
Determinantes da escolha da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto: um survey

Carolina Macagnani dos Santos
Tabajara Pimenta Júnior
Eduardo Garbes Cicconi

RESUMO

As empresas podem financiar suas atividades pela utilização de recursos próprios e de terceiros que, juntos, formam 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 tema de diversos trabalhos publicados no meio acadêmico. Todavia, pouco se concluiu a respeito dos fatores que determinam a estrutura de capital das organizações. Assim, foi realizada uma pesquisa por meio da aplicação de um questionário à população de 356 empresas de capital aberto, não financeiras e ativas no mercado brasileiro. Dessa população, uma amostra de 40 empresas foi analisada de modo a promover uma investigação dos fatores determinantes na escolha das fontes de recursos de longo prazo utilizadas por essas organizações. Verificou-se que o oportunismo foi considerado por 13% das empresas, enquanto 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. 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, além de fatores como flexibilidade financeira, *rating* e benefícios fiscais da dívida que também tiveram importância atribuída pelas empresas da amostra na composição de sua estrutura de capital.

Palavras-chave: administração financeira, estrutura de capital, custo de capital, endividamento, levantamento.

1. INTRODUÇÃO

As empresas podem financiar seus investimentos por meio de fontes de recursos próprios ou de terceiros de longo prazo que, juntos, formam a estrutura de capital das organizações. Mas o que define as escolhas feitas pelas empre-

Recebido em 24/fevereiro/2007
Aprovado em 15/outubro/2008

Sistema de Avaliação: *Double Blind Review*
Editor Científico: Nicolau Reinhard

Carolina Macagnani dos Santos, Graduada em Administração e Mestre em Administração de Organizações pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, é Professora da Universidade Paulista (CEP 14024-270 — Ribeirão Preto/SP, Brasil) e da Fundação Educacional de Ituverava. E-mail: carol_1708@yahoo.com.br
Endereço:
Universidade Paulista
Avenida Carlos Consoni, 10
Jardim Canadá
14024-270 — Ribeirão Preto — SP

Tabajara Pimenta Júnior, Graduado em Administração pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto (FEA-RP) da Universidade de São Paulo (USP) e em Engenharia Mecânica pela Escola de Engenharia de São Carlos (EESC) da USP, Mestre em Engenharia Mecânica na Área de Automação de Manufatura pela EESC-USP, Doutor em Administração na Área de Finanças pela FEA/USP, é Professor do Departamento de Administração da FEA-RP/USP (CEP 14040-900 — Ribeirão Preto/SP, Brasil). E-mail: taba.jr@terra.com.br

Eduardo Garbes Cicconi, Graduado em Economia e Mestre em Economia Aplicada pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, é Coordenador dos Cursos de Pós-Graduação de Gestão Financeira e Gestão de Empresa do Agronegócio, Coordenador do Curso de Graduação em Administração de Empresas da Fundação Educacional de Ituverava (CEP 14500-000 — Ituverava/SP, Brasil) e Professor do Centro Universitário Barão de Mauá. E-mail: eduardo_cicconi@uol.com.br

sas em relação a 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?

Decisões sobre financiamento resultam na escolha de um *mix* de fontes de recursos de longo prazo que maximize os valores dos projetos selecionados e envolvam, 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.

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, pouco se concluiu sobre a existência de um *mix* ideal de recursos de longo prazo a ser utilizado pela empresa.

O trabalho de Modigliani e Miller (1958), considerado marco no estudo sobre estrutura de capital, 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 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 elas definem sua estrutura de capital. Eid Júnior (1996) realizou um levantamento com empresas brasileiras e concluiu que essas organizações 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 dedicaram-se 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 sua estrutura de capital?

No presente trabalho, buscou-se verificar que fatores são levados em consideração na escolha das fontes de financiamento utilizadas pelas empresas brasileiras. Por meio da aplicação de questionários aos diretores de Relações com os Investidores de empresas de capital aberto, não financeiras e ativas no Brasil, procurou-se levantar informações que pudessem contribuir para responder à seguinte pergunta de pesquisa:

- Quais fatores afetam o processo decisório das empresas quanto à escolha das fontes de recursos que devem ser utilizadas?

2. AS TEORIAS SOBRE ESTRUTURA DE CAPITAL

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 partir dele, um grande esforço de pesquisa tem sido direcionado ao estudo da estrutura de capital das empresas.

Daher (2004) indica que, anteriormente a tal estudo, o que se observava eram as teorias defendidas pelos chamados tradicionalistas, os quais 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. 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 em 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 e 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.

Contraopondo-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 seu valor, e à

própria teoria de Durand (1952), Modigliani e Miller publicaram em 1958 o artigo *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. Em tal artigo, os autores 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 empresas, dentro de um contexto de equilíbrio parcial do mercado. Esses autores 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 do que o capital próprio. Tal fato ocorre porque à medida que a empresa acrescenta mais capital de terceiros, mas o capital próprio remanescente se torna arriscado. À medida 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.

A teoria de Modigliani e Miller (1958) foi desenvolvida admitindo-se algumas premissas como a desconsideração da incidência de imposto de renda, a ausência de custos de transação, a inexistência de assimetria de informações entre indivíduos de dentro e de fora da empresa, a inexistência dos custos de agência, além de outros pressupostos (COPELAND e WESTON, 1992). 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 existam pressupostos que limitam a obra de Modigliani e Miller, como 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.

Em trabalho publicado em 1963, Modigliani e Miller propuseram uma nova formulação, agora considerando a existência de uma alíquota de imposto corporativo maior do que zero. Nesse artigo, os autores reconheceram haver um ganho devido à alavancagem pelo fato de a 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.

2.1. *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*. A primeira 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. Contrapondo-se ao benefício fiscal da dívida, os custos de falência representam o efeito negativo do endividamento. Baxter (1967), Warner (1977) e Altman (1984) discutiram que uma das consequências 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 como pelos investidores aumenta quanto maior for a participação de capital de terceiros na estrutura de capital das empresas.

Analisando ambos os efeitos da dívida (positivo e negativo), Myers (1984) afirmou que as empresas devem, segundo a *Static Trade-off Theory*, substituir capital de terceiros por capital próprio e vice-versa, até o ponto em que seu valor seja maximizado, chegando então a uma estrutura-meta de capital. Conforme Brealey, Myers e Marcus (2002, p.451), 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 seja exatamente compensado pelos custos adicionais de possível dificuldade financeira”.

2.2. *Teoria das informações assimétricas e o pecking order*

Uma segunda teoria capaz de explicar a definição da estrutura de capital das empresas defende a não existência de uma estrutura-meta 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 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 esta 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 de fontes internas (fluxos de caixa das operações, retenção de dividendos, lucros acumulados etc.) e termina com a emissão de 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 estas serão subprecificadas pelos investidores, que não dispõem de informações suficientes para definir seu preço justo.

Todavia, Fama e French (2005) destacaram que a assimetria de informações pode não afetar tão significativamente as escolhas das fontes de recursos de longo prazo. Caso os custos de transação envolvidos com a utilização de recursos de terceiros sejam muito elevados, a hierarquia proposta pelo *Pecking Order* não mais se confirma. O mesmo ocorre no caso de a empresa emitente de ações conseguir controlar a assimetria de informações, o que faz com que a utilização dessa fonte de recursos não seja a última escolha na hierarquia. Embora seja muito difícil, as empresas de capital aberto podem criar mecanismos que restrinjam as operações financeiras de seus executivos, que têm acesso a informações consideradas privilegiadas no mercado de capitais. Podem ser usados contratos e termos de compromissos que inibam o uso dessas informações, além das declarações assinadas e registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) do país, que tornam transparentes os investimentos dos executivos em papéis da empresa ou das que têm ligação direta com elas (fornecedores, clientes, coligadas, controladas etc.).

3. ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE A ESTRUTURA DE CAPITAL

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

Hipótese 1 — Empresas com alto crescimento de ativos (representando o crescimento da própria empresa) são mais endividadas.

Hipótese 2 — Empresas com alta lucratividade são menos endividadas, devido à capacidade de autofinanciamento com recursos gerados internamente.

Hipótese 3 — Empresas com maior risco são menos endividadas, devido ao risco de falência e aos limites impostos pelos fornecedores de crédito.

Como resultado, foi constatada uma relação negativa entre lucratividade e endividamento, o que confirmou a hipótese de que, quanto maior a lucratividade, menor a utilização de capital de terceiros; e uma relação positiva entre crescimento da empresa e endividamento, também confirmando a hipótese de Toy *et al.* (1974) de que empresas com alto crescimento de ativos são mais endividadas. Uma relação negativa entre risco e endividamento não foi confirmada.

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. Os resultados obtidos 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 — esperava-se que empresas pertencentes à mesma classe industrial tivessem estruturas de capital semelhantes;
- 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 — esperava-se comprovar a relação de que, quanto maior a empresa, maior seu endividamento;
- o risco não está associado à estrutura de capital — esperava-se comprovar uma relação negativa entre risco e endividamento;
- alavancagem operacional não influencia a estrutura de capital das empresas — esperava-se comprovar que a alavancagem operacional está negativamente relacionada ao endividamento da empresa.

Além dos destacados anteriormente, outros trabalhos — como Marsh (1982), Bradley, Gregg e Kim (1984), Titman e Wessels (1988), Klock e Thies (1992), Rajan e Zingales (1995), Jorge e Armada (2001) — contribuíram para a compreensão dos fatores que podem determinar a estrutura de capital das empresas. Os fatores estudados e os resultados obtidos estão destacados no quadro da página seguinte.

Alguns autores elaboraram trabalhos que tiveram como objetivo identificar os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras. Zonenschain (1998) e Moreira e Puga (2000) objetivaram identificar a forma como as empresas brasileiras financiam suas atividades. Os resultados de Zonenschain (1998) indicaram que a maioria das organizações estudadas no período de 1989 a 1996 recorreram à emissão de ações como fonte de recursos. Porém, ao se analisarem os anos estudados separadamente, verificou-se que após 1994 a maior parte das empresas utilizou como fonte de recursos o autofinanciamento em detrimento da emissão de ações. Contudo, 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

Fatores e Resultados dos Trabalhos Empíricos sobre Estrutura de Capital

Autores	Fatores Estudados	Resultados
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 poder ser modificada
	Tamanho, risco de falência e composição dos ativos	Relação confirmada com o endividamento
Bradley, Gregg e Kim (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

1997. Os resultados indicaram que 55% das organizações da amostra utilizaram o autofinanciamento 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 (2002) 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 (2002) 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 fatores como crescimento, especificidade dos ativos, tamanho e rentabilidade não foram identificados como determinantes da estrutura de capital das organizações.

Com o objetivo de testar a existência de relação entre a estrutura de controle e as decisões de estrutura de capital das empresas, Prociány e Schnorrenberger (2004) desenvolveram um estudo com empresas brasileiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) entre 31 de dezembro de 1995 e 31 de dezembro de 2000. Além de controle acionário, tamanho e lucratividade, o estudo testou também variáveis relativas ao setor e ao ano das companhias pesquisadas como influenciadoras das decisões de estrutura de capital. A análise dos resultados obtidos com o estudo levou à conclusão de que as companhias que apresentam maior concentração em sua estrutura de controle tendem a apresentar aversão ao endividamento e ao risco financeiro. As demais variáveis analisadas também se demonstraram estatisticamente relevantes, indicando sua influência na escolha da estrutura de capital das empresas.

Brito e Lima (2005) estudaram o impacto simultâneo do controle acionário, tangibilidade, crescimento, rentabilidade e risco para o período entre 1995 e 2001. Os resultados mostraram que as empresas de controle privado nacional se endividam mais do que as de controle público nacional ou de controle estrangeiro, e que isso se deve ao uso intensivo de dívida de curto prazo. Nesse estudo foi também constatada uma relação positiva entre o fator tangibilidade e o endividamento total ou de longo prazo, o que, segundo Brito e Lima (2005), confirmou o previsto pela teoria *Trade-off*. A volatilidade mostrou-se negativamente relacionada à dívida de longo prazo.

4. UTILIZAÇÃO DE QUESTIONÁRIOS NO ESTUDO DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS

Pinegar e Wilbricht (1989) verificaram se os executivos utilizam as teorias sobre estrutura de capital na tomada de decisões sobre financiamento. Os autores usaram a aplicação de questionários aos executivos financeiros das empresas que pesquisaram. 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. Além disso, 84,3% dos respondentes indicaram lu-

ros retidos (capital interno) como a primeira opção de financiamento, enquanto 39,7% consideraram a emissão de ações ordinárias sua última alternativa de financiamento. Pinegar e Wilbricht (1989) identificaram, ainda, quais fatores as empresas julgam mais importantes na tomada de decisão sobre financiamento. Em tal verificação, foi constatado que 76,7% dos respondentes consideraram o fator garantia de **sobrevivência** em 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.

Graham e Harvey (2001) também desenvolveram um questionário com o objetivo de captar informações sobre custo de capital, decisões de investimento e estrutura de capital. Os resultados da pesquisa indicaram que, para a 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. De uma maneira geral, os autores sugeriram que a pesquisa trouxe evidências que indicam a aplicação da teoria do *Pecking Order* pelas empresas.

No Brasil, Eid Júnior (1996) analisou o comportamento das empresas brasileiras em relação ao custo e à estrutura de capital por meio da aplicação de um questionário composto por perguntas fechadas do tipo múltipla escolha ou classificação hierárquica. 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 pré-determinada de preferências.

5. ASPECTOS METODOLÓGICOS

O objetivo no presente trabalho foi pesquisar todas as empresas que compuseram a população-alvo da pesquisa, constituída por 356 companhias de capital aberto selecionadas de um total de 622 listadas no *site* da Comissão de Valores Mobiliários até 12 de janeiro de 2006. Das 622 companhias abertas, foram excluídas 266, chegando-se então ao número de empresas que compuseram a população da pesquisa (356). Os critérios utilizados para chegar-se às 266 empresas foram a atividade e a situação em que a companhia se encontrava no momento da consulta ao *site*. 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 falidas, paralisadas, concordatárias e as que se encontravam em liquidação extrajudicial.

Da população de 356 empresas, 50 responderam aos questionários, mas desse total só 40 puderam ser utilizados na pesquisa. 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 à taxa obtida por Eid Júnior (1996). Ao serem considerados somente os questionários que puderam ser analisados, a taxa de retorno passou a ser de 11%, superior à obtida por Graham e Harvey (2001), que foi de 9%. Devido à forma como a amostra foi selecionada, os resultados obtidos na pesquisa não puderam ser generalizados.

A aplicação dos questionários ocorreu por meio eletrônico. Optou-se por enviá-los juntamente com uma carta de apresentação para os e-mails dos diretores de Relações com Investidores (RI) das empresas. 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.

6. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Conforme destacado anteriormente, os questionários foram enviados para o departamento de Relações com Investidores das empresas que participaram da pesquisa. Verificou-se que 40% dos respondentes indicaram como cargo Relações com Investidores (neles, incluem-se gerentes e diretores de RI). Os 60% restantes indicaram cargos de gestão financeira.

Além da aplicação dos questionários, foram coletadas informações secundárias como faturamento, setor e atividade e nível de endividamento total das empresas.

A primeira pergunta do questionário refere-se à formação do respondente. Procurou-se elaborar um perfil dos executivos que responderam ao questionário, relacionando sua área de formação e grau de escolaridade. 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.

A maior participação de respondentes com nível mais alto de formação acadêmica era esperada e também foi confirmada por Eid Júnior (1996). Seu trabalho constatou 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 tipo algum de pós-graduação em sua formação. Desse total de seis companhias, cinco tiveram faturamento inferior a R\$ 500 milhões e somente uma faturou mais do que R\$ 1 bilhão, faturamento considerado corresponde à média, em reais, dos faturamentos das empresas nos exercícios de 2002, 2003 e 2004, obtidos nos demonstrativos financeiros das companhias da amostra. Tais dados são reflexo 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 eles são responsáveis pela divulgação das informações corporativas ao mercado.

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. Os resultados obtidos podem ser verificados no gráfico da página seguinte.

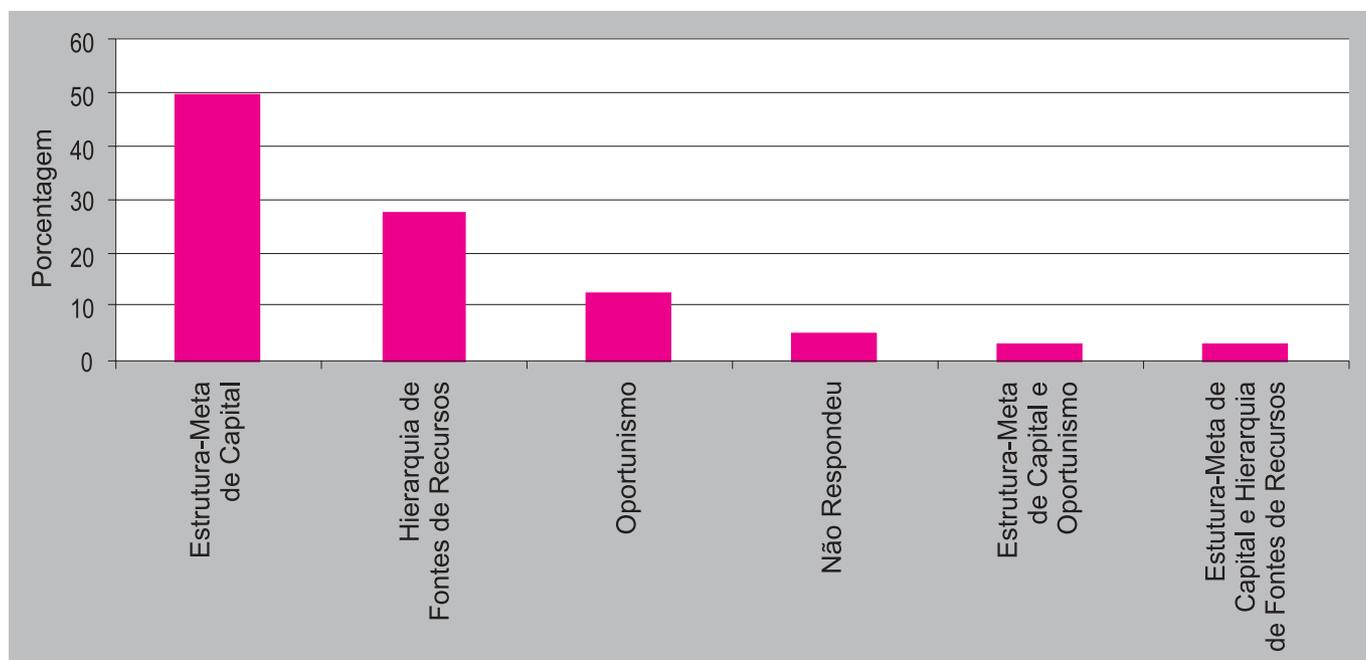
O gráfico mostra que metade das companhias respondeu possuir uma estrutura-meta de capital, defendida pela teoria do *Static Trade-off*.

Analisando-se esses dados conjuntamente com as informações a respeito das atividades das empresas e do faturamento, pôde ser observado que 88% das empresas de energia elétrica que compuseram a amostra afirmaram ter uma estrutura-meta de capital e 45% das empresas que adotam uma estrutura-meta de capital possuem faturamento superior a R\$ 1 bilhão. Verificou-se que 35% das empresas que adotam uma estrutura-meta de capital possuem um índice de endividamento total, obtido pela divisão da dívida total pelo patrimônio líquido, superior a 1. Desses 35% de empresas, 21% apresentam índice de endividamento superior a 10.

A teoria do *Pecking Order* foi a opção de 28% das empresas da amostra. 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.

Ainda em relação ao *Pecking Order*, observou-se que 80% das empresas que atuam com petroquímicos e borracha afirmaram adotar essa estratégia, ou seja, respeitam uma hierarquia de fontes de recursos de longo prazo. Os outros 20% do total das empresas seguem outra estratégia, a de perseguirem uma estrutura-meta de capital.

Do total de empresas de serviços de transporte e logística, 50% também adotam uma hierarquia de fontes de recursos. Diferentemente do que ocorreu com as empresas que optaram por uma estrutura-meta de capital, somente 9% das que seguem uma hierarquia de fontes de recursos têm faturamento superior a R\$ 1 bilhão. Pôde-se observar que 64% das empresas que seguem a teoria do *Pecking Order* possuem faturamento entre R\$ 100 milhões e R\$ 1 bilhão e 73% consideram as taxas de juros o fator mais importante na escolha das fontes de recursos.



Resultados Referentes à Questão sobre Estrutura de Capital

Das empresas que optaram pelo oportunismo, 60% possuem faturamento superior a R\$ 1 bilhão e afirmaram que a taxa de juros é o fator mais importante na escolha das fontes de recursos de longo prazo. Das empresas que afirmaram adotar uma hierarquia de fontes de recursos, 54,5% possuem índice de endividamento total superior a 1 (unidade), o que confirma a preferência pelo endividamento em detrimento da emissão de ações.

Na quarta pergunta do questionário, as empresas tiveram de enumerar, de acordo com o grau de importância, os motivos que as levam a optar por determinadas fontes de recursos. Os resultados obtidos podem ser visualizados na tabela 1.

Pôde-se verificar que 73% das empresas 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 con-

Tabela 1

Fatores que Influenciam a Escolha das Fontes de Recursos

Fatores	Porcentagem de Respostas						
	Primeira Opção	Segunda Opção	Terceira Opção	Quarta Opção	Quinta Opção	Sexta Opção	Não Ranqueados
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

sequência 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%. Os benefícios fiscais da dívida, tão explorados pela teoria financeira, foram considerados como segundo fator mais importante para 13% das companhias.

**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.**

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. 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.

Verificou-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, devido ao crescente número de emissões e ao aumento de liquidez no mercado secundário. Quando questionadas sobre os motivos que levavam à utilização do mercado de capitais na captação de recursos de longo prazo, 25% das companhias analisadas consideraram 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 financeiro (segunda opção de 15% das empresas).

Na questão 7 procurou-se verificar quais fatores mais influenciam a decisão da empresa a respeito de seu nível de endividamento. 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. Os resultados obtidos com essa questão estão apresentados na tabela 2.

Tabela 2
Fatores Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Respondentes

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
<i>Rating</i> 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

7. 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 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-os a concluir que, quanto maior o endividamento, maior o valor da empresa.

Além dos trabalhos de Modigliani e Miller, outras pesquisas foram feitas com o objetivo de identificar os fatores que determinam a composição do capital das organizações. 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 de o estudo sobre a estrutura de capital ser intensamente debatido, não se apresentou conclusivo até o momento. Os motivos, ou fatores que levam as empresas a optarem por determinadas fontes de recursos — e, conseqüentemente, por determinada composição de capital próprio e de terceiros — ainda apresentam-se divergentes e muito associados à metodologia utilizada em cada pesquisa.

Diferentemente 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 a adoção de uma estrutura-meta de capital foi a opção de 50% 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. Um indício obtido com a pesquisa foi o de que as empresas maiores, com faturamento superior a R\$ 1 bilhão, adotam uma estrutura-meta de capital já que têm maiores condições tanto de obter capitais de terceiros a custos compatíveis com seus projetos quanto de emitir ações no mercado de capitais.

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. 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 e com a predominância da teoria do *Static Trade-off*. 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.

O presente trabalho sugere uma relação entre o tamanho das empresas e a adoção de uma estrutura-meta de capital. Essa relação pode ser investigada estatisticamente em trabalhos futuros. ◆

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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

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

BRADLEY, M.; GREGG, J.A.; KIM, H.E. On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence. *The Journal of Finance*, Berkeley, v.39, n.3, p.857-878, July 1984.

BREALEY, R.A.; MYERS, S.C.; MARCUS, A.J. *Fundamentos*

da administração financeira. 3.ed. Rio de Janeiro: McGraw-Hill, 2002.

BRITO, R.D.; LIMA, M.R. A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: o caso do Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, v.59, n.2, p.177-208, abr./jun. 2005.

COPELAND, T.; WESTON, J.F. *Financial theory and corporate policy*. 3rd ed. EUA: Addison Wesley, 1992.

DAHER, C.E. *Testes empíricos de teorias alternativas sobre a determinação da estrutura de capital das empresas brasileiras*. 2004. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) —

- Programa Multi-institucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal de Pernambuco e Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Brasília, Distrito Federal, Brasil.
- DURAND, D. Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In: CONFERENCE ON RESEARCH ON BUSINESS FINANCE, p.215-261, 1952, New York: Universities National Bureau, 1952.
- EID JÚNIOR, W. Custo e estrutura de capital: o comportamento das empresas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas (RAE)*, São Paulo, v.36, n.4, p.51-59, out./dez. 1996.
- FAMA, E.F.; FRENCH, K.R. Financing decisions: who issues stocks? *Journal of Financial Economics*, Oxford, v.76, n.2, p.549-582, 2005.
- FAMÁ, R.; BARROS, L.A.B.C.; SILVEIRA, A.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.
- FAMÁ, R.; GRAVA, W. Teoria da estrutura de capital — as discussões persistem. *Caderno de Pesquisa em Administração*, São Paulo, v.7, n.11, p.27-36, jan./mar. 2000.
- FERRI, M.G.; JONES, W.H. Determinants of financial structure: a new methodological approach. *The Journal of Finance*, Berkeley, v.34, n.3, p.631-644, jun., 1979.
- GRAHAM, J.R.; HARVEY, C.R. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, Oxford, v.60, n. 2, p.187-243, maio 2001.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, Berkeley, v.46, n.1, p.297-335, Mar. 1991.
- JORGE, S.; ARMADA, M.J.R. Fatores determinantes do endividamento: uma análise em painel. *Revista de Administração Contemporânea*, Curitiba, v.5, n.2, p.9-31, maio/ago. 2001.
- KLOCK, S.; THIES, F. Determinants of capital structure. *Review of Financial Economics*, Oxford, v.1, n.2, p.40-52, Summer, 1992.
- MARSH, P. The choice between equity and debt: an empirical study. *The Journal of Finance*, Berkeley, v.37, n.1, p.121-144, Mar. 1982.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, Pittsburgh, v.48, n.3, p.261-297, July 1958.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, Pittsburgh, v.53, n.3, p.433-443, June 1963.
- MOREIRA, M.M.; PUGA, F.P. Como a indústria financia seu crescimento. Uma análise do Brasil pós-Real. *Revista de Economia Contemporânea*, Curitiba, v.5, edição especial, p.13-34, Out. 2000.
- MYERS, S.C. The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, Berkeley, v.39, n.3, p.575-592, July 1984.
- MYERS, S.C.; MAJLUF, N.S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Oxford, v.13, n.2, p.187-221, jul., 1984.
- PEROBELLI, F.F.C.; FAMÁ, R. Determinantes da estrutura de capital das empresas: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP)*, São Paulo, v.37, n.3, p.33-46, jul./ago./set. 2002.
- PINEGAR, M.J.; WILBRICHT, L. What managers think of capital structure theory: a survey. *Financial Management*, Oxford, v.4, n.18, p.82-91, Winter 1989.
- PROCIANOY, J.L.; SCHNORREBERGER, A. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, v.58, n.1, p.121-146, jan./mar. 2004.
- RAJAN, R.G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, Berkeley, v.50, n.5, p.1421-1460, Dec. 1995.
- ROSIFINI JÚNIOR., V. *Estudo dos fatores determinantes da estrutura de capital em empresas de capital aberto no Brasil*. 2004. Dissertação (Mestrado em Administração) — Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, São Paulo, Brasil.
- TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, Berkeley, v.43, n.1, p.1-19, Mar. 1988.
- TOY, N.; REMMER, L.; WRIGHT, R.; BEEKHUISEN, T. 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*, Washington DC, v.9, n.5, p.875-886, Nov. 1974.
- WARNER, J.B. Bankruptcy costs: some evidence. *The Journal of Finance*, Berkeley, v.32, n.2, p.337-347, May 1977.
- ZONENSCHAIN, C.N. Estrutura de capital das empresas no Brasil. *Revista do BNCDES*, Rio de Janeiro, v.6, n.10, p.63-92, dez. 1998.

ABSTRACT

The determinant factors in the process of choosing structure of capital to the Brazilian companies: a survey

Companies can choose equity or debt to finance their long term projects and the combination of these two sources is called capital structure. In financial literature, studies about capital structure have initiated with the paper written by Modigliani e Miller in 1958, and since then the capital structure has been the theme of a great amount of published papers. However, these studies do not bring a conclusion about what factors really determine the capital structure of the companies. This study analyzed 40 questionnaires that were answered by companies that have their stocks negotiated in Brazilian capital market. This questionnaire tried to determine what the factors are determinant in the process of choosing between debt and equity. It was found that the opportunism was considered by 13% of the companies while the static trade-off was the choice of 50% of the sample. The Pecking Order was the option of 28% of the 40 companies. The transaction costs were considered the most important factor that affects the decisions about capital structure by 23% of the companies. This could have happened because of the high importance of the interest rates in the decisions about the sources of long term capital. Financial flexibility, rating and tax benefits of debts were also important in the process of choosing the capital structure.

Keywords: capital structure, cost of capital, cost of equity, cost of debt, survey.

RESUMEN

Determinantes de la estructura de capital de las empresas brasileñas de capital abierto: un survey

Las empresas pueden financiar sus actividades por medio de la utilización de recursos propios y de terceros, que, juntos, forman su estructura de capital. En la literatura financiera, el estudio sobre la estructura de capital tuvo como marco la publicación del trabajo de Modigliani y Miller (1958) y, desde entonces, ha sido tema de diversos trabajos publicados en el medio académico. Sin embargo, poco se concluyó respecto de los factores que determinan la estructura de capital de las organizaciones. Así, se realizó una investigación por medio de la aplicación de un cuestionario a la población de 356 empresas de capital abierto, no financieras y activas en el mercado brasileño. De ese conjunto, se analizó una muestra de 40 empresas de manera a promover una investigación de los factores determinantes en la elección de las fuentes de recursos de largo plazo utilizadas por dichas organizaciones. Se comprobó que el oportunismo fue considerado por el 13% de las empresas, mientras que la adopción de una estructura meta de capital fue la opción de mitad de la muestra. La teoría de la jerarquía de fuentes de recursos fue la opción del 28% de las empresas analizadas. Los costos de transacción fueron considerados el factor que más afecta la formación de la estructura de capital por el 23% de las empresas de la muestra, lo que condice con la importancia de los intereses en la elección de las fuentes de recursos. Otros factores como flexibilidad financiera, *rating* y beneficios fiscales de la deuda también tuvieron importancia atribuida por las empresas de la muestra en la composición de su estructura de capital.

Palabras clave: gestión financiera, estructura de capital, costo de capital, endeudamiento, recopilación.

REGE-USP Revista de Gestão USP
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO DA FEA/USP

A Revista de Gestão USP – REGE-USP é uma publicação trimestral para divulgação de trabalhos de natureza acadêmica, com temas relacionados à Administração. Nossos principais colaboradores são alunos e professores de Programas de Pós-graduação em Administração e alunos da graduação com orientação e co-autoria de professores. Todos os trabalhos publicados são avaliados em relação ao conteúdo e à metodologia.

Maiores informações: Editoria da Revista de Gestão USP – REGE-USP
E-mail: cpa@edu.usp.br
www.ead.fea.usp.br

