

# DECISÕES DE ESTRUTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS BRASILEIRAS: UM ESTUDO EMPÍRICO

Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura – Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Ms. Almir da Silva Mota – Faculdade de Ciências Econômicas, Contábeis e Administrativas da Universidade Presbiteriana Mackenzie

Palavras-chaves: estrutura de capital, teoria do *trade off* e teoria do *pecking order*

## 1. Introdução

Decisões de estrutura de capital são consideradas muito importantes no contexto da gestão financeira de empresas e estão principalmente relacionadas ao estabelecimento da política ideal de endividamento, ou seja, aquela que tende a maximizar o valor da empresa e, em consequência, a riqueza dos acionistas.

No Estados Unidos, assim como em outros países mais desenvolvidos, o mercado de capitais abastece as empresas com os fundos de longo prazo de que necessitam. Além disso, os bancos dispõem tradicionalmente de alternativas de financiamento a longo prazo com as condições mais variadas possíveis.

Essa não é a realidade que prevalece no Brasil, em que as empresas, mesmo as de grande porte, não dispõem de linhas de crédito a longo prazo em abundância. Na verdade, aquelas empresas que necessitam de financiamento para os seus projetos de investimento acabam dependendo fortemente do BNDES, banco governamental de fomento industrial.

Portanto, as empresas no Brasil têm muita restrição para tomar recursos de longo prazo, seja sob a forma de capital próprio, seja sob a forma de capital de terceiros, o que muitas vezes acaba prejudicando o curso normal de seus processos de investimento de capital.

Em relação a linhas de curto prazo, o mercado financeiro brasileiro, através principalmente dos bancos comerciais, dispõe de linhas de crédito para as empresas de uma forma geral. Porém, como é sabido, por conta das muitas crises que assolaram a economia brasileira, que possui problemas não resolvidos no campo das finanças públicas, as taxas de juros praticadas em nosso mercado estão entre as maiores do mundo.

Em que pese todas as limitações que assolam as empresas brasileiras, cabe aos gestores financeiros estabelecer as políticas financeiras mais adequadas, levando em conta o conhecimento teórico predominante e buscar as fontes de recursos que melhor atendam as necessidades financeiras da empresa e o interesse dos acionistas de ver sua riqueza ser maximizada.

## 2. Objetivo e motivação do estudo

Neste estudo desenvolvemos uma pesquisa de campo, utilizando-se de um questionário que foi aplicado para uma amostra representativa de empresas brasileiras, a fim de verificar a prática de decisões de estrutura de capital no nosso mercado. Duas teorias das mais aceitas foram o principal objeto de nossa pesquisa, a saber: teoria do *trade off* e teoria do *pecking order*.

A teoria do *trade off* sugere a existência de um nível ótimo de endividamento que seria tomado como estrutura-meta de capital das empresas. A teoria do *pecking order*, por sua vez, considera que as empresas estabelecem uma hierarquia de fontes de financiamento, dando preferência a recursos gerados internamente e colocando em segundo lugar a

captação de dívidas, ficando a opção de emissão de novas ações apenas como uma última alternativa, depois que outras possibilidades foram esgotadas.

Tratamos de explorar neste estudo, também, os principais fatores que tendem a explicar a forma como as empresas estabelecem sua estrutura de capital, fatores estes indicados pela teoria, pelas evidências empíricas e pelos aspectos práticos da realidade.

Estudos que abordam questões relevantes e modernas de finanças corporativas são sempre bem-vindas principalmente em países que possuem condições peculiares do ponto de vista econômico e empresarial. Particularmente estrutura de capital é um assunto que merece mais atenção por parte dos pesquisadores brasileiros, pois os gestores financeiros no Brasil, muitas vezes acostumados a tratar principalmente de questões de curto prazo por conta da realidade da economia brasileira, acabam ignorando teorias financeiras fundamentais que poderiam contribuir para o sucesso de suas tomadas de decisão.

Com esse estudo esperamos contribuir para que outros novos trabalhos sejam realizados enfocando não apenas as teorias subjacentes sobre estrutura de capital mas também a realidade prática das empresas, que são aqueles que efetivamente devem colocar em jogo as teorias criadas no contexto acadêmico.

### **3. Referencial teórico**

No campo de finanças, estrutura de capital é considerado um dos assuntos mais importantes, tendo despertado o interesse de diversos pesquisadores que têm desenvolvido trabalhos de natureza mais empírica ou teórica.

O trabalho pioneiro de Modigliani e Miller publicado em 1958, que depois foi complementado por um outro artigo publicado em 1963, é considerado o marco inicial dos muitos estudos que já foram realizados sobre estrutura de capital. Ao longo desses últimos quarenta anos, pelo menos, algumas correntes de pensamento surgiram em relação ao tema, sendo que até hoje ninguém conseguiu construir um modelo que permita às empresas determinar seu nível ótimo de endividamento, ou seja, aquele que maximizaria o valor de mercado da empresa.

Esse primeiro trabalho de Modigliani e Miller, de 1958, considerou as suposições de um mercado perfeito, em que, dentre outras características, não há impostos nem custos de transação e todos os participantes do mercado têm acesso às mesmas informações a custo zero. Num mundo baseado em mercado perfeito todos, empresas e pessoas, podem tomar emprestado e emprestar com base numa única taxa de juros livre de risco definida pelo conjunto de participantes do mercado.

Supondo mercado perfeito, Modigliani e Miller desenvolveram um modelo teórico sobre estrutura de capital em que se conclui que a política de estrutura de capital de uma empresa é irrelevante, uma vez que tanto faz uma empresa trabalhar com dívidas ou sem dívidas, o seu valor se mantém inalterado. Além de concluir pela irrelevância das decisões de financiamento, os mesmos autores demonstraram que o custo de capital próprio de uma empresa é diretamente proporcional ao nível de endividamento da mesma. Ou seja, quanto mais endividada é uma empresa, maior tende a ser o custo de capital próprio, na medida em que os acionistas da empresa passam a suportar um maior nível de risco sobre o investimento que fizeram na própria empresa.

Em seu segundo trabalho, de 1963, Modigliani e Miller relaxaram a suposição de inexistência de impostos no mercado, considerando especificamente o imposto de renda incidente sobre o lucro das empresas. Diante desse quadro, os autores concluíram que as empresas deveriam trabalhar com 100% de capital de terceiros (ou algo próximo disso), dada a economia fiscal que é gerada pelo fato de se utilizar dívidas, uma vez que os juros, que remuneram o capital de terceiros, é dedutível para fins de imposto de renda. Embora

seja absurda a conclusão de uso de quase 100% de dívidas na estrutura de capital, a idéia das economias fiscais geradas pelo uso de dívidas representou uma importante contribuição para o estudo dos determinantes da estrutura de capital das empresas.

Essas primeiras descobertas de Modigliani e Miller ensejaram o surgimento de uma teoria bastante aceita no meio acadêmico, denominada de teoria do *trade off*, que leva em conta dois fatores atuando em direções opostas. O primeiro fator são as economias fiscais já citadas, que induz as empresas a trabalharem com bastante dívida, enquanto que o outro fator são os custos de falência esperados. Tais custos decorrem da perspectiva de uma empresa se tornar inadimplente e ir à falência, na medida em que ela se torna excessivamente endividada.

Baixos níveis de endividamento não sugerem nenhum risco de falência para as empresas mas, à medida que elas se tornam muito endividadas, tal risco tende a aumentar significativamente de tal forma que os investidores tratam de descontar do valor de mercado da empresa uma parcela que corresponde a esses chamados custos de falência esperados.

Os custos de falência são de dois tipos: custos diretos e custos indiretos. Entende-se por custos diretos os gastos incorridos pela empresa quando efetivamente ela entra num processo de falência. Tais gastos são incorridos junto aos tribunais, advogados, peritos, etc. Os custos indiretos, por sua vez, estão relacionados ao enfraquecimento operacional de uma empresa que entra num processo falimentar, na medida em que os seus clientes, fornecedores, credores e empregados passam a evitar transacionar com a empresa, diante da grande incerteza quanto à capacidade de sobrevivência da mesma.

Uma versão da teoria de Modigliani e Miller com impostos considera não somente imposto de renda sobre o lucro de empresas, mas também imposto de renda sobre os rendimentos de indivíduos. Impostos pessoais estão relacionados ao investimento em ações e em títulos de dívida, sendo que normalmente as alíquotas de imposto diferem entre si. Além disso, quem investe em ações obtém remuneração através de ganhos de capital e de dividendos, sendo que a tributação sobre dividendos tende a ser maior do que a de ganhos de capital.

Miller (1977) desenvolveu um modelo reconhecendo todos os impostos acima citados, concluindo que deve existir um nível ótimo de endividamento considerando o agregado do mercado e não cada empresa especificamente. Tal modelo acabou dando respaldo à idéia da irrelevância das decisões de estrutura de capital.

Outra abordagem bastante aceita é aquela que considera os custos de *agency* que existem quando há conflitos de interesses entre credores e acionistas e entre acionistas majoritários e minoritários. Segundo Jensen e Meckling (1976), uma empresa que recorre muito ao uso de dívidas, faz com que os credores, precavendo-se de uma possível expropriação de riqueza, exijam um custo financeiro mais alto sobre as suas dívidas. Da mesma forma, na medida em que as empresas sejam pouco endividadas, isto induz a que os acionistas minoritários da empresa, também com temor de serem lesados, cobrem um retorno mais elevado sobre o capital investido.

Por trás da teoria de agência, está a idéia de que os acionistas da empresa que têm poder para tomar decisão sobre os negócios da própria empresa, tratarão de agir sempre visando seu benefício próprio, em detrimento do interesse de terceiros. Logicamente, diante desse conflito de interesses, aqueles que não têm poder para influir na administração da empresa tratam de se precaver através de restrições impostas nos contratos de emissão de títulos e de financiamento. Essas medidas reduzem o custo de *agency* cobrado nas taxas de retorno, mas, por outro lado, afetam negativamente a capacidade da empresa em se aproveitar de boas oportunidades de investimento, o que não deixa de representar um custo (implícito) devido a relações de agência.

Outra abordagem bastante aceita entre os estudiosos, é aquela que está baseada na assimetria informacional que existe entre os envolvidos na empresa, especialmente acionistas, credores e administradores.

Conforme Myers e Majluf (1984) os administradores possuem informações que não são conhecidas pelo mercado. Dada essa situação assimétrica, os investidores do mercado tendem a interpretar certas decisões dos administradores como sendo sinais de boas ou más notícias. Por exemplo, diante do anúncio de novas ações, os investidores tendem a reconhecer esse fato novo como sendo um sinal negativo quanto às perspectivas futuras de resultados da empresa. Por outro lado, o anúncio de emissão de novas dívidas tende a sinalizar para o mercado um prenúncio de bons resultados no futuro, acima do esperado. Isto faz com que o preço da ação da empresa caia diante do anúncio de emissão de novas ações, e suba diante do anúncio de emissão de novas dívidas. A empresa tende a emitir novas ações quando a perspectiva de resultados futuros é ruim. Quando as perspectivas futuras são boas, os acionistas originais da empresa preferem emitir dívidas para não ter que beneficiar novos acionistas em detrimento de si próprios.

Essa abordagem de assimetria de informação fez com que Myers (1984) criasse a denominada teoria do *pecking order*, segundo ao qual as empresas seguem uma hierarquia de fontes de recursos, optando em primeiro lugar por recursos gerados internamente, em segundo lugar pela emissão de novas dívidas e só em terceiro lugar pela emissão de novas ações. Fundos gerados internamente é, tal como novas ações, recursos relacionados a capital próprio. Porém, enquanto a emissão de novas ações implica em custos de colocação normalmente elevados, a utilização de fundos gerados internamente é dinheiro que já está dentro da empresa, não envolvendo custo de transação. Vale ressaltar que a colocação de novas dívidas tende a ser menos custoso para as empresas do que a colocação de novas ações, conforme Higgins (2001).

Uma abordagem mais recente sobre estrutura de capital está baseada nas teorias de organização industrial e leva em conta as decisões de produtos e mercados e sua influência sobre as decisões de financiamento das empresas. Tais teorias baseiam-se na idéia de que aspectos microeconômicos da parte operacional da empresa tendem a impactar nas decisões financeiras de longo prazo.

A influência do setor de atividade econômica sobre o endividamento da empresa leva em conta justamente aspectos relacionados à natureza da atividade operacional da empresa. É sabido que empresas com maior alavancagem operacional possuem maior risco de negócio e, portanto, deveriam ser menos endividadas para não elevar em demasia o risco da empresa como um todo.

Uma excelente revisão das principais abordagens da teoria de estrutura de capital, inclusive tratando das abordagens mais recentes de organização industrial, está contemplada em Harris e Haviv (1991).

Evidências empíricas, além da teoria, têm indicado que alguns fatores tendem a afetar de forma mais ou menos intensa a decisão sobre estrutura de capital das empresas. Tamanho [vide Marsh (1982), Ferri e Jones (1979), Nakamura (1992) e Titman e Wessels (1988)] e grau de imobilização [vide Long e Malitz (1985) e Nakamura (1992)] são duas variáveis que tendem a explicar o endividamento das empresas, na medida em que empresas de maior porte possuem proporcionalmente um custo menor na colocação de novas dívidas e, além disso, empresas com maior grau de imobilização podem oferecer um maior volume de ativos reais como garantia de dívidas contratadas.

Ferri e Jones (1979), Bradley, Jarrell e Kim (1984), Titman e Wessels (1988), Scott (1972), Scott e Martin (1976) e Nakamura (1992) sugerem que o setor de atividade é uma variável relevante para explicar a estrutura financeira das empresas. Ross e Westerfield (1988) apresentam resultados indicando a validade da teoria do *pecking order* tanto no

caso de empresas norte-americanas quanto no caso de empresas japonesas. Sunder e Myers (1999) também verificaram a validade da teoria do *pecking order* considerando uma amostra de empresas maduras.

De acordo com a teoria do *trade off*, empresas que geram lucros elevados e que possuem poucas possibilidades de compensar esses lucros para fins de imposto de renda tendem a ser mais propensas a emitir dívidas. Porém de acordo com as evidências empíricas obtidas por Kester (1986), empresas mais rentáveis tendem a manter um nível de endividamento mais baixo. Além disso, Fama e French (1998) descobriram que é difícil avaliar o impacto das economias fiscais relacionadas à dedução dos juros sobre o valor da empresa.

#### **4. Metodologia e resultados da pesquisa**

A fim de cumprir os objetivos de nossa pesquisa, tomamos como população o universo de empresas de grande porte que atuam no Brasil, principalmente aquelas que possuem capital aberto. Nossa intenção foi a de conseguir o maior número possível de respostas ao nosso questionário por parte de diretores e gerentes financeiros.

Ao final do processo de envio dos questionários, *follow up* e recepção das respostas através de diferentes meios de comunicação, obtivemos uma amostra de 94 respondentes, a grande maioria ocupantes de cargos de grande importância nas empresas em que trabalham. Excluímos de nossa amostra final alguns questionários que foram respondidos por pessoas de bancos e outros tipos de entidades que não se enquadravam nos objetivos de nossa pesquisa.

Praticamente todas as empresas participantes da pesquisa são empresas de grande porte, muitas delas líderes e referências nos mercados em que atuam. Dada a grande quantidade de respostas que obtivemos pudemos abarcar uma parcela altamente representativa do cenário empresarial brasileiro, incluindo a maioria dos setores de atividade da economia brasileira.

Em primeiro lugar verificamos uma forte crença por parte dos administradores brasileiros de que decisões de estrutura de capital são criadoras de valor para as empresas. Do total de 94 respondentes, 75 concordaram muito, 16 concordaram pouco e 3 ficaram indiferentes. É interessante notar que decisões de financiamento não têm o mesmo apelo que decisões de investimento de capital, sendo que estas últimas implicam quase que automaticamente em geração de valor para os acionistas, na medida em que projetos com valor presente líquido positivo sejam aceitos. Por sua vez, em relação a decisões de estrutura de capital não podemos afirmar que inequivocamente certas decisões, baseadas em certos pressupostos, aumentam a riqueza dos acionistas.

Verificamos em nossa pesquisa que dos 94 respondentes, 76,6% (72 respondentes) afirmaram que seguir uma hierarquia de fontes de financiamento, enquanto que 23% (22 respondentes) afirmaram que procuram manter uma estrutura-meta de capital. Este resultado é similar ao obtido no estudo de Pinegar e Wilbricht (1989) abrangendo empresas da *Fortune 500*. Este resultado atesta que os gestores financeiros tendem a agir mais de acordo com a teoria do *pecking order* do que com a teoria do *trade off*. Há que se levar em conta que no Brasil, especialmente no caso de empresas de capital nacional, existe pouca flexibilidade para se escolher a melhor a melhor opção de financiamento num dado momento, por conta das poucas alternativas de financiamento a longo prazo existentes no mercado e das dificuldades de colocação de novas ações em condições favoráveis.

Em relação à preferência quanto a fontes de financiamento obtivemos o seguinte resultado, conforme indicado na tabela 1.

**Tabela 1 – Ordem de preferências quanto a fontes de financiamento**

<b>Fonte de financiamento</b>	<b>Percentual de preferência</b>
Lucros retidos	34%
Captação de novas dívidas	21%
Captação de novas dívidas conversíveis	16%
Emissão de novas ações preferenciais	15%
Emissão de novas ações ordinárias	14%

Verificamos que existe uma clara preferência pelo aproveitamento de lucros retidos (34%), tal como preconizado pela teoria do *pecking order*. Em segundo lugar foi eleita a opção captação de novas dívidas (21%), o que também está de acordo com a teoria do *pecking order*. Em seguida apareceram, pela ordem, captação de dívidas conversíveis (16%), emissão de novas ações preferenciais (15%) e emissão de novas ações ordinárias (14%). Toda a seqüência que apuramos como resultado mostrou-se plenamente compatível com a teoria do *pecking order*, sugerindo que os gestores financeiros efetivamente tomam tal teoria como principal referência na tomada de decisão de financiamento. Tais resultados também estão de acordo com aqueles que foram obtidos por Pinegar e Wilbricht (1989).

Além dos argumentos da teoria do *pecking order*, os administradores possivelmente levam em conta os benefícios fiscais no uso de dívidas, ao escolher dívidas ao invés de capital próprio para fins de financiamento dos seus negócios. Muitas empresas pagam elevadas taxas de impostos sobre lucros, o que torna altamente compensador aproveitar-se dos juros para fins de redução da base de lucro tributável.

Por sua vez, a emissão de novas ações preferenciais e ordinárias é tomado como uma medida extrema, somente adotada quando todas as outras alternativas já foram consideradas. Entra em jogo, neste caso, o comportamento do mercado diante da situação de assimetria informacional que inevitavelmente ocorre.

A tabela 2 apresenta, em ordem de importância, os princípios de planejamento financeiro que direcionam as decisões de financiamento das empresas de grande porte no Brasil.

Em primeiro lugar, foi considerado o item “Assegurar uma sobrevivência de longo prazo”. É interessante observar que os gestores financeiros consideram mais importante a perpetuidade e sobrevivência da empresa do que a maximização do preço das ações. Embora pareça estranha essa constatação, é interessante considerar que, de acordo com a teoria financeira, os administradores da empresa, que normalmente não são proprietários, tendem a se preocupar mais com a perpetuidade da empresa do que com o seu processo de criação de valor. É por isso que modernamente muitas empresas principalmente nos Estados Unidos vêm praticando como critério de remuneração variável dos seus executivos um prêmio atrelado ao desempenho das ações da empresa.

Outro item que foi considerado bastante importante pelos gestores financeiros de empresas é a “Manutenção da flexibilidade financeira da empresa”. Flexibilidade financeira, que alguns denominam de folga financeira é uma condição destacada na literatura financeira como sendo muito valorizada pelos executivos financeiros, pois na medida em que a empresa a mantém, dá aos administradores maior grau de liberdade para estar tomando o recurso financeiro que se considerar mais vantajoso num dado momento. Por outro lado, é considerado por alguns especialistas que o excesso de folga financeira tende a criar uma postura de relaxamento por parte dos administradores da empresa, que tende a gerar conseqüências negativas do ponto de vista de criação de valor para os acionistas.

**Tabela 2 – Importância relativa dos princípios de planejamento financeiro na tomada de decisões de financiamento**

Porcentagem de respostas em cada grau							
Princípios de planejamento financeiro, por ordem de importância, na tomada de decisão de financiamento	1	2	3	4	5	S/R	Rank
1. Assegurar uma sobrevivência de longo prazo.	0	0	10	14	76	0	4,66
2. Manutenção da flexibilidade financeira da empresa.	1	1	6	29	63	0	4,52
3. Manter fontes contínuas e previsíveis de recursos.	1	0	11	34	54	0	4,40
4. Expectativa dos lucros futuros.	0	2	15	33	50	0	4,31
5. Manter um nível de liquidez equilibrado.	0	4	15	40	40	1	4,13
6. Maximizar os preços das ações da empresa.	1	6	31	23	38	1	3,88
7. Manter-se na média de endividamento em relação a outras empresas do setor.	7	20	46	17	10	0	3,03

- 1 – Não é importante.
- 2 – Pouco importante.
- 3 – Média importância.
- 4 – Importante.
- 5 – Muito importante.
- S/R – sem resposta.

O terceiro item destacado pelos respondentes da pesquisa foi “Manter fontes contínuas e previsíveis de recursos” o que sinaliza uma maior preocupação por parte dos executivos com a flexibilidade de recursos. Podemos de alguma forma concluir que os gestores financeiros brasileiros tendem a se preocupar mais com aspectos relacionados a sobrevivência e flexibilidade financeira do que com a questão da valorização do capital dos acionistas. Isto de alguma forma contraria os resultados anteriormente descritos, que apontavam para uma crença generalizada de que decisões de estrutura de capital agregam valor para os acionistas.

A tabela 3 apresenta o ranking que obtivemos em relação à importância relativa dos fatores que influenciam as decisões de financiamento das empresas, à luz da teorias de estrutura de capital predominantes, especialmente as de *trade off* e de *pecking order*.

Conforme pode ser observado, o principal fator considerado pelos acionistas foi a capacidade de geração futura de caixa da empresa. Tal resultado sugere duas coisas. Em primeiro lugar, os executivos financeiros demonstram grande preocupação com a liquidez da empresa numa perspectiva de curto e longo prazo. Isto ajuda a entender porque os executivos preferem em primeiro lugar utilizar-se de recursos gerados internamente, que na verdade representam capital próprio, ou seja, capital que não gera obrigação de devolução. Em segundo lugar, esse resultado apóia a idéia de que os gestores financeiros das empresas brasileiras baseiam-se principalmente na teoria do *pecking order*.

**Tabela 3 – Ordem de importância dos fatores que condicionam as decisões de estrutura de capital**

Porcentagem de respostas em cada grau							
Fatores por ordem de importância na tomada de decisão de estrutura de capital	1	2	3	4	5	S/R	Rank
1. Geração futura de caixa para atender às necessidades da empresa.	0	0	4	20	76	0	4,72
2. Nível de risco dos negócios da empresa.	0	4	13	32	50	1	4,25
3. Manter uma estrutura-meta de capital.	2	6	22	35	34	1	3,90
4. Preocupação com a tributação do IR sobre os lucros da empresa.	3	5	27	30	35	0	3,89
5. Obtenção de financiamento ou incentivos de instituições governamentais.	3	11	20	26	39	1	3,84
6. Preocupação com a tributação dos acionistas e credores da empresa.	7	7	34	33	18	1	3,45
7. Evitar cláusulas contratuais restritivas na emissão de títulos da dívida e na tomada de financiamento bancário.	4	11	32	35	16	2	3,42
8. Evitar reclamações dos acionistas ordinários com relação à diluição do capital votante detido por eles.	9	14	33	26	18	0	3,30
9. Influência dos credores em relação ao máximo endividamento permitido.	7	15	38	26	12	2	3,15
10. Evitar a necessidade de emitir novas ações.	12	14	38	16	18	2	3,08
11. Preocupações com custos de falência diretos e indiretos.	16	24	32	13	11	4	2,67
12. Preocupações com custos de agência.	15	20	40	15	5	5	2,60
13. Outra razão especificada.	6	0	2	1	1	90	0,20

- 1 – Não é importante.
- 2 – Pouco importante.
- 3 – Média importância.
- 4 – Importante.
- 5 – Muito importante.
- S/R – sem resposta.

O segundo fator considerado mais importante foi o risco do negócio da empresa. Segundo os fundamentos básicos de finanças corporativas, as empresas precisam equilibrar os dois riscos a que estão sujeitas, a saber, risco do negócio e risco financeiro. Portanto, o resultado que obtivemos indica a preocupação dos executivos financeiros em compatibilizar o endividamento com o nível de risco das suas atividades operacionais.

Conforme pode ser observado na Tabela 3, outros fatores foram também destacados como importantes, a maioria deles estando relacionados a diversas teorias abordadas na temática de estrutura de capital. Curiosamente os respondentes destacaram aspectos relacionados às teorias do *trade off* e da agência, tais como manutenção de estrutura-meta de capital, efeito fiscal dos juros das dívidas e fuga a cláusulas restritivas. Esta constatação de alguma forma sugere que as empresas praticam a teoria do *pecking order*, mas ao mesmo tempo levam em conta outros fatores relevantes considerados nas teorias principais de estrutura de capital.

A pouca importância dada aos custos de agência sugere que os administradores de empresas brasileiras não reconhecem devidamente o impacto que a tomada de dívidas financeiras no mercado pode causar sobre o valor de mercado das empresas.

Estranhamos a pouca importância dada ao fator necessidade de emitir novas ações, que de certo modo contraria a idéia de que a teoria do *pecking order* é tão importante na tomada de decisões financeiras.

Os resultados apontados na tabela acima mostraram-se parecidos com os de Pinegar e Wilbricht (1989) particularmente em relação aos dois primeiros fatores considerados mais importantes.

## 5. Conclusões

O objetivo de nosso estudo consistiu em avaliar no contexto das empresas brasileiras a aplicação de duas das mais importantes teorias de estrutura de capital desenvolvidas até os dias de hoje: teoria do *trade off* e teoria do *pecking order*.

Reproduzimos no Brasil um trabalho parecido com o que foi desenvolvido nos Estados Unidos, por exemplo por Pinegar e Wilbricht (1989) e Kamath (1997). Os resultados que obtivemos indicaram a predominância da teoria do *pecking order* em relação à teoria do *trade off* na realidade brasileira, embora outros fatores não contidos na teoria do *pecking order* tenham sido destacados. Tais resultados foram, no geral, similares aos obtidos principalmente por Pinegar e Wilbricht.

Nossos resultados sugerem que os gestores financeiros das empresas brasileiras adotam a crença de que decisões de estrutura de capital geram valor para os acionistas. Além disso, numa ordem de preferência, os respondentes de nossa pesquisa indicaram em primeiro lugar fundos gerados internamente, em segundo lugar emissão de novas dívidas e somente em último lugar emissão de novas ações ordinárias. Esta ordem reforça a adoção da teoria do *pecking order* pela maioria dos executivos financeiros que atuam no Brasil.

## 6. Referências bibliográficas

BRADLEY, Michael, JARRELL, Gregg A. e KIM, E. Han, On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence, *Journal of Finance*, 39, Julho 1984, pp. 857-878.

FAMA, Eugene F. e FRENCH, Kenneth R., Taxes, Financing Decisions and Firm Value, *Journal of Finance*, 53, Junho 1998, pp. 819-843.

FERRI, Michael G. e JONES, Wesley H., Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach, *Journal of Finance*, 34, Junho 1979, pp. 631-644.

HARRIS, Milton e RAVIV, Artur, The Theory of Optimal Capital Structure, *Journal of Finance*, 48, Março 1991, pp. 297-356.

HIGGINS, Robert C., *Analysis for Financial Management*, 5ª. Edição, Irwin McGraw-Hill, 1998.

JENSEN, Michael C. e MECKLING, William H., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, Outubro 1976, pp. 305-360.

KAMATH, Ravindra R., Long-Term Financing Decisions: View and Practices of Financial Managers of NYSE Firms, *Financial Review*, 32, No. 2, Maio 1997, pp. 331-356.

KESTER, W. Carl, Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations, *Financial Management*, 15, Spring 1986, pp. 5-16.

LONG, Michael S. e MALITZ, Ileen, The Investment-Financing Nexus: Some Empirical Evidence, *Midland Corporate Finance Journal*, 3, Fall 1985, pp. 53-59.

MARSH, Paul, The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study, *Journal of Finance*, 37, Março 1982, pp. 121-143.

MILLER, Merton H., Debt and Taxes, *Journal of Finance*, 32, Maio 1977, pp. 261-276.

MODIGLIANI, Franco e MILLER, Merton H., The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*, 48, Junho 1958, pp. 261-297.

MODIGLIANI, Franco e MILLER, Merton H., Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, 53, Junho 1963, pp. 433-443.

MYERS, Stewart C., The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance* 39, Julho 1984, pp. 575-592.

MYERS, Stewart C. e MAJLUF, Nicholas S., Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, 13, Junho 1984, pp. 187-222.

NAKAMURA, Wilson T., Estrutura de Capital das Empresas no Brasil: Evidências Empíricas, Dissertação de Mestrado em Administração, FEA-USP, 1992.

PINEGAR, J. Michael; WILBRICHT, Lisa, What Managers Think of Capital Structure Theory: A Survey, *Financial Management*, 18, Winter 1989, pp. 82-91.

ROSS, Stephen A. e WESTERFIELD, Randolph, *Corporate Finance*, Times Mirror/Mosby College Publishing, 1988.

SCOTT Jr., David F., Evidence on the Importance of Financial Structure, *Financial Management*, 1, Summer 1972, pp. 45-50.

SCOTT Jr., David F. e MARTIN, John D., Industry Influence on Financial Structure, *Financial Management*, 4, Spring 1976, pp. 67-73.

SUNDER, L. Shyam e MYERS, Stewart C., Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, 51, Fevereiro 1999, pp. 219-244.

TITMAN, Sheridan e WESSELS, Roberto, The Determinants of Capital Structure Choice, *Journal of Finance*, 43, Março 1988, pp. 1-19.