio dos respondentes afirmarem seguir o oportunismo, que, à primeira vista, pode indicar uma falta de planejamento na administração de longo prazo das empresas.

7.3 Escolha das fontes de recursos

Na quarta pergunta do questionário, as empresas tiveram que enumerar, de acordo com o grau de importância, os motivos que as levam a optar por determinadas fontes de recursos. Os resultados obtidos com tal questão estão representados na Tabela 9.

Tabela 9 – Fatores que influenciam a escolha das fontes de recursos

Fatores	Porcentagem de respostas						Não ranqueados
	Primeira opção	Segunda opção	Terceira opção	Quarta opção	Quinta opção	Sexta opção	
Menor custo financeiro (juros)	73%	10%	8%	0%	0%	0%	10%
Exigência de garantias	3%	20%	8%	18%	3%	8%	43%
Adequação de volumes disponíveis	3%	15%	13%	10%	13%	13%	35%
Conveniência de prazos	8%	23%	28%	10%	5%	10%	18%
Facilidade operacional	0%	0%	8%	8%	8%	18%	60%
Facilidade de renovação	0%	0%	5%	13%	5%	8%	70%
Relacionamentos pessoais	0%	0%	3%	3%	5%	8%	83%
Menores riscos e incertezas	5%	8%	13%	15%	20%	3%	38%
Benefícios fiscais do endividamento	3%	13%	5%	10%	13%	13%	45%
Conhecimento/experiência	0%	3%	0%	0%	13%	5%	80%
Outros:							
A empresa não necessita de recursos de terceiros, pois gera recursos próprios suficientes	3%	0%	0%	0%	0%	0%	98%

De acordo com a Tabela 9, pode-se verificar que 73% das empresas que compuseram a amostra escolheram menor custo financeiro, representado pelos juros, como o fator que mais influencia a escolha das fontes de recursos. A preocupação das empresas com os juros pode ser

considerada uma consequência direta do ambiente econômico brasileiro, que possui uma das taxas mais altas do mundo há décadas.

Como segundo fator que mais influencia a escolha de fontes de recursos, foram citadas a conveniência de prazos por 23% das empresas e a exigência de garantias por 20%. Adequação de volumes disponíveis e menores riscos e incertezas foram citados por 13% das empresas como terceiro fator mais importante na escolha das fontes de recursos. Os benefícios fiscais da dívida, tão explorados pela teoria financeira, foram considerados como segundo fator mais importante para 13% das companhias. Um total de 83% das empresas pesquisadas não ranquearam relacionamentos pessoais como fator que influencia a determinação da estrutura de capital, o que indica que, entre os fatores elencados, este é o que menos afeta a escolha das fontes de recursos utilizadas pelas empresas. Outros fatores que não exercem muita influência na opção das companhias em relação a sua estrutura de capital são o conhecimento e a experiência, que não foram considerados por 80% das empresas da amostra.

7.4 Utilização do mercado de capitais

A utilização do mercado de capitais na captação de recursos por meio da emissão de ações ou debêntures foi discutida nas questões 5 e 6. Na primeira, tentou-se verificar os motivos que levavam as empresas a não utilizar o mercado de capitais como fonte de recursos. Os resultados encontrados estão apresentados na Tabela 10.

Tabela 10 – Motivos da não utilização do mercado de capitais

Fatores	Porcentagem de respostas						Não ranqueados
	Primeira opção	Segunda opção	Terceira opção	Quarta opção	Quinta opção	Sexta opção	
A empresa já usa o mercado de capitais	63%						
Os custos operacionais são muito elevados	5%	5%	15%	5%	0%	0%	70%
A atividade da empresa é de alto risco	3%	3%	0%	0%	0%	0%	95%
A empresa não precisa captar volumes financeiros elevados	13%	10%	3%	0%	0%	5%	70%
As dificuldades operacionais são muitas	5%	3%	5%	3%	3%	0%	83%
No Brasil, a burocracia para que uma empresa participe do mercado de capitais é exagerada	0%	13%	3%	5%	5%	0%	75%
Desconhecimento e inexperiência para fazer captações deste tipo	0%	0%	0%	3%	3%	5%	90%
Outros:							
Outras fontes de recursos mais atrativas	3%	3%	3%	0%	0%	0%	91%
Dificuldades financeiras	0%	0%	0%	3%	0%	0%	98%
A empresa só tem ações ordinárias e não quer a diluição do capital controlador	3%	0%	0%	0	0%	0%	98%
Baixa valorização dos ativos	3%	0%	0%	0%	0%	0%	98%
Oportunidade de janela de mercado	3%	0%	0%	0%	0%	0%	98%
Falta de maturidade da empresa	3%	0%	0%	0%	0%	0%	98%
Acionistas majoritários descapitalizados	0%	3%	0%	0%	0%	0%	98%

Nota-se que 63% das empresas analisadas utilizam o mercado de capitais na busca de recursos de longo prazo para suas atividades. Tal resultado coincide com o esperado, já que se tem observado no Brasil um aumento da utilização desse mercado na captação de recursos de

longo prazo pelas empresas, dado o crescente número de emissões e o aumento de liquidez no mercado secundário.

O motivo que foi mais citado como a principal justificativa para a não utilização do mercado de capitais na captação de recursos foi a não necessidade de volumes financeiros elevados - 13% das empresas que compuseram a amostra escolheram esse motivo como primeira opção. A burocracia exagerada no Brasil para que uma companhia participe do mercado de capitais foi considerada o segundo motivo por 13% das empresas. Como terceira razão para a não utilização do mercado de capitais, podem-se considerar os elevados custos operacionais.

A baixa valorização dos ativos foi apontada por uma empresa, na alternativa “outros”. Tal fato pode estar relacionado ao problema de assimetria de informações que é considerado determinante para a escolha das fontes de recursos. Dessa baixa valorização dos ativos é que surge a hierarquia das fontes defendida pela teoria do *Pecking Order*, que define como última alternativa a emissão de ações. Falta de maturidade da empresa e existência de outras fontes com custos mais baixos também estão entre os fatores que foram apontados na alternativa “outros” pelas empresas como entraves à utilização do mercado de capitais.

Entre os motivos que menos justificam a não utilização do mercado de capitais estão a atividade de alto risco da empresa, confirmada pelos setores que compuseram a amostra (utilidade pública, materiais básicos e consumo cíclico – que não estão entre os setores mais arriscados da economia) e o desconhecimento e inexperiência para a busca de recursos no mercado de capitais, condizente com o tamanho das empresas que responderam os questionários, que na sua maioria faturam mais de R\$ 100 milhões, e por isso, tendem a possuir condições técnicas para participar do mercado de capitais.

Quando questionadas sobre os motivos que levavam à utilização do mercado de capitais na captação de recursos de longo prazo, um total de 25% das companhias analisadas considerou

que o principal motivo eram os custos atraentes. O segundo principal motivo, considerado por 20% das empresas, foi a utilização do mercado de capitais como estratégia de crescimento e/ou valorização da empresa, acompanhado pela maior visibilidade no mercado financeira (Segunda opção de 15% das empresas). O fator considerado menos importante foi a facilidade em uma futura negociação da empresa. Um total de 20% das empresas afirmaram não usar esse mercado. Os resultados obtidos com a questão 6 estão apresentados na Tabela 11.

Tabela 11 – Motivos da utilização do mercado de capitais

Fatores	Porcentagem de respostas						Não ranqueados
	Primeira opção	Segunda opção	Terceira opção	Quarta opção	Quinta opção	Sexta opção	
A empresa não usa o mercado de capitais	20%						
Única alternativa para captações de altos volumes financeiros	0%	3%	0%	10%	3%	3%	83%
Necessidade de captação de volumes financeiros elevados	13%	8%	5%	8%	5%	3%	60%
Fontes de custos atraentes	25%	10%	15%	3%	3%	3%	43%
Facilidade operacional	5%	0%	0%	5%	8%	8%	75%
Conhecimento/experiência anterior	5%	5%	5%	8%	5%	8%	65%
Usufruir dos benefícios de uma maior visibilidade no mercado financeiro	10%	15%	10%	8%	3%	8%	48%
Incentivos fiscais e/ou legais	0%	3%	5%	5%	10%	3%	75%
Estratégia de crescimento e/ou de valorização da empresa	13%	20%	15%	3%	8%	0%	43%
Facilidade em uma futura negociação da empresa (venda, fusão, cisão etc.)	0%	3%	3%	3%	3%	3%	88%
Outros:							
Situação atual não permite	0%	3%	0%	0%	0%	0%	98%

A empresa possui pouca liquidez no mercado, mas optou por não fechar o capital devido ao alto custo de tal decisão	0%	3%	0%	0%	0%	0%	98%
Diversificar fontes de captação	0%	0%	0%	0%	0%	3%	98%
Sucessão, profissionalização e maior nível de transparência e governança corporativa	0%	0%	0%	0%	3%	0%	98%
Emissão secundária na abertura de capital	3%	0%	0%	0%	0%	0%	98%

7.5 Fatores determinantes da estrutura de capital

A questão 7 abordou os fatores que são determinantes na definição da estrutura de capital das organizações. Com tal questão, procurou-se verificar quais fatores mais influenciam a decisão da empresa a respeito do seu nível de endividamento. Os resultados obtidos encontram-se na Tabela 12.

Tabela 12 – Fatores determinantes da estrutura de capital

Fatores	Porcentagem de respostas						
	Primeira opção	Segunda opção	Terceira opção	Quarta opção	Quinta opção	Sexta opção	Não ranqueados
Benefícios fiscais da dívida	10%	8%	13%	8%	3%	5%	55%
Risco de insolvência	5%	8%	8%	10%	10%	5%	55%
Nível de endividamento de empresas concorrentes	0%	3%	5%	5%	0%	0%	88%
Rating da empresa	15%	5%	13%	8%	5%	10%	45%
Custos de transação envolvidos nas operações de crédito	23%	18%	5%	10%	13%	5%	28%
Flexibilidade financeira	18%	15%	18%	8%	8%	8%	28%
Volatilidade de faturamento	8%	5%	5%	5%	3%	0%	75%
Imagem perante clientes e fornecedores (quanto menor o endividamento, menor o risco de falência percebido pelo mercado)	3%	8%	0%	5%	5%	10%	70%
Quanto maior a dívida, maiores os esforços da administração para gerar resultados que consigam pagar os financiamentos	5%	5%	8%	0%	5%	0%	78%
Outros:							
Custo de capital	8%	10%	0%	0%	0%	0%	82%
Estratégia da empresa	0%	0%	3%	0%	0%	0%	98%
Estratégia de crescimento	0%	3%	0%	0%	0%	0%	98%
Não há necessidade de capital de terceiros	3%	0%	0%	0%	0%	0%	98%
Acesso e visibilidade junto a investidores locais e estrangeiros	0%	0%	0%	3%	0%	0%	98%
Fluxo de caixa	0%	3%	0%	0%	0%	0%	98%
Necessidade de capital de giro	3%	0%	0%	0%	0%	0%	98%
Oportunidades / necessidades esporádicas ou momentâneas	0%	0%	3%	0%	0%	3%	95%

Os custos de transação envolvidos nas operações de crédito e a flexibilidade financeira foram os fatores mais citados como os que exercem influência na definição da estrutura de capital das empresas pesquisadas. Benefícios fiscais da dívida e *rating* da empresa foram apontados como fatores importantes também, porém, com importância menor do que os citados anteriormente. O nível de endividamento de empresas concorrentes foi o fator que não foi considerado determinante da estrutura de capital por 88% das companhias da amostra. A utilização da estrutura de capital como forma de se reduzir os custos de agência não foi confirmada pela presente pesquisa. Um total de 78% não ranquearam a opção em que se afirmava que quanto maior a dívida da empresa, maiores os esforços da administração para gerar resultados que consigam pagar os financiamentos. O fator que apareceu com mais frequência na parte aberta da questão foi o custo do capital.

Os fatores determinantes da estrutura de capital encontrados na presente pesquisa coincidem com os trabalhos de Pinegar e Wilbricht (1998), que verificaram que a flexibilidade, sobrevivência a longo prazo e *rating* foram os fatores indicados pelas empresas pesquisadas como os mais importantes na definição da estrutura de capital. O fator menos importante, ou seja, que menos impacta a definição do nível de endividamento das organizações, encontrado pelos autores, foi a estrutura de capital dos concorrentes. Eid Júnior (1996) verificou que sobrevivência e independência foram os fatores considerados mais determinantes da estrutura de capital das empresas que participaram da pesquisa, enquanto que a estrutura dos concorrentes foi o fator menos importante, resultado semelhante ao encontrado por Pinegar e Wilbricht (1998). Graham e Harvey (2001) encontraram como fatores mais importantes a flexibilidade financeira e o *rating* de crédito. A imagem da empresa perante seus clientes e fornecedores, os custos de falência e a estrutura de capital de empresas concorrentes foram os fatores julgados como menos importante na determinação da estrutura de capital. Percebe-se, portanto, que tanto no presente trabalho,

quanto nos trabalhos citados, flexibilidade financeira e *rating* são considerados fatores de grande importância na definição do nível de endividamento das empresas, enquanto que a estrutura de capital de empresas concorrentes é claramente um fator que pouco impacto exerce na escolha das fontes de financiamento pelas organizações.

7.6 Mudanças sugeridas

A última pergunta do questionário abordou as mudanças que, na opinião dos respondentes, deveriam ocorrer para que as empresas conseguissem financiar suas atividades. Mudanças na política monetária, tributária e maior oferta de recursos de longo prazo por parte do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) ou bancos de fomento foram as mais indicadas pelos respondentes. Nessa questão, não foi solicitado ao respondente numerar as alternativas segundo a ordem de importância. Os mesmos tiveram apenas que escolher as mudanças que seriam as mais importantes. Os resultados encontrados estão indicados na Tabela 13.

Tabela 13 – Mudanças sugeridas pelos respondentes

Mudança	Quantidade de empresas que consideraram a mudança importante (%)
Mudar a política monetária do Governo Federal, que envolve a administração das taxas de juros	58%
Mudar a política tributária do Governo Federal	60%
Mudar a política econômica do Governo Federal	15%
Deveria haver maior oferta de recursos de longo prazo via BNDES ou bancos de fomento	50%
Simplificar as exigências para que mais empresas possam ter acesso ao mercado de capitais	33%
Outros:	
Manter a austeridade da política macroeconômica atual, para que o Brasil alcance o nível " <i>investment grade</i> " que beneficiará todas as empresas brasileiras	5%
Reduzir custo de divulgação, eliminando a obrigatoriedade de publicação na imprensa oficial	3%
O governo deveria oferecer juros em nível de taxa prime para empresas nacionais	3%
Incentivos dos investidores para aquisição de papéis emitidos por empresas	3%
BNDES deveria deixar de intervir no mercado, permitindo que este se desenvolva	3%
Visão mais clara da política de câmbio	3%
Reduzir os gastos operacionais do governo, conseqüentemente, terá crédito no mercado, já que o governo não terá necessidades de tomar tantos recursos	3%

7.7 Considerações sobre os resultados

A presente pesquisa, por meio da amostra obtida, teve como objetivo identificar aspectos relacionados à tomada de decisão das empresas quanto às fontes de recursos de longo prazo que as mesmas utilizam para financiar seus projetos e atividades. Alguns resultados obtidos confirmaram o que outros autores haviam identificado em suas pesquisas, conforme pôde ser

observado no decorrer deste capítulo. Podia-se esperar que outros resultados fossem divergentes, como de fato ocorreu. O Quadro 9 foi elaborado para apresentar uma síntese dos resultados obtidos com a presente pesquisa.

Questão de investigação	Resultados obtidos
Setores que mais tiveram participação entre as empresas que compuseram a amostra	Utilidade pública (principalmente empresas de energia elétrica), materiais básicos (principalmente petroquímicos e borracha) e consumo cíclico (têxtil e vestuário, entre outros) foram responsáveis por 21% das respostas cada um.
Faturamento das empresas da amostra	Um total de 73% das empresas que compuseram a amostra tiveram faturamento superior a R\$ 100 milhões.
Formação dos respondentes	Um total de 33% dos respondentes é formado em Economia e 25% em Administração. Engenharia foi a resposta de 18% da amostra.
Grau de escolaridade dos respondentes	Um total de 55% dos respondentes possui MBA em andamento ou completo, enquanto que 15% possuem 3º grau completo. 13% da amostra optaram por mestrado em andamento ou completo.
Teoria sobre estrutura de capital aplicada na empresa	Metade das empresas que compuseram a amostra afirmou possuir uma estrutura meta de capital. A teoria do <i>Pecking Order</i> é aplicada por 28% das companhias, enquanto que o oportunismo é seguido por 13% das empresas.
Fatores que afetam a escolha das fontes de recursos utilizadas pelas empresas	Um total de 73% das empresas analisadas indicou juros como o fator que mais influência exerce na escolha das fontes de recursos. Conveniência de prazos e exigência de garantias foram consideradas (por 23% e 20% das empresas respectivamente) o Segundo fator mais importante na definição das fontes de recursos.
Motivos que justificam a não utilização do mercado de capitais pela empresa	A não necessidade de captar altos volumes de recursos foi considerada o motivo mais importante que justifica a não utilização do mercado de capitais pelas empresas (13% dos respondentes escolheram esse motivo como primeira opção). A exagerada burocracia para que uma empresa participe do mercado de capitais foi considerada o segundo motivo mais importante por 13% das empresas da amostra. Custos operacionais elevados foram o terceiro motivo mais importante para 15%.
Motivos que justificam a utilização do mercado de capitais pela empresa	Custos atraentes foram o fator mais importante para 25% das empresas da amostra. 20% consideraram estratégia de crescimento e/ou valorização da empresa como o segundo motivo que justifica a utilização do mercado de capitais.
Fatores que afetam a formação da estrutura de capital da empresa	Custos de transação foram considerados o fator que mais afeta a formação da estrutura de capital por 23% das empresas da amostra. Flexibilidade financeira foi a segunda opção de 15% das empresas, <i>rating</i> da empresa e benefícios fiscais da dívida foram considerados a terceira opção de 13%. Nível de endividamento dos concorrentes não foi considerado por 88% das empresas.
Mudanças sugeridas	Mudanças nas políticas monetária (juros) e tributária e maior oferta de recursos de longo prazo via BNDES ou bancos de fomento foram as mais indicadas pelas companhias da amostra.

Quadro 9 – Síntese dos resultados

8 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Foi discutido no presente trabalho que as empresas podem financiar suas atividades por meio da utilização de recursos próprios e de terceiros, que juntos, formam a sua estrutura de capital. Na literatura financeira, o estudo sobre a estrutura de capital teve como marco a publicação do trabalho de Modigliani e Miller (1958), que, admitindo-se alguns pressupostos, defendeu a proposta de que a composição do capital é irrelevante para o valor das empresas. Posteriormente, os dois autores incluíram na discussão a incidência dos impostos, o que resultou em um artigo publicado em 1963, no qual os benefícios fiscais da dívida foram apresentados, levando M&M a concluir que quanto maior o endividamento, maior o valor da empresa.

Além dos trabalhos de Modigliani e Miller, outros autores contribuíram para as discussões acerca da estrutura de capital. Pesquisas foram feitas com o objetivo de identificar os fatores que determinam a composição do capital das organizações. Outros estudos buscaram ainda elaborar teorias que ficaram consagradas na literatura financeira, como *Static Trade-off* e *Pecking Order*, teoria dos custos de agência, dos fatores organizacionais e do controle corporativo.

Apesar do estudo sobre a estrutura de capital ser intensamente debatido, o mesmo não se apresentou conclusivo até o momento. Os motivos, ou fatores que levam as empresas a optarem por determinadas fontes de recursos, e consequentemente, por determinada composição de capital próprio e de terceiros, ainda apresentam-se divergentes e muito associados à metodologia utilizada em cada pesquisa.

O presente trabalho teve como objetivo investigar, junto às empresas brasileiras de capital aberto, os fatores que são determinantes na constituição da estrutura de capital. Para tanto, foram apresentadas, no Capítulo 2, a teoria dos tradicionalistas, o trabalho de Durand (1952), os artigos de Modigliani e Miller e outros autores que trataram dos efeitos do endividamento e dos custos de falência sobre o valor das empresas; além do trabalho de Harris e Raviv (1991) que apresentou as principais teorias acerca da formação da estrutura de capital.

A apresentação do marco teórico foi seguida pela exposição de alguns estudos empíricos sobre os determinantes da estrutura de capital, dando destaque a estudos realizados com empresas brasileiras, que foram apresentados no Capítulo 4. Os trabalhos que tiveram a aplicação de questionários como ferramenta de coleta de dados foram apresentados no Capítulo 5. Todos os trabalhos discutidos exerceram significativa importância no desenvolvimento da presente dissertação já que foram imprescindíveis na elaboração do questionário utilizado na pesquisa.

O questionário elaborado para o desenvolvimento do trabalho foi enviado, por e-mail, para todas as empresas que compuseram a população-alvo da pesquisa, que foi constituída por 356 companhias de capital aberto selecionadas de um total de 622 listadas no site da CVM. Das 622 companhias abertas, foram excluídas 266, cujas atividades relacionadas pela CVM foram: empresas de administração e participações, securitização de recebíveis, bancos, arrendamento mercantil, crédito imobiliário, *factoring*, *holding*, intermediação financeira, seguradoras e corretoras. As empresas excluídas segundo a situação descrita pela CVM foram as empresas falidas, paralisadas, concordatárias e as que se encontravam em liquidação extrajudicial.

Da população, constituída por 356 empresas, foi gerada uma amostra composta por 40 empresas que responderam o questionário enviado. Por isso, a amostra utilizada no presente trabalho foi classificada como não-probabilística, o que impede que os resultados sejam generalizados à população.

Os setores de utilidade pública, materiais básicos e consumo cíclico foram responsáveis, juntos, por 63% do total de questionários respondidos. Em relação ao faturamento, 73% da amostra tiveram faturamento, nos últimos três anos, superior a R\$ 100 milhões e desse total, 15% faturaram acima de R\$ 5 bilhões. Tais dados, aliados à formação e ao grau de escolaridade dos respondentes confirmaram as expectativas de que a amostra seria composta por empresas maiores que geralmente apresentam um setor de Relações com Investidores mais estruturado, formado por profissionais mais qualificados para responder o questionário enviado. Em relação à área de formação, 33% dos respondentes possuem formação em Economia, 25% em Administração e 18% em Engenharia. Quanto ao grau de escolaridade, observou-se que 55% dos respondentes têm MBA em andamento ou completo. Outros 13% optaram por mestrado em andamento ou completo e 15% possuem apenas o terceiro grau completo.

Diferente do que se esperava em relação à teoria mais utilizada pelas organizações na definição da estrutura de capital, o oportunismo foi considerado apenas por 13% das empresas, enquanto que a adoção de uma estrutura meta de capital foi a opção de metade da amostra. A teoria da hierarquia de fontes de recursos foi a escolha de 28% das empresas analisadas. Esses resultados não eram os esperados já que a impressão que se tem é a de que as empresas brasileiras parecem escolher as fontes de recursos mais vantajosas no momento da captação. A prática da gestão financeira de longo prazo no Brasil não gera indícios de que as companhias estabeleçam uma estrutura meta de capital a ser perseguida. O que pode ter levado a esse resultado foi a resistência das empresas em escolher o oportunismo no questionário por relacionarem o mesmo a uma falta de planejamento financeiro.

Provavelmente como um dos reflexos de uma economia que possui uma taxa de juros elevada e de um mercado de crédito cuja oferta de recursos de longo prazo é limitada, os custos financeiros foram considerados o principal fator que exerce influência na escolha das fontes de

recursos de longo prazo (73% das empresas da amostra apontaram essa opção como fator mais importante); seguidos pelos prazos e garantias, que foram considerados o segundo fator mais importante para as empresas analisadas. Fatores como riscos e incertezas associados ao negócio e conhecimento e experiência não foram considerados determinantes na escolha das fontes de recursos pelas empresas.

Quanto aos motivos que levam as empresas a não utilizar o mercado de capitais, a não necessidade de captação de altos volumes, a excessiva burocracia e os elevados custos operacionais foram os considerados mais importantes pelas empresas analisadas. Por outro lado, esse mercado foi considerado uma fonte de recursos com custos atraentes (sendo o principal motivo da utilização do mercado de capitais para 25% das empresas). Estratégia de crescimento e/ou valorização da empresa, bem como maior visibilidade no mercado financeiro, também justificam a utilização do mercado de capitais pelas empresas pesquisadas.

Os custos de transação foram considerados o fator que mais afeta a formação da estrutura de capital por 23% das empresas da amostra, o que é condizente com a importância dos juros na escolha das fontes de recursos. Flexibilidade financeira foi a segunda opção de 15% das empresas, *rating* da empresa e benefícios fiscais da dívida foram considerados a terceira opção de 13%. Nível de endividamento dos concorrentes não foi considerado por 88% das companhias que compuseram a amostra.

Como mudanças sugeridas, alterações na política monetária e tributária e maior oferta de recursos de longo prazo por parte do BNDES ou bancos de fomento foram as que mais frequência obtiveram.

Nota-se portanto, que a aplicação dos questionários foi de grande valor na investigação de fatores que influenciam a formação da estrutura de capital das empresas brasileiras. Conforme foi

exposto, alguns resultados obtidos confirmaram as expectativas iniciais. Outros porém, foram divergentes do esperado.

Apesar do valor atribuído à coleta de dados primários, a aplicação dos questionários mostrou-se uma limitação do presente trabalho na medida em que a quantidade de questionários respondidos, que compuseram a amostra da pesquisa, mostrou-se menor do que se esperava. Apesar de os dados coletados serem de grande importância na análise da teoria sobre estrutura de capital, os mesmos não puderam ser generalizados devido ao caráter da amostra, que foi classificada como não-probabilística.

Para futuros trabalhos, sugere-se que outros meios de aplicação de questionários sejam utilizados em conjunto com o envio dos e-mails. Assim, a análise de uma amostra composta por mais empresas, tornaria mais rica a investigação sobre os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras.

REFERÊNCIAS

ALTMAN, Edward I.. *A further empirical investigation of the bankruptcy cost question*. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 4, p. 1067-1089, set. 1984.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

BALAKRISHMAN, Srinivasan; FOX, Isaac. *Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure*. **Strategic Management Journal**, vol. 14, p. 3-16, 1993.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 01/06/2005.

BAXTER, Nevins D. *Leverage, risk of ruin and de cost of capital*. **The Journal of Finance**, v. 22, n. 3, p. 395-403, set. 1967.

BEVILAQUA, Afonso. Avaliação de 5 anos do projeto “juros e spread bancário”. In: SEMINÁRIO DE ECONOMIA BANCÁRIA E CRÉDITO, 2004. Disponível em: <http://www4.bcb.gov.br/pec/appron/Apres/avaliacao_5_anos_juros_spread.pdf>. Acesso em: 14/06/2005.

BONESS, A. J. *A pedagogic note on the cost of capital*. **Journal of Finance**, v. 19, n. 1, mar. 1963.

BOVESPA. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em 10/05/2005.

BRADLEY, Michael; GREGG, Jarrell A.; KIM, Han E. *On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence*. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 857-878, jul. 1984.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; MARCUS, Alan J. **Fundamentos da administração financeira**. 3.ed. Rio de Janeiro: McGraw-Hill, 2002.

BREWER, D.E; MICHAELSEN, J.B. *The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: comment*. **The American Economic Review**, v. 60, n. 3, jun. 1965.

CANDIOTA, Luiz Augusto de Oliveira. A viabilização do crescimento econômico e o papel do mercado de capitais, 2003. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/apron/Apres/200311PMP-Mercado%20de%20Capitais-Luiz%20Augusto%20de%20Oliveira%20Candiota.pps>>

CAVALCANTI FILHO, Francisco da Silva; MISUMI, Jorge Yoshio. **Mercado de capitais**. 2.ed. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

CERVO, Amado Luiz; BERVIAN, Pedro Alcino. **Metodologia científica**. 4. ed. São Paulo: Makron Books, 1996.

COPELAND, Thomas E.; WESTON, J. Fred. **Financial theory and corporate policy**. 3 rd ed. Addison-Wesley, 1992.

CVM. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 15/05/2005.

DAHER, Cecílio Elias. **Testes empíricos de teorias alternativas sobre a determinação da estrutura de capital das empresas brasileiras**. Brasília, 2004. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UnB, UFPB, UFPE, UFRN.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas aplicadas: manual do usuário**. Porto Alegre: Bookman, 2002.

DE ANGELO, H.; MASULIS, R.W. *Optimal capital structure under corporate and personal taxation*. **Journal of Financial Economics**, v. 8, n. 1, p. 3-29, mar. 1980.

DURAND, David. *Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement*. In: CONFERENCE ON RESEARCH ON BUSINESS FINANCE, 1952, New York.

DURAND, David. *The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: comment*. **The American Economic Review**, v. 49, n. 4, p. 639-655, set. 1959.

EID JÚNIOR, William. Custo e estrutura de capital: o comportamento das empresas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 36, n. 4, p. 51-59, out./dez. 1996.

FAMÁ, Rubens; GRAVA, William. Teoria da estrutura de capital – as discussões persistem. **Caderno de Pesquisa em Administração**. São Paulo, v. 1, n. 11, p. 27-36, jan./mar. 2000.

FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas A. B. C.; SILVEIRA, Alexandre M. A estrutura de capital é relevante? novas evidências a partir de dados norte-americanos e latino-americanos. **Caderno de Pesquisa em Administração**. São Paulo, v. 8, n. 2, p. 71-84, abr./maio 2001.

FERRI, Michael G.; JONES, Wesley H. *Determinants of financial structure: a new methodological approach*. **The Journal of Finance**, v. 34, n. 3, p.631-644, jun. 1979.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 7. Ed. São Paulo: Harbra, 1997.

GOMES, Gabriel Lourenço. **Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsa de valores**. Rio de Janeiro, 1999. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas, Instituto de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração.

GOODE, William J.; HATT, Paul K. **Métodos em pesquisa social**. São Paulo: Nacional, 1969.

GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell, R. *The theory and practice of corporate finance: evidence from the field*. **Journal of Financial Economics**, v. 60, p. 187-243, 2001.

HARRIS, Milton; RAVIV, Artur. *The theory of capital structure*. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297–335, mar. 1991.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976.

JENSEN, Michael C. *Agency costs and free cash flow, corporate finance and takeovers*. **American Economic Review**, v. 76, p. 323-329, 1986.

JORGE, Susana; ARMADA, Manuel José da Rocha. Factores determinantes do endividamento: uma análise em painel. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 5, n. 2, p. 9-31, maio/ago. 2001.

KAYO, Eduardo Kazuo. **A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas**. São Paulo, 2002. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

KLOCK, S.; THIES, F. *Determinants of capital structure*. **Review of Financial Economics**, p. 40-52, 1992.

LELAND, Hayne E. *Agency costs, risk management, and capital structure*. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 4, p. 1213-1243, ago. 1998.

MALHOTRA, Naresh K. **Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MARSH, Paul. *The choice between equity and debt: na empirical study*. **The Journal of Finance**, v. 37, n. 1, p. 121-144, mar. 1982.

MATTAR, Fauze N. **Pesquisa de marketing**. São Paulo: Atlas, 1996.

MEIRELLES, Henrique de Campos. Políticas de Crédito no Brasil, 2004. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/ApPron/Apres/20041110PR-Pol%EDticas%20de%20Cr%E9dito%20no%20Brasil-Henrique%20Meirelles.pps>>. Acesso em: 20/06/2005.

MILLER, Merton H. *Debt and taxes*. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 2, p. 261-275, maio 1977.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, jul. 1958.

_____. *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment: reply*. **The American Economic Review**, v. 49, n. 4, p. 655-669, set. 1959.

_____. *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*. **The American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 433-443, jun. 1963.

MOREIRA, Maurício Mesquita; PUGA, Fernando Pimentel. Como a indústria financia seu crescimento. Uma análise do Brasil pós-Real. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 5, p. 1-39, out. 2000.

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

MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicolas S. *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.

NAKAMURA, Wilson T. **Estrutura de capital das empresas no Brasil: evidências empíricas**. São Paulo, 1992. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

PEROBELLI, Fernanda F. C.; FAMÁ, Rubens. Determinantes da estrutura de capital das empresas: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração**. São Paulo, v. 37, n. 3, p. 33-46, jul./set. 2002.

PINEGAR, Michael J.; WILBRICHT, Lisa. *What managers think of capital structure theory: a survey*. **Financial Management**, p. 82-91, 1998.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 2001.

RAJAN, Raghuram G.; ZINGALES, Luigi. *What do we know about capital structure? Some evidence from international data*. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, dez. 1995.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

ROCCA, Carlos Antônio. Soluções para o desenvolvimento do mercado de capitais: um balanço preliminar. **Revista da CVM**, p. 26–32, dez./2001. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 17/03/2002.

ROSIFINI, Vander Júnior. **Estudo dos fatores determinantes da estrutura de capital em empresas de capital aberto no Brasil**. São Paulo, 2004. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

ROSS, Stephen A. *The arbitrage theory of capital asset pricing*. **Journal of Economic Theory**, p. 343-362, dez. 1976.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.

SANTANA, Maria Helena. O Novo Mercado e a Governança Corporativa. **Revista da CVM**, p. 4–8, dez./2001. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 17/03/2002.

SANTOS, Carolina Macagnani. **Entraves ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro**. Ribeirão Preto, 2002. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto.

SCHEINKMAN, José Alexandre. O desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. *In*: 21 CONGRESSO DA ABRAPP, 1999.

SCHIFFMAN, Leon G. KANUK, Leslie L. **Comportamento do consumidor**. 6ed. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos, 2000.

SCHMITT, Francisco O. V. **Os determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras**. São Paulo, 2004. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

SELLTIZ, Claire; JAHODA, Marie.; DEUTSCH H.; COOK S. M. **Métodos de pesquisa das relações sociais**. São Paulo: Herder, 1965.

SINGH, A. *Corporate financial patterns in industrializing economies: a comparative international study*. **IFC Technical Paper**, n. 2, 1995.

SOLOMON, E. *Leverage and the cost of capital*. **The American Economic Review**, v. 18, n. 2, maio 1963.

TITMAN, Sheridan; WESSELS, Roberto. *The determinants of capital structure choice*. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 1, p. 1-19, mar. 1988.

TOY, Norman; REMMER, Lee; WRIGHT, Richard; BEEKHUISEN, Theo. *A comparative international study of growth, profitability, and risk as determinants of corporate debt ratios in the manufacturing sector*. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 9, n. 5, p. 875-886, nov. 1974.

VAN HORNE, James C. *Financial market rates and flows*. 5 th ed. Upper Saddle River, N.J.: Prentice Hall, 1998

WARNER, Jerold B. *Bankruptcy costs: some evidence*. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 2, p. 337-347, maio 1977.

WESTON, J. *A test of cost of capital propositions*. **Southern Economic Journal**, v. 30, n. 2, nov. 1963.

WORLD FEDERATION OF EXCHANGES. Disponível em: <<http://www.fibv.com>>. Acesso em 05/06/2005.

ZONENSCHAIN, Cláudia Nessi. Estrutura de capital das empresas no Brasil. **Revista do BNDES**, v. 6, n. 10, p. 63-92, dez. 1998.

APÊNDICES

APÊNDICE A – Empresas que compuseram a amostra

Empresa (Razão Social)	E-mail
AES Tietê S/A	juliana.penna@aes.com
Bombril S/A	acionista@bombril.com.br
Brasil Telecom S/A	malu@brasiltelecom.com.br
Braskem S/A	braskem-ri@braskem.com.br
Companhia Brasileira de Distribuição	andrea.russi@paodeacucar.com.br
Centrais Elétricas de Santa Catarina S/A	aldors@celesc.com.br
Cia. Iguaçu de Café Solúvel	fsato@iguacu.com.br
Cia. Indl. Schlosser S/A	controladoria@schlosser.com.br
Cia. Docas de Imbituba	contab@ediport.com.br
Cia. Vale do Rio Doce	ri@cverd.com.br
Company S/A	katy@company.com.br
Companhia Petroquímica do Sul	bonilha@copesul.com.br
CPFL Geração de Energia S/A	munhoz@cpfl.com.br
Digitel S/A Indústria Eletrônica	viaraujo@digitel.com.br
EDP Energias do Brasil S/A	ri@energiasdobrasil.com.br
Espírito Santo Centrais Elétricas S/A	mcodeco@escelsa.com.br
Eternit S/A	ri@eternit.com.br
Ferlizantes Fosfatados S/A – Fosfertil	marisa@fosfertil.com.br
Gerdau S/A	rodrigo.souza@gerdau.com.br
Gradiente Eletrônica S/A	carolina.pontes@gradiente.com.br
Grendene S/A	avizzotto@grendene.com.br
Iguaçu Celulose, Papel S/A	osmar@iguacucelulose.com.br
Indústrias J B Duarte S/A	laodseduarte@uol.com.br
Indústrias Romi S/A	esilva@romi.com.br
Investco S/A	mauricio.aquino@gruporede.com.br
Itiquira Energética S/A	jpatino@itisa.com.br
Localiza Rent a Car S/A	nora@localiza.com.br
Manufatura de Brinquedos Estrela S/A	tiago.pereira@estrela.com.br
Marcopolo S/A	jaime.prux@marcopolo.com.br
Marisol S/A	bizatto.j@marisol.com.br
Millennium Inorganic Chemicals do Brasil	ralcantara@mic-br.com.br
MRS Logística S/A	gra@mrs.com.br
Opportrans Concessão Metroviária S/A	danielle.padrenosso@metrorio.com.br
Randon S/A Implementos e Participações	geraldo@randon.com.br
Renar Maças S/A	sampaio@renar.agr.br
Springer S/A	springersa@terra.com.br
Submarino S/A	epineda@submarino.com.br
Telemig Celular S/A	ldias@telepart.com.br
Tractebel Energia S/A	fernandoalencar@tractebelenergia.com.br
Usiminas Siderúrgicas de Minas Gerais S/A	darnold@usiminas.com.br

APÊNDICE B – CARTA DE APRESENTAÇÃO

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto

Meu nome é Carolina e sou aluna de mestrado do curso de Administração de Empresas da Universidade de São Paulo. A pesquisa que estou realizando para a obtenção do título de mestre é sobre estrutura de capital nas empresas brasileiras de capital aberto.

Gostaria de solicitar a sua colaboração no preenchimento do questionário que envio anexo. O mesmo é composto por apenas 8 perguntas fechadas e leva em média 5 minutos para ser respondido.

Ao final da minha pesquisa, me comprometo a enviar-lhe os resultados, caso seja de seu interesse.

Qualquer dúvida, favor entrar em contato!

Grata desde já pela colaboração;

Carolina Macagnani dos Santos
Mestranda em Administração de Organizações pela FEARP-USP
Graduada em Administração pela FEARP-USP
Docente da UNIP-RP
(16) 8121-0664

APÊNDICE C – QUESTIONÁRIO

1. Empresa: _____ Cargo: _____

2. Sobre a sua formação, responda:

Área:

() Administração

() Economia

() Contabilidade

() Engenharia

() Direito

() Outra: _____

Grau de escolaridade:

() doutorado em andamento ou completo

() mestrado em andamento ou completo

() MBA em andamento ou completo

() 3º grau completo

() 3º grau incompleto

3. Em relação à estrutura de capital:

() a empresa possui uma estrutura meta de capital

() a empresa segue o oportunismo

() a empresa possui uma hierarquia de fontes de recursos

4. Considerando as fontes de recursos mais utilizadas por sua empresa, quais são os principais motivos que levam a sua empresa a optar por elas? Em nível de importância, marque com o número 1 o principal motivo; com o número 2 o segundo mais importante motivo; e assim por diante. COLOQUE APENAS AS 6 PRIMEIRAS OPÇÕES.

() menor custo financeiro (juros)

() menor exigência de garantias

() adequação dos volumes disponíveis

() conveniência de prazos

() facilidade operacional

() facilidade de renovação

() relacionamentos pessoais

() menores riscos e incertezas

() benefícios fiscais do endividamento

() conhecimento/experiência

() outro: _____

5. Por que sua empresa não se utiliza do mercado de capitais para fazer captações de recursos através de debêntures ou ações? Indique a primeira alternativa ou, em nível de importância, marque com o número 1 o principal motivo; com o número 2 o segundo mais importante motivo; e assim por diante. COLOQUE APENAS AS 6 PRIMEIRAS OPÇÕES.

- ☐ a empresa já usa o mercado de capitais
- ☐ os custos operacionais são muito elevados
- ☐ a atividade da empresa é de alto risco
- ☐ a empresa não precisa captar volumes financeiros elevados
- ☐ as dificuldades operacionais são muitas
- ☐ no Brasil a burocracia para que uma empresa participe do mercado de capitais é exagerada
- ☐ desconhecimento e inexperiência para fazer captações deste tipo

Outros motivos:

- ☐ _____
- ☐ _____

6. Quais fatores foram determinantes para sua empresa se utilizar do mercado de capitais para fazer captações de recursos por emissão de debêntures e/ou ações? Indique a primeira alternativa ou, em nível de importância, marque com o número 1 o principal motivo; com o número 2 o segundo mais importante motivo; e assim por diante. COLOQUE APENAS AS 6 PRIMEIRAS OPÇÕES.

- ☐ a empresa não usa o mercado de capitais
- ☐ única alternativa para captações de altos volumes financeiros
- ☐ necessidade de captação de volumes financeiros elevados
- ☐ fontes de custos atraentes
- ☐ facilidade operacional
- ☐ conhecimento/experiência anterior
- ☐ usufruir dos benefícios de uma maior visibilidade no mercado financeiro
- ☐ incentivos fiscais e/ou legais
- ☐ estratégia de crescimento e/ou de valorização da empresa
- ☐ facilidade em uma futura negociação da empresa (venda, fusão, cisão etc)
- ☐ Outro: _____

7. Classifique os fatores que mais influenciam a decisão da empresa a respeito do seu nível de endividamento (1 = fator que mais influencia; 2 = segundo fator que mais influencia; 3 = terceiro fator que mais influencia; assim por diante). COLOQUE APENAS AS 6 PRIMEIRAS OPÇÕES.

- ☐ benefícios fiscais da dívida
- ☐ risco de insolvência
- ☐ nível de endividamento de empresas concorrentes
- ☐ *rating* da empresa
- ☐ custos de transação envolvidos nas operações de crédito
- ☐ flexibilidade financeira
- ☐ volatilidade de faturamento
- ☐ imagem perante clientes e fornecedores (quanto menor o endividamento, menor o risco de falência percebido pelo mercado)
- ☐ quanto maior a dívida maiores os esforços da administração para gerar resultados que consigam pagar os financiamentos

Outros:

- ☐ _____
- ☐ _____

8. É comum que os empresários e administradores se queixem do alto custo de capital e das enormes dificuldades para que as empresas consigam financiar sua atividade e seu desenvolvimento, no Brasil. O que, em sua opinião, deveria mudar para que as empresas pudessem captar recursos com maior facilidade e sob custos mais razoáveis?

- ☐ mudar a política monetário do Governo Federal, que envolve a administração das taxas de juros
- ☐ mudar a política tributária do Governo Federal
- ☐ mudar a política econômica do Governo Federal com um todo
- ☐ deveria haver maior oferta de recursos de longo prazo via BNDES ou bancos de fomento
- ☐ simplificar as exigências para que mais empresas possam ter acesso ao mercado de capitais

Outras sugestões:

- ☐ _____