

OS PRINCÍPIOS FINANCEIROS QUE DETERMINAM AS DECISÕES DE ESTRUTURA DE CAPITAL NO BRASIL.

RESUMO

Finanças Corporativas enquanto área de conhecimento desenvolveu muitas abordagens diferentes nestes últimos cinquenta anos. A fase, denominada moderna, inaugurada a partir da Teoria de Modigliani e Miller (1958), trouxe à reflexão questões sobre a importância das decisões sobre Estrutura de Capital. Estudo realizado por Michael Pinegar e Lisa Wilbricht nos Estados Unidos em 1989, procurou verificar o que as empresas levam em consideração quando tomam decisões sobre sua estrutura de capital. O objetivo do presente estudo é investigar qual a priorização dos princípios financeiros que norteiam a estrutura de capital no Brasil. Realizou-se um estudo exploratório no qual foram selecionadas as 100 maiores empresas, listadas na Revista Exame - Melhores e Maiores 2006. Destas, 10 delas foram desconsideradas por se tratarem de instituições financeiras. O questionário foi encaminhado via e-mail aos administradores financeiros e obteve-se resposta de 15 empresas, representando 16,67% da população. Os resultados da investigação realizada no Brasil, apresentam similaridade com a pesquisa realizada nos Estados Unidos, indicando que existe uma tendência de universalidade nos princípios de planejamento financeiros adotados pelos gerentes para decisões sobre estrutura de capital.

Palavras-chave: Estrutura de Capital, Princípios Financeiros, Decisões.

1 INTRODUÇÃO

As corporações pertencem aos acionistas, que têm cotas de participação no negócio, entretanto, não a administram. A administração fica a cargo do conselho de administração, que é nomeada, por meio de voto, para assegurar que os gerentes atuem de acordo com os interesses dos acionistas, desta forma, o conselho de administração representa os acionistas.

Os acionistas podem vender suas ações, portanto novos investidores podem passar a ser os proprietários. Caso não houvesse a segregação entre propriedade e administração essa operação poderia resultar em interrupções nas operações do negócio, assim sendo, delegar a administração é o que concede às corporações um caráter de permanência, corporações podem ser duradouras, embora seus acionistas possam ter vidas mais curtas que elas. Outro motivo para a separação entre propriedade e administração nas corporações é a própria necessidade prática, grandes corporações podem ter milhares de acionistas, o que significa dizer que milhares de proprietários detêm cotas de propriedade. Se todos esses proprietários se envolvessem ativamente na administração, certamente o ambiente se tornaria caótico em termos de decisões.

Brealey e Myers (2006, p. 15-16) descrevem o papel do gestor financeiro, afirmando que, o gerente financeiro fica entre as operações da empresa e os mercados financeiros, subordinado ao conselho de administração. As corporações precisam de uma infinidade de ativos reais, estes por sua vez precisam ser pagos, para obter o dinheiro necessário para isso, a corporação emite títulos, os chamados ativos financeiros ou assumem endividamentos bancários. Os ativos financeiros têm valor por serem lastreados pelos ativos reais e pelo dinheiro que produzem. Os ativos financeiros incluem uma grande variedade de títulos, desde empréstimos bancários, ações ou outras obrigações da corporação para com os investidores. Segundo os autores, o gestor financeiro traça o fluxo de caixa dos investidores para a empresa e novamente para os investidores. O fluxo começa quando a empresa emite títulos para

angariar caixa, esse caixa é usado para comprar ativos reais que são usados nas operações da empresa. Quando a empresa tem um bom desempenho, suas operações geram o caixa para remunerar os investidores, pagar os juros e ainda reinvestir em novos ativos reais, que por sua vez geram mais caixa.

Teoricamente é bastante simplista o mecanismo do fluxo de caixa. Entretanto, nem sempre, este fluxo gerado pela empresa é capaz de remunerar tão prontamente seus financiadores e ainda possibilitar novos investimentos, nesse caso, a corporação precisará emitir novos títulos para levantar capital. Como a meta dos administradores é maximizar o retorno para os acionistas, devem empenhar esforços para obter a melhor combinação das fontes de capital, assegurando uma estrutura ótima de capital.

Foram desenvolvidas muitas abordagens diferentes em Finanças Corporativas nestes últimos cinquenta anos, utilizando de aspectos diversos das teorias econômicas e financeiras. Esta fase, denominada moderna, inaugurada a partir da Teoria da Irrelevância de Modigliani e Miller (1958), trouxe à reflexão questões como a importância das decisões sobre Estrutura de Capital.

A estrutura de capital e os fatores que interferem na sua composição sempre intrigaram os estudiosos, que nas Teorias buscam justificativas e explicações para os fatos.

Na busca incessante pela melhor combinação de estrutura de capital o gestor financeiro deverá avaliar a relação compensatória (*trade-off*) entre risco e retorno.

Michael Pinegar e Lisa Wilbricht, em 1989, desenvolveram uma pesquisa “*What Managers Think of Capital Structure Theory: A Survey*”, na qual buscam identificar por ordem de importância quais princípios são considerados pelos gestores financeiros quando tomam decisões sobre estrutura de capital nos Estados Unidos da América, a população considerada foram 500 empresas, das quais 176 correspondem à amostra utilizada para o estudo.

Nesse contexto, levantamos o seguinte questionamento: Quais princípios os gestores financeiros consideram mais relevantes ao tomarem decisões sobre estrutura de capital nas corporações sediadas no Brasil?

Para possibilitar uma analogia dos resultados obtidos em nosso estudo com a pesquisa desenvolvida por Pinegar e Wilbricht, no que diz respeito ao grau de importância que os gestores atribuem a cada princípio listado, adotamos os mesmos princípios utilizados pelos autores mencionados, não há, no entanto a pretensão de executar a mesma pesquisa integralmente. Esse estudo objetiva investigar os princípios de planejamento considerados pelos gestores financeiros, por grau de importância.

O mercado de capitais brasileiro tem se expandido, o número de empresas que estão abrindo seu capital, negociando suas ações em bolsa de valores, tem sido crescente nos últimos anos, entre o período compreendido entre janeiro de 2004 até o final de maio de 2007, 49 (quarenta e nove) empresas abriram seu capital. Esse fenômeno instiga os pesquisadores a cada vez mais intensificar estudos voltados a essa área, procurando através da pesquisa desenhar um panorama da realidade do mercado de capitais brasileiro.

Procurando responder a questão de pesquisa e alcançar o objetivo proposto, a estrutura deste artigo apresenta, além desta Introdução, o Fundamentação Teórica, Metodologia, Análise dos Dados e Considerações Finais.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Estrutura de Capital

Dentro do contexto de Finanças Corporativas a estrutura de capital sempre demonstrou ser um tema intrigante, e as decisões sobre a estrutura um dos mais importantes para a administração financeira das empresas.

A estrutura de capital é a combinação dos financiamentos da empresa, podendo ser em capital de terceiros (dívidas de longo prazo) e capital próprio (ações, lucros retidos). Na intenção de maximizar os benefícios para os acionistas, os gestores financeiros incansavelmente buscam encontrar a melhor combinação. Essa combinação, no entanto não é estática, se modifica na proporção que outros fatores, internos e/ou externos, sofrem alterações. A empresa estará mais próxima da estrutura ótima de capital à medida que consegue encontrar o equilíbrio entre risco e retorno.

O uso de mais dívida aumenta o risco para o acionista, pois o pagamento da amortização da dívida e do principal independe dos resultados operacionais, por outro lado, segundo Brigham e Ehrhard (2006, p. 616), a dívida tende a produzir uma taxa de retorno mais alta sobre o capital patrimonial, elevando os benefícios para os acionistas, além disso, emitir ações ordinárias em excesso segundo Groppelli e Nikbakht (2005, p. 207) pode levar à perda de controle de votos na empresa.

Outro aspecto a ser considerado, é a oscilação negativa do valor da ação, quando anunciada nova emissão de ações. A previsão de que o anúncio de novas ações disponíveis no mercado baixa o preço da ação rapidamente foi confirmada por diversos estudos, incluindo Asquith e Mullins (1986) *apud* Myers (2001). A queda média do preço é de cerca de 3%, ou seja, 3% de capitalização da empresa no período pré-emissão (as quedas no preço representam frações muito grandes no total de emissões).

O anúncio de uma dívida pode ter um impacto menor no preço das ações do que o anúncio de aumento de patrimônio líquido. Para esta classe de investidores, cujo risco definido é reduzido, o impacto pode ser insignificante, Eckbo (1986) e Shyam-Sunder (1991) *apud* Myers (2001) confirmam esta previsão.

2.1.1 Fatores Determinantes da Estrutura de Capital

Ao suscitarmos as questões que permeiam o ambiente corporativo, verificamos que decisões relacionadas à estrutura de capital das empresas é assunto de extrema complexidade. Não há uma teoria universal para a escolha entre dívidas e ações. As teorias levantadas até o momento, atestam que existem fatores, ou atributos, que respeitando uma lógica subjacente, determinam as escolhas na estrutura de capital das empresas.

Brigham e Ehrhard (2006, p. 616- 617), consideram ser a estrutura ótima de capital uma questão de equilíbrio perfeito entre as formas de financiamento da empresa, relacionam cinco fatores principais que influenciam as decisões sobre estrutura de capital: risco do negócio; posição tributária da empresa; flexibilidade financeira; agressividade ou conservadorismo administrativo; oportunidade de crescimento.

2.1.1.1 Risco do Negócio

O risco do negócio é o grau de incerteza inerente às projeções de retornos futuros sobre os ativos. Quanto maior o risco do negócio, menor o índice de endividamento. O risco

de negócio depende de uma série de fatores, Brigham e Houston (1999, p. 452) destacam alguns deles:

Produtos cíclicos – Empresas manufatureiras cíclicas são vistas como tendo um risco do negócio relativamente alto.

Diversificação dos produtos – Empresas de produto único apresentam risco de negócio mais alto se comparadas a empresas com diversificação.

Variabilidade da demanda - Quanto maior a concorrência, menor tende a ser a variabilidade da demanda, nesse caso, a concorrência contribui para aumentar o risco operacional. “A concentração de mercado possui relação negativa com o endividamento das empresas” (MORAES e RHODEN, 2005, p.5).

Variabilidade do preço de venda – A volatilidade ou estabilidade dos preços também é fortemente influenciada pela concorrência, quanto mais estáveis os preços de venda, menores os riscos do negócio.

Variabilidade dos preços dos insumos - Quanto maior a instabilidade no custo dos insumos e custos de transformação, maior será o risco das operações do negócio.

Capacidade de ajustar os preços do produto de acordo com as variações nos preços dos insumos – Quanto maior a capacidade de ajustamento, menor será o risco do negócio.

Alavancagem Operacional – Quando as empresas adotam uma composição de custos fixos elevada, potencializam seus lucros quando há um aumento na demanda, por outro lado, são custos que não decrescem quando a demanda cai, aumentando o risco do negócio.

2.1.1.2 A posição tributária da empresa

A principal razão da utilização de endividamento é que os juros da dívida, ao serem considerados no cálculo da base tributável, reduzem o valor do imposto a pagar, conseqüentemente, o custo efetivo da dívida também é reduzido. Todavia, a empresa pode se beneficiar de outros mecanismos de economia fiscal, nesse caso, a dívida não se configura em vantagem tributária, ou seja, os benefícios tributários são anulados. Além disso, segundo Damodaran (2004, p. 444), o benefício fiscal da dívida só existe se a empresa é rentável e pagando impostos, empresas com perdas acumuladas não obtêm benefício utilizando a dívida.

2.1.1.3 Flexibilidade financeira

Para que as operações sejam estáveis, é necessário que o fornecimento de capital para financiar as operações seja regular, mesmo em condições adversas. Segundo Brigham e Ehrhard (2006, p. 617), quando há retração na economia, ou uma empresa passa por dificuldades operacionais, os fornecedores tendem a dar preferência no financiamento de empresas que apresentam balanços patrimoniais mais sólidos. Nesse caso, quanto maior a probabilidade de necessidade futura de capital ou quanto mais grave os transtornos causados pela escassez de capital, mais sólido deve ser o balanço patrimonial da empresa.

Segundo Damodaran (2004, p. 452), na prática, os administradores consideram os efeitos que suas decisões terão sobre sua capacidade de investir em novos projetos ou atender contingências inesperadas em períodos futuros. Essa preocupação se traduz em empresas que mantêm uma capacidade de endividamento excessiva ou saldos de caixa maiores que os necessários para atender as exigências atuais. O autor propõe que a flexibilidade financeira

deva estar relacionada a três variáveis: disponibilidade de projetos; retornos em excesso dos projetos e incerteza a respeito das necessidades de projeto e fluxos de caixa.

2.1.1.4 Agressividade ou conservadorismo administrativo

Conservadorismo ou agressividade são características da gestão financeira, influenciando a estrutura de capital alvo da empresa. Administradores arrojados aceitam assumir riscos em níveis superiores. A adoção do endividamento incentiva os administradores a perseguirem estratégias mais arriscadas.

2.1.1.5 Oportunidade de crescimento

O valor operacional de uma empresa é a soma de seus ativos produtivos e as opções de crescimento. Para Brigham e Ehrhard (2006, p. 617) a composição dos ativos produtivos e das oportunidades de crescimento traz quatro implicações para a estrutura de capital das empresas. Primeiro, um alto nível de ativos produtivos melhor cauciona empréstimos, que altas taxas de crescimento. Segundo, em empresas com grandes oportunidades de crescimento, associando a falta de bens para oferecer em garantia ao fato de que as oportunidades de crescimento se apresentam na forma de capital intelectual, os custos de falência e a ruptura provocados pelo insucesso financeiro, causam danos mais graves. Terceiro, as oportunidades de crescimento não são divulgadas na íntegra para evitar o vazamento de estratégias causando a assimetria informacional. Quarto, os fundos adicionais requeridos por novos projetos, associado à dificuldade de convencer investidores que financiem esses projetos resultam em uma necessidade de flexibilidade financeira maior para empresas com oportunidades de crescimento se comparadas às empresas com ativos produtivos.

Ativos intangíveis são associados com baixas taxas de dívidas. Por exemplo, companhias que usam muito o marketing, tradicionalmente operam com uma taxa de dívidas baixa (MYERS, 2001).

2.1.1.6 Checklist para Decisões de Estrutura de Capital

O gestor financeiro ao tomar decisões sobre estrutura de capital tem possibilidade de adotar diferentes abordagens, para exemplificar, pode proceder suas avaliações e análises utilizando um elenco de fatores.

Brigham e Houston (1999, p. 481-482), elencam fatores que os gestores financeiros geralmente levam em conta ao decidirem sobre estrutura de capital:

Estabilidade das vendas: nesta condição a empresa pode assumir maior endividamento, resultando em uma maior alavancagem financeira.

Estrutura dos ativos: ativos apropriados oferecem mais garantias para empréstimos, possibilitando maior endividamento.

Alavancagem operacional: menor alavancagem operacional possibilita melhores condições de utilizar a alavancagem financeira.

Taxa de crescimento: empresas de crescimento mais rápido necessitam de novos capitais, encorajando-as a depender de dívidas. Porém, a condição de crescimento rápido gera maior incerteza, o que reduz a disposição por capitais de terceiros.

Lucratividade: empresas com altas taxas de retorno sobre investimento utilizam menos endividamento.

Impostos: juros são despesas dedutíveis e quanto mais elevada a alíquota, maior a vantagem.

Controle: as considerações sobre o controle da empresa podem levar à utilização de capital acionário ou de terceiro, tendendo a proteger a administração, e interferindo na estrutura de capital.

Atitudes da administração: é da administração a opção pela estrutura de capital apropriada. Podendo ser mais agressiva ou conservadora quanto ao endividamento.

Atitudes do fornecedor de empréstimos e das agências de classificação de risco: a empresa discute a estrutura de capital com estes agentes e considera suas opiniões.

Condições de mercado: as mudanças no mercado ocorrem tanto a curto quanto a longo prazo e refletem na composição da estrutura de capital ótima da empresa.

Condições internas da empresa: as condições próprias refletem nas ações da empresa e na estrutura de capital desejada.

Flexibilidade financeira: condições de levantar capital necessário para dar continuidade às operações.

Lemes Junior, Rigo e Cherobim (2005, p. 202) apresentam quatro grupos de fatores determinantes da escolha da estrutura de capital:

As Condições gerais da economia

Demanda e oferta na economia – Produto Interno Bruto, política fiscal, política e balança cambial, emprego/ desemprego.

Inflação – Comportamento, tendências, metas do governo.

Condições de mercado

Agentes – Restrições contratuais ou de políticas empresariais que podem dificultar que a empresa emita novas ações, assuma novas dívidas, retenha lucros, ou até dilua seu controle acionário.

Condições operacionais e financeiras da empresa

Risco do negócio – Comportamento das receitas, custos, despesas e capacidade da empresa de gerar caixa suficiente para cumprir suas obrigações.

Risco financeiro – O risco financeiro reduzido propicia condições para tomada de novos financiamentos ou lançamento de ações.

Posição tributária da empresa – Se a empresa utiliza a dívida para obter vantagens tributárias ou não.

Informações – As informações devem fluir de dentro da empresa para o mercado com a intenção de permitir uma análise adequada dos riscos financeiros da empresa por parte dos investidores. Por outro lado, deve estar bem informada sobre as condições do mercado de capital e financeiro, em termos de fontes de financiamento disponíveis e como melhor utilizá-las.

Sincronia – Equilíbrio entre o vencimento dos juros e do principal e da entrada de recursos.

Vontade do acionista controlador – A preferência do acionista quanto ao grau de alavancagem financeira na estrutura de capital.

Volume de recursos a serem financiados

Demanda da empresa por recursos – Constantes tomadas de recursos pela empresa podem sinalizar ao mercado oportunidades de negócio, por outro lado podem indicar dificuldades financeiras explícitas ou implícitas.

2.1.1.7 Princípios de Planejamento que Norteiam a Estrutura de Capital

Todos os fatores listados acima determinam ou de alguma forma contribuem para a escolha da estrutura de capital das empresas, em outras palavras, demarcam uma situação com o propósito de servir de parâmetro para as tomadas de decisões quanto a combinação dos financiamentos da empresa.

Os princípios são regras que se sustentam num juízo de valor, constituindo modelos para a ação.

Os fatores podem ser encarados então, como sendo uma seqüência de conhecimentos necessários que se subordinam a uma noção mais importante, que são os princípios de planejamento.

A reunião da reflexão dos diversos fatores que influenciam as decisões sobre estrutura de capital levam aos objetivos (BRIGHAM e HOUSTON, 1999, p. 483). O princípio de planejamento de qualquer organização deve conduzir aos melhores objetivos, portanto, os objetivos servem de pilar para as decisões sobre estrutura de capital. Princípios de planejamento são verdades que apóiam o raciocínio na condução dos objetivos.

2.2 Alavancagem Financeira e a Estrutura de Capital

Brigham e Houston (1999, p. 456) conceituam alavancagem financeira como sendo o “grau de utilização de títulos de renda fixa (de dívidas e ações preferenciais) na estrutura de capital de uma empresa”. Cabe salientar que no Brasil, as ações preferenciais são consideradas capital próprio.

Assaf Neto (2005, p. 139) considera a alavancagem financeira como um dos instrumentos mais importantes na avaliação do desempenho operacional e no planejamento.

A alavancagem financeira aumenta quando uma empresa emite obrigações para financiar parte de suas operações. Quanto maior o índice de endividamento, maior o grau de alavancagem financeira. Entretanto, a alavancagem financeira ao produzir LPA (lucro por ação) maior, também o torna mais volátil. Isso significa que o risco financeiro aumenta.

O risco financeiro consiste no risco adicional arcado pelos acionistas ordinários como resultado da decisão do financiamento com dívida.

Pelo fato de os acionistas suportarem o risco do aumento da alavancagem financeira, o custo do capital próprio aumenta. Os juros sobre a dívida também aumentando (exigência dos financiadores), declinam o LPA. Em virtude do aumento do capital próprio, o valor da ação também declina.

Inicialmente o valor de uma empresa que não tem dívidas sobe à medida que substitui capital acionário por títulos de dívida, atinge um ponto máximo, declinando à medida que a utilização de dívidas se torna excessiva. O objetivo do gestor financeiro é determinar a estrutura de capital na qual o valor da empresa é maximizado (BRIGHAM e HOUSTON, 1999, p 457).

2.3 Custos de Falência e Estrutura de Capital

O custo de falência estimado é um produto da probabilidade de falência e dos custos nos quais a empresa incorre, em caso de falência. Considera-se falida a empresa incapaz de cumprir seus compromissos pré-fixados em contratos. Em caso de falência, os ativos da empresa podem ser liquidados e as receitas usadas para atender pagamentos de direito. As prioridades de pagamento de direito seguem tanto normas legais quanto contratuais. Para Damodaran (2004, p. 448), “se o custo de falência esperado é definido como o produto da probabilidade de falência e do custo de falência indireto e direto, resultam implicações interessantes e que podem ser testadas para decisões sobre estrutura de capital.”

Segundo Damodaran (2004, p. 447), a probabilidade de falência é aumentada quando empresas tomam recursos emprestados sem considerar o tamanho e a estabilidade de seus fluxos de caixa.

Os Custos de falência podem ser diretos ou indiretos. Consideram-se como diretos os custos no qual a empresa incorre no momento da falência, incluindo custos legais, administrativos e efeitos de valor presente de atrasos no pagamento dos fluxos de caixa.

Os custos indiretos ocorrem antes mesmo da empresa efetivamente falir, surgem quando a empresa mostra indícios de fluxos de caixa insuficientes para cumprir com suas obrigações contratuais. Os custos indiretos, se comparados aos custos diretos, são muito mais difíceis de serem mensurados, porém, correspondem a maior parcela do custo total de falência. Damodaran (2004, p. 447) relaciona os seguintes custos falimentares indiretos:

1. Perda com receitas devido à percepção dos clientes;
2. Termos mais rígidos que os fornecedores passam a exigir para se proteger contra a possibilidade de inadimplência;
3. Dificuldade em levantar capital novo para seus projetos.

Brigham e Houston (1999, p. 475), afirmam ainda:

...a ameaça de falência e não apenas a própria falência pode fazer surgir esses problemas. Funcionários fundamentais deixam a empresa, fornecedores se recusam a fornecer créditos, clientes procuram fornecedores mais estáveis e fornecedores de empréstimos exigem taxas de juros mais altas e impõem condições mais restritivas na concessão de empréstimos. (BRIGHAM e HOUSTON, 1999, p. 475)

Ao decidir sobre estrutura de capital, os gestores financeiros devem levar em conta os riscos de falência, segundo Brigham e Houston (1999, p. 476) “é provável que, quanto mais dívidas uma empresa incluir em sua estrutura de capital, mais problemas relacionados com falência venham à tona. Portanto, os custos de falência desencorajam as empresas a levarem seu uso de endividamento a níveis extremos”.

2.4 Custos de Agência e Estrutura de Capital

Quando um investidor empresta dinheiro a uma empresa, passa a exercer algum direito sobre seus fluxos de caixa. A empresa, porém, continua a ser dirigida pelos investidores em patrimônio líquido, que por sua vez passam a ser agentes dos financiadores da dívida, tomando decisões sobre financiamentos e investimentos. Os financiadores da dívida não necessariamente concordam com as decisões dos agentes, fazendo surgir conflitos entre investidor e administrador, os custos que surgem desse conflito, são classificadas custos de agência da dívida. Segundo Gorgati (2000, p. 52), “se agente e principal maximizam

utilidade (como na teoria econômica neoclássica) é de se esperar que o agente não agirá sempre na direção dos melhores interesses do principal”.

Para Lopes e Martins (2005, p. 28), “o surgimento da corporação moderna, com propriedade separada da gestão criou a possibilidade para que conflitos de interesse pudessem surgir entre acionistas e administradores e mesmo entre os próprios administradores de diferentes níveis”.

Segundo Myers (2001), desde Berle e Means (1932), pesquisas nas diretorias das corporações têm insistido nas conseqüências adversas da separação do proprietário e do controle nas empresas de capital aberto. Jensen e Meckling (1976) atentaram para a inevitabilidade dos custos de agência nas corporações financeiras.

Os conflitos entre investidores de dívidas e de patrimônio líquido apenas aumentam quando existem riscos de não pagamento. Se a dívida é totalmente livre de riscos de não pagamento, os financiadores das dívidas não se interessam pela renda da empresa (MYERS, 2001).

2.5 Assimetria Informacional e Estrutura de Capital

Uma informação é assimétrica quando as pessoas não podem ter acesso a ela da mesma maneira. O ambiente financeiro opera com grandes diferenças informacionais entre os agentes. Investidores e administradores possuem diferentes níveis de informações acerca do mesmo fato.

Autores que apontam a assimetria de informações como determinantes da estrutura de capital, partem do princípio de que os administradores possuem informações privilegiadas acerca das perspectivas do negócio ou de oportunidades de investimento se comparadas às possuídas por investidores externos (GORGATI, 2000, P. 57).

Segundo Lopes e Martins (2005, p. 31), agentes intermediários da informação, como auditores, agências de *rating*, analistas de mercado, etc. procuram reduzir a assimetria entre administradores e investidores.

Os administradores detêm informações que são de difícil acesso pelos investidores, como os administradores necessitam da confiança dos investidores, procuram difundir essas informações. Para Cornett e Travlos, 1989 e Ross (1977) *apud* Gorgati (2000, p. 57-58) investidores tomam níveis de endividamento mais altos como uma sinalização positiva de qualidade do negócio, portanto, a estrutura de capital pode ser encarada como sinalizadora de informações ao mercado.

2.6 Pesquisa de Pinegar e Wilbricht (1989)

Michael Pinegar e Lisa Wilbricht, em 1989, desenvolveram um estudo “*What Managers Think of Capital Structure Theory: A Survey*”, no qual estabelecem graus de importância aos princípios de planejamento que norteiam as decisões sobre estrutura de capital nas corporações. A população é formada pelas 500 maiores empresas nos Estados Unidos da América de 1986, listadas na edição de 27 de abril de 1987 da “*Fortune magazine*”. Por meio do “*Standard and Poor’s Register of Directors and Executives*”, obtiveram o nome e endereço dos executivos financeiros destas empresas. A amostra é composta por 176 respondentes, que apresentou o resultado demonstrado na tabela 01.

Tabela 01: Princípios Financeiros que determinam decisões sobre estrutura de capital

Princípio de planejamento por ordem de importância	Percentual de respostas dentro da cada classificação						Média (*)
	Sem importância	2	3	4	Importante	Não Classificado	
1. Manter a flexibilidade financeira	0,6	0,0	4,5	33,0	61,4	0,6	4,55
2. Assegurar a sobrevivência a longo prazo	4,0	1,7	6,8	10,8	76,7	0,0	4,55
3. Manter uma fonte de fundos previsível	1,7	2,8	20,5	39,2	35,8	0,0	4,05
4. Maximizar os preços dos títulos	3,4	4,5	19,3	33,5	37,5	1,7	3,99
5. Manter a independência financeira	3,4	4,5	22,2	27,3	40,9	1,7	3,99
6. Manter uma alta classificação de endividamento (<i>rating</i>)	2,3	9,1	32,4	43,2	13,1	0,0	3,56
7. Manter termos de comparação com outras empresas do setor	15,9	36,9	33,0	10,8	2,8	0,6	2,47

Fonte: PINEGAR e WILBRICHT (1989, p. 88).

(*) Para o cálculo da média, foram atribuídos pesos de 1(um) a 5 (cinco) para cada classificação, de acordo com o grau de importância. Para “não classificado”, o peso atribuído é 0 (zero).

Os pesquisadores concluíram que os princípios de planejamento listados na tabela, determinam as decisões sobre estrutura de capital na ordem de importância na qual eles estão colocados.

Os resultados indicam que os gestores dão maior importância a manter a flexibilidade financeira e assegurar a sobrevivência a longo prazo, ambos os princípios empataram com uma média de 4,55, o que os autores interpretam como sendo haver grande preocupação por parte dos executivos, com a falência. Pouca importância foi dada a manter termos de comparação com outras empresas do setor (média 2,47) e a manter uma alta classificação de endividamento (média 3,56).

3 METODOLOGIA

Para a realização do estudo foram selecionadas as 100 maiores empresas de capital aberto por valor de mercado, listadas na edição especial “Melhores e Maiores” de 2006 da Revista Exame. Das 100 empresas listadas, foram excluídas, as instituições financeiras, representando 10 empresas, resultando em uma população de 90 empresas. A exclusão se justifica, pois as instituições financeiras apresentam características bastante particulares em sua estrutura de capital.

Os endereços eletrônicos para contatar os gestores financeiros foram obtidos no cadastro atualizado mantido no site da BOVESPA.

A técnica utilizada para coleta de dados foi o questionário, enviado e respondido por meio eletrônico.

Das empresas contatadas, 15 retornaram o questionário devidamente preenchido, o que corresponde a 16,66%, da população pesquisada.

Algumas empresas se negaram a responder o questionário, justificando serem as informações de caráter confidencial, e disponibilizaram apenas as informações contidas no seu respectivo *site*.

A investigação quanto ao objetivo, é exploratória, tem natureza de sondagem, buscando um padrão. Quanto ao processo, a análise dos dados é quantitativa e qualitativa, caracterizando desta forma, uma análise numérica e uma análise mais subjetiva, pois examina e reflete as percepções, procurando obter um entendimento do fato estudado.

A pesquisa desenvolvida pode ser considerada uma *Survey*, apresenta “uma metodologia positiva na qual uma *amostra* de sujeitos é retirada de uma *população* e estudada para se fazerem inferências sobre essa população” (COLLINS e HUSSEY, 2005, p. 70-71). Essa pesquisa classifica-se como *Survey descritiva* uma vez que identifica e conta a frequência de uma população específica.

Para exposição e interpretação dos dados, utilizou-se a escala Likert, na qual os respondentes da pesquisa classificaram os princípios de planejamento em: sem importância (1); pouco importante (2); sem opinião (3); importante (4); muito importante (5).

4 ANÁLISE DOS DADOS

A amostra analisada na pesquisa apresentou o seguinte resultado:

Tabela 02: Princípios Financeiros que determinam decisões sobre estrutura de capital no Brasil

Princípio de planejamento por ordem de importância	Percentual de respostas dentro da cada classificação						Média (*)
	Sem importância	2	3	4	Muito Importante	Não Classificado	
1. Assegurar a sobrevivência a longo prazo.	0,00	0,00	0,00	0,00	100,0	0,00	5,00
2. Manter a flexibilidade financeira.	0,00	0,00	0,00	13,33	86,67	0,00	4,87
3. Manter a independência financeira.	0,00	6,67	0,00	33,33	53,33	6,67	4,43
4. Maximizar os preços dos títulos.	6,67	6,67	0,00	53,33	33,33	0,00	4,00
5. Manter uma alta classificação de endividamento (<i>rating</i>).	6,67	6,67	6,67	33,33	40,00	6,67	4,00
6. Manter uma fonte de fundos previsível.	0,00	6,67	20,00	40,00	33,33	0,00	4,00
7. Manter termos de comparação com outras empresas do setor.	0,00	40,00	0,00	40,00	20,00	0,00	3,40

Fonte: as autoras.

(*) A metodologia do cálculo da média é idêntica à utilizada por Pinegar e Wilbricht (1989, p. 88).

A pesquisa demonstra que o princípio que norteia as escolhas na estrutura de capital, classificado como sendo o mais importante no julgamento dos administradores financeiros brasileiros é assegurar a sobrevivência a longo prazo (média 5,00), e em segundo lugar é manter a flexibilidade financeira (média 4,87), confirmando a preocupação dos administradores em evitar a falência.

Manter termos de comparação com outras empresas do setor (média 3,40) e manter uma fonte de fundos previsível (média 4,00) são os princípios de planejamento aos quais os gestores atribuíram menor importância

Esta pesquisa apresenta resultado não muito discrepante à pesquisa realizada nos Estados Unidos, indica que o grau de importância dos princípios de planejamento que norteiam as decisões sobre estrutura de capital segue uma hierarquia similar, apesar de o mercado de capitais brasileiro ser incipiente se comparado ao mercado de capitais norte-americano.

As preocupações com a sobrevivência da empresa a longo prazo e a flexibilidade financeira envolvem vários fatores internos e/ou externos que afetam diretamente as corporações.

No questionário enviado aos administradores considerou-se a possibilidade de mencionar a utilização de outro(s) princípio(s) de planejamento financeiro e seu grau de importância, caso o entrevistado julgasse conveniente, todos os comentários adicionais foram enumerados na tabela 03.

Tabela 03 – Outros determinantes da estrutura de capital sugeridos pelos gestores financeiros brasileiros.

MUITO IMPORTANTE
1. Maximização dos benefícios fiscais da alavancagem
2. Aumento da geração de valor para o acionista através da minimização do custo médio ponderado
3. Alongar o perfil da dívida
4. Nível total da dívida com relação ao EBITDA
5. Alta liquidez de aplicações financeiras
6. Diversificação de alternativas de financiamento
7. Fontes de financiamento
8. Custos adequados ao negócio
9. Liquidez e solvência
10. Remuneração do custo de capital ao acionista
11. Manter oportunidades de negócio
IMPORTANTE
12. Manter rentabilidade mínima
13. Planejamento e execução dos investimentos
14. Balanço cambial

Fonte: as autoras.

Os administradores financeiros interpretam alguns fatores (determinantes) como sendo princípios de planejamento que norteiam as decisões sobre a estrutura de capital, sendo que vários destes itens podem se encaixar nos princípios relacionados na tabela 2.

A pesquisa reforça a preocupação por parte dos gestores, em evitar a falência. Além disso, manter a liquidez, gerar retorno ao investidor e a dificuldade brasileira com relação à obtenção de crédito, são outros aspectos considerados prioritários na tomada de decisões sobre estrutura de capital segundo os administradores financeiros brasileiros, participantes da pesquisa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O recente desdobramento de Finanças Corporativas enquanto disciplina própria e de suas teorias, especialmente neste caso, a relevância do estudo da Estrutura de Capital sinaliza para o fomento de pesquisas sobre o assunto.

A realidade do mercado financeiro brasileiro requer que se busquem estudos empíricos que capacitem melhor compreender os desdobramentos, perspectivas, fatores, dificuldades e outros aspectos que direta ou indiretamente interferem ou contribuem para o desenvolvimento de um mercado de capitais em expansão.

O Brasil possui um mercado emergente, onde o mercado acionário ainda é incipiente. A busca por recursos para financiar projetos é uma batalha árdua para qualquer organização. As linhas de crédito são escassas e onerosas devido ao alto custo do capital, o que dificulta a captação de recursos tornando-se um empecilho para as empresas, que muitas vezes buscam recursos no exterior.

Ao se fazer uma analogia com o estudo realizado no mercado norte-americano, constatou-se similaridade nos princípios de planejamento que os administradores financeiros brasileiros consideram como norteadores na tomada de decisões quanto à escolha de composições da Estrutura de Capital. A pesquisa indica que os princípios de planejamento financeiro adotados pelos gerentes para decisões sobre estrutura de capital tendem a apresentar caráter de universalidade.

Nossa sugestão para pesquisas posteriores seria a possibilidade de proceder novas pesquisas, utilizando amostras maiores, no intuito de confirmar ou refutar nossas impressões. Além disso, poderiam ser feitos estudos que procurassem relacionar princípios de planejamento priorizados às principais fontes de recursos utilizadas.

REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 2ª.ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br>. acesso em 25/01/2007.
- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. **Financiamento e Gestão de Risco**. Trad.: Robert Bryan Taylor. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- _____. **Investimento de Capital e Avaliação**. Trad.: Robert Bryan Taylor. Porto Alegre: Bookman, 2006.
- BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C. **Administração Financeira: Teoria e Prática**. Trad.: José Nicolás Albuja Salazar; Suely Sonoe Murai Cucci. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.
- BRIGHAM, Eugene F.; HOUSTON, Joel F. **Fundamentos da Moderna Administração Financeira**. Trad.: Maria Imilda da Costa e Silva. Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- COLLINS, Jill; HUSSEY, Roger. **Pesquisa em Administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação**. Trad.: Lucia Simonini. 2ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas: Teoria e Prática**. Trad.: Jorge Ritter. 2ª ed. Porto Alegre, 2004.
- _____. **Finanças Corporativas Aplicadas: Manual do usuário**. Trad.: Jorge Ritter. Porto Alegre, 2002.

- EXAME – MELHORES E MAIORES. São Paulo: Editora Abril, edição especial, julho/2006.
- GORGATI, Vlamir. **Os Determinantes da Estrutura de Capital de Empresas Familiares Brasileiras Durante os Processos Sucessórios**. 2000. 116 f. Dissertação (Mestrado em Administração – Área de Concentração: Finanças) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2000.
- GROPPELLI, A. A.; NIKBAKHT, Ehsan **Administração Financeira**. Trad.: Célio Knipel Moreira. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2005.
- LEMES JUNIOR, Antonio Barbosa. CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo. RIGO, Cláudio Miessa. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. 2ª.ed. Rio de Janeiro: Campus, 2005.
- LOPES, Alexsandro Broedel; MARTINS, Eliseu. **Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.
- MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. **The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment**. *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, 261-297, (Jun., 1958).
- MORAES, Eduardo Glasenapp; RHODEN, Marisa Ignez dos Santos. **Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Listadas na Bovespa**. FIC-D2426. ENANPAD, 2005.
- MYERS, Stewart C. **Capital Structure**. *Journal of Economic Perspectives – Volume 15, Number 2 – Pages. 81-102- Spring 2001*.
- NAKAMURA, Wilson Toshiro. MARTIN, Diógenes Manoel Leiva. KAYO, Eduardo Kazuo. **Proposta para determinação da estrutura de capital ótima, na prática**. Revista de Administração UNISAL, n.1, julho-dezembro 2004.
- PINEGAR, J. Michael; WILBRICHT, Lisa. **What Managers Think of Capital Structure Theory: A Survey**. *Financial Management*; 18; 4; pg. 82-91, Winter 1989.