



UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS
CENTRO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISAS EM ADMINISTRAÇÃO

**ESTRUTURA DE CAPITAL, DINAMISMO AMBIENTAL E
PERFORMANCE: UM ESTUDO NO CONTEXTO DAS
EMPRESAS BRASILEIRAS.**

FERNANDA CÍNTIA DE SOUZA

BELO HORIZONTE – MG –BRASIL

MAIO/2010

FERNANDA CÍNTIA DE SOUZA

**ESTRUTURA DE CAPITAL, DINAMISMO AMBIENTAL E
PERFORMANCE: UM ESTUDO NO CONTEXTO DAS
EMPRESAS BRASILEIRAS.**

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado em Administração do Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de Concentração: Finanças

Orientador: Prof. Dr. Antonio Dias Pereira Filho

BELO HORIZONTE – MG – BRASIL

MAIO 2010

Souza, Fernanda Cíntia de, 1983
S 729eEstrutura de capital, dinamismo ambiental e performance: um
2010 estudo no contexto das empresas brasileiras/ Fernanda Cíntia de
Souza.-2010.

Orientador: Antonio Dias Pereira Filho
Dissertação (mestrado)- Universidade Federal de Minas Gerais,
Centro de Pós -Graduação e Pesquisas em Administração.

1. Administração financeira- Teses. I. Pereira Filho, Antonio
Dias.II. Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Pós-
Graduação e Pesquisas em Administração. III. Título.

CDD: 658.15

Aos meus pais, Ademar e Ana, a minha irmã Flávia e ao meu noivo Jakson.

AGRADECIMENTOS

A elaboração desta dissertação e a realização do curso de Mestrado são resultantes de um esforço que contou com a ajuda de diversas pessoas, em especial:

De Deus, que foi meu porto seguro e me acompanha nos momentos que pensei que não conseguiria chegar ao fim de mais uma etapa em minha vida;

De meu orientador, Professor Antonio Dias Pereira Filho, pela forma como conduziu sua orientação, com paciência e dedicação e pela oportunidade de aprender;

Dos demais professores do CEPEAD, pela valiosa orientação na minha formação acadêmica;

Dos colegas da turma de 2008, pelo incentivo e apoio;

Dos meus pais, por seu amor incondicional que tanto me auxiliou nesta jornada, estando ao meu lado em todos os momentos felizes e difíceis pelos quais passei;

Da minha irmã por sua valiosa ajuda na realização deste curso, por me ouvir nos momentos de desabafo, por suas palavras de motivação e por sempre me fazer acreditar que daria certo;

De meu noivo, Jakson, por sua paciência, companheirismo e compreensão;

Dos meus amigos e familiares.

RESUMO

A performance das empresas é um tema que merece sempre a atenção de analistas financeiros, estudiosos e teóricos, por ser um dos objetivos finais das organizações com fins lucrativos. Para alcançarem vantagens competitivas, as empresas buscam alternativas estratégicas para garantir boa performance e necessitam para isto de fundos para atender suas estratégias de investimento e financiamento. A estrutura de capital é entendida como o mix de financiamento que a empresa utiliza para realizar seus projetos e tem sido um dos assuntos mais estudados nos últimos anos. Aliada à importância destes temas, as decisões que dizem respeito à escolha da estrutura de capital devem ser ligadas ao ambiente competitivo da firma ou, mais especificamente, ao dinamismo ambiental, isto é, ao grau de instabilidade do ambiente competitivo da firma. Dessa forma, estabelece-se o argumento segundo o qual a estrutura de capital de uma empresa é um elemento organizacional, devendo, portanto, estar alinhada ao grau de dinamismo do ambiente competitivo. A ideia central é que os impactos da estrutura de capital sobre a performance são dependentes do grau de dinamismo do setor de atividade no qual a empresa opera. A realização deste trabalho teve por objetivo verificar a relação entre a estrutura de capital e o grau de dinamismo ambiental, bem como seus efeitos sobre a performance. Para isto, foram analisados os dados econômico-financeiros de empresas brasileiras de capital aberto no período de 2003 a 2007. A técnica de análise dos dados consistiu essencialmente na realização de uma análise de regressão múltipla com termo de interação. Compuseram a amostra um total de 151 empresas divididas em 16 setores, segundo a classificação de Economatica®. Os resultados da pesquisa permitiram comprovar o efeito moderador do dinamismo ambiental sobre a relação entre a estrutura de capital e a performance. Este estudo contribui para uma melhor compreensão das decisões de financiamento a partir de um quadro de análise estratégico-financeiro.

Palavras- chave: Estrutura de capital, dinamismo ambiental, Performance.

ABSTRACT

The performance of the companies is a subject that the attention of financial analysts always deserves, studious and theoretical, for being one of the final objectives of the organizations with lucrative ends. To reach competitive advantages, the companies they search alternatives strategic to guarantee good performance and need for this deep taking care of to its strategies of investment and financing. The capital structure is understood as the mix of financing that the company uses to carry through its projects and has been one of the studied subjects more in recent years. Allied to the importance of these subjects, the decisions that say respect to the choice of the capital structure must be on to the competitive environment of the firm or, more specifically, to the environmental dynamism, that is, to the degree of instability of the competitive environment of the firm. Of this form, the argument is established according to which the capital structure of a company is an organizational element, having, therefore, to be lined up to the degree of dynamism of the competitive environment. The central idea is that the impacts of the capital structure on the performance are dependents of the degree of environmental dynamism of the activity sector in which the company operates. The accomplishment of this work had for objective to verify the relation enters the capital structure and the degree of ambient dynamism, as well as its effect on the performance. For this, they had been analyzed given economic-financial of Brazilian companies of capital opened in the period of 2003 the 2007. The technique of analysis of the data consisted essentially of the accomplishment of an analysis of multiple regression with interaction term. Classification of Economatica® had composed the sample according to a total of 151 companies divided in 16 sectors. The results of the research had allowed to prove the effect moderator of the environmental dynamism on the relation enter the capital structure and the performance. This study contributes for one better understanding of the decisions of financing from an analysis framework strategic-financial.

Words key: Capital Structure. Environmental dynamism. Performance.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
EBITIDA	Earning Before interest, taxes and depreciation and amortization
EVA	<i>Economic Value Added</i>
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IPCA	Índice Geral Preços ao Consumidor Amplo
OCDE	Organização de Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PIB	Produto Interno Bruto
ROA	Retorno sobre o Ativo
ROI	Retorno sobre o investimento
ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
STO	<i>Static Trade-Off</i>

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 Efeitos da alavancagem financeira sobre a performance sob diferentes graus de dinamismo.....	15
Figura 2 Fatores do ambiente externo que influenciam as organizações.....	23
Figura 3 Tipologia ambiental de Emery e Trist.....	26
Figura 4 Dívida x Capital Próprio.....	42
Figura 5 Relacionamento das variáveis do estudo.....	81

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 Quantidade de empresas por setor de atividade.....	80
Tabela 2 Identificação e descrição das variáveis do estudo.....	86
Tabela 3 Estatística descritiva da variável estrutura de capital	94
Tabela 4 Estatísticas descritivas da variável ROA.....	97
Tabela 5 Estatísticas descritivas e correlações.....	99
Tabela 6 Resultados da regressão tendo como variável dependente a rentabilidade sobre o ativo total (ROA).....	105
Tabela 7 Efeitos esperados e observados sobre a performance.....	107
Tabela 8 Efeitos da estrutura de capital sobre a performance segundo o grau de dinamismo ambiental.....	108

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 01- Dinamismo ambiental segundo os setores.....	92
---	----

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	14
1.1 APRESENTAÇÃO	14
1.2 O PROBLEMA DE PESQUISA	17
1.3 JUSTIFICATIVA	18
1.4 OBJETIVOS	20
1.4.1 <i>Objetivo geral</i>	20
1.4.2 <i>Objetivos específicos</i>	20
1.5 ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO	21
2 REFERENCIAL TEÓRICO	22
2.1 A IMPORTÂNCIA DO AMBIENTE ECONÔMICO NA TOMADA DE DECISÃO NAS ORGANIZAÇÕES	22
2.1.1 <i>Definição do ambiente econômico e níveis ambientais</i>	22
2.1.2 <i>Ferramentas para análise do ambiente econômico</i>	25
2.1.3 <i>Classificação do ambiente econômico</i>	26
2.1.4 <i>Características do ambiente econômico entre 2003 e 2007</i>	29
2.2 DINAMISMO AMBIENTAL: DEFINIÇÃO E IMPORTÂNCIA	31
2.2.1 <i>Mensuração do dinamismo ambiental</i>	33
2.3 ELOS ENTRE FINANÇAS E ADMINISTRAÇÃO ESTRATÉGICA	35
2.4 A DECISÃO DE ESTRUTURA DE CAPITAL	41
2.4.1 <i>Estrutura de capital: dívida x capital próprio</i>	42
2.4.2 <i>Estudos pioneiros</i>	43
2.4.3 <i>O balanceamento entre os prós e os contras da dívida</i>	46
2.4.4 <i>Abordagem da assimetria informacional</i>	49
2.4.5 <i>A hierarquia das fontes de financiamento</i>	51
2.4.6 <i>Elementos de teoria da agência</i>	54
2.4.6.1 <i>Conflitos de agência</i>	56
2.4.7 <i>Elementos de teoria dos custos de transação</i>	58
2.5 PERFORMANCE: DEFINIÇÃO E IMPORTÂNCIA	60
2.5.1 <i>Como mensurar a performance?</i>	63
2.6 RELACIONAMENTO ENTRE ESTRUTURA DE CAPITAL, DINAMISMO AMBIENTAL E PERFORMANCE	69
2.6.2 <i>O papel moderador do dinamismo ambiental</i>	73
3 METODOLOGIA.....	78
3.1 ABORDAGEM.....	78
3.2 TIPO DE PESQUISA	78
3.3 UNIDADE DE ANÁLISE.....	79
3.4 A AMOSTRA E O PERÍODO DE ESTUDO	79

3.5 COLETA DE DADOS	81
3.6 TRATAMENTO DOS DADOS	82
3.7 TÉCNICAS DE ANÁLISE DOS DADOS	86
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS.....	92
4.1 ANÁLISE DAS EMPRESAS SEGUNDO AS DIMENSÕES ESTUDADAS.....	92
4.1.1 DINAMISMO AMBIENTAL.....	93
4.1.2 ESTRUTURA DE CAPITAL.....	95
4.1.3 PERFORMANCE	98
4.1.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS	99
4.2 MATRIZ DE CORRELAÇÕES	99
4.3 TESTANDO A HIPÓTESE DA PESQUISA.....	102
4.3.1 CONDIÇÕES PARA A APLICAÇÃO DOS TESTES ESTATÍSTICOS	103
4.3.1.1 Teste de hipótese para os coeficientes da regressão (Teste <i>t</i>).....	105
4.3.1.2 Teste de hipótese para a significância global da regressão múltipla (Teste <i>F</i>).....	105
4.3.2 PRINCIPAIS RESULTADOS DAS REGRESSÕES	106
4.4 CONSIDERAÇÕES SOBRE OS RESULTADOS	111
5 CONCLUSÕES.....	113
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	117

1 INTRODUÇÃO

1.1 Apresentação

Em função da rapidez das transformações ocorridas principalmente na década de 1990, marcada por mudanças que afetaram tanto o setor privado quanto o público, pesquisadores, acadêmicos, governos e empresários têm se dedicado a pensar em alternativas estratégicas dentro do ambiente específico das organizações como forma de gerar riqueza e diferencial competitivo. A busca de uma boa performance organizacional é um dos principais objetivos adotados em resposta a um ambiente cada dia mais dinâmico e incerto.

A estratégia tem sido utilizada sempre como forma de estabelecer a relação entre a empresa e seu ambiente, sendo a primeira capaz de influenciar e ser também influenciada pelas transformações ocorridas. Segundo Bertucci e Hirschhimer (2005), é necessário que a empresa defina seu direcionamento estratégico, bem como os sistemas de avaliação de performance que irá utilizar.

Para que as estratégias sejam executadas são necessários fundos, seja de origem própria, seja de terceiros. As fontes de financiamento envolvidas em projetos de natureza estratégica dentro das organizações, ou seja, a estrutura de capital utilizada pelas empresas na realização de projetos relacionados a ativos estratégicos apresenta algumas características peculiares, dada a natureza dos ativos geralmente associados a esse tipo de investimento. Segundo Balakrishnan e Fox (1993), os ativos específicos à empresa, são particularmente difíceis de monitorar e avaliar. Tais ativos possuem usos específicos não sendo, portanto, aplicados a outros usos, o que faz com que eles estejam sujeitos a uma maior desvalorização em relação aos ativos tangíveis na iminência de alguma dificuldade financeira ou mesmo falência. Estes eventos tornam o custo do endividamento mais elevado, levando as empresas intensivas em ativos intangíveis a optarem pelo capital próprio no financiamento de seus projetos. Tendo em vista essas particularidades, muitos estudos têm buscado identificar e analisar alternativas de financiamento que sejam mais adequadas ao tipo de estratégia escolhida pela empresa (BARTON; GORDON, 1988; BALAKRISHNAN; FOX, 1993; O'BRIEN, 2003). Para Simerly e Li (2000), a estrutura de capital tem sido um importante assunto do ponto de vista da economia financeira, pois está ligada às habilidades da firma em atender às demandas de

vários *stakeholders*. A ligação entre estrutura de capital e estratégia tem atraído cada vez mais a atenção de pesquisadores destas duas disciplinas. O trabalho de Jensen e Meckling (1976) é frequentemente considerado como aquele que abre as portas para o estudo das relações entre estes dois elementos, na medida em que promove a discussão dos principais problemas associados às relações entre acionistas e dirigentes e entre acionistas e credores financeiros. De fato, ele expõe os inconvenientes da firma neoclássica ao analisá-la sob a ótica de um verdadeiro “nó de contratos”. Ademais, esse trabalho permite concluir que a estrutura de capital influencia o perfil da estratégia de investimento da empresa. A partir de então, outros estudos também visam a demonstrar a relação entre a estrutura de capital da empresa e a estratégia escolhida.

O tema estrutura de capital das organizações é provavelmente um dos temas mais discutidos no ambiente acadêmico de finanças. Vários autores, incentivados pelo trabalho seminal de Modigliani e Miller (1958) pesquisam sobre a existência de uma estrutura ótima de capital e seus impactos sobre a capacidade de criação de valor para a empresa (MYERS; MAJLUF, 1984; ROSS; WESTERFIELD; JAFFE; 1995). Em geral, eles concordam que as decisões das empresas, sejam elas tradicionais ou modernas, quando da escolha de suas estratégias, parecem estar associadas a fatores como risco, novidade e necessidade de investimentos em ativos específicos. Afirmam também que a conexão entre essas decisões e a estrutura de financiamento é crítica.

Diversos estudos têm examinado a relação entre a estrutura de capital e a habilidade de competição das empresas, demonstrando que diversos fatores externos podem influenciar a escolha da estrutura de capital, tais como: cultura, ambiente, performance, estratégias corporativas, heterogeneidade das firmas. Em geral esses estudos sugerem a importância do relacionamento entre as áreas de estratégia e finanças (KOCHAR, 1997; KOCHHAR; HITT, 1998; LI; SIMERLY, 2002).

As decisões que dizem respeito à escolha da estrutura de capital devem considerar o ambiente competitivo da empresa ou, mais especificamente, o grau de dinamismo ambiental, isto é, o grau de instabilidade ou imprevisibilidade do ambiente competitivo. Essa ideia é cada vez mais preconizada por autores tanto em estratégia quanto em finanças. Dessa forma, estabelece-se o argumento segundo o qual a estrutura de capital de uma empresa é um elemento organizacional, devendo, portanto, estar alinhada ao grau de dinamismo do

ambiente competitivo onde a empresa opera. Milliken (1987) assegura que à medida que o dinamismo ambiental aumenta, o conhecimento disponível para a tomada de decisão é reduzido, ficando mais difícil avaliar os ativos da empresa, o que leva, por sua vez, a uma maior necessidade de financiamento por meio de capital próprio. Isso sugere, portanto, que o grau de dinamismo ambiental é um fator importante e que deve ser levado em conta na decisão de escolha da estrutura de capital das empresas.

De acordo com estudos anteriores como o de Simerly e Li (2000), Andersen (2005), Pereira Filho e Louvet (2008, 2009), empresas inseridas em ambientes relativamente mais dinâmicos ou menos previsíveis, tendem a apresentar um menor nível de endividamento. De forma mais precisa, o estudo desses autores permite concluir que o grau de dinamismo ambiental modera as relações entre a estrutura de capital e performance. Esses estudos enfatizam a influência do ambiente econômico na escolha e definição de estratégias competitivas e nos impactos da estrutura de capital sobre a performance, considerando que as características ambientais afetam indistintamente todas as organizações de um mesmo setor. A Figura-1 a seguir ilustra os efeitos da estrutura de capital (alavancagem financeira) sobre a performance segundo diferentes graus de dinamismo ambiental.

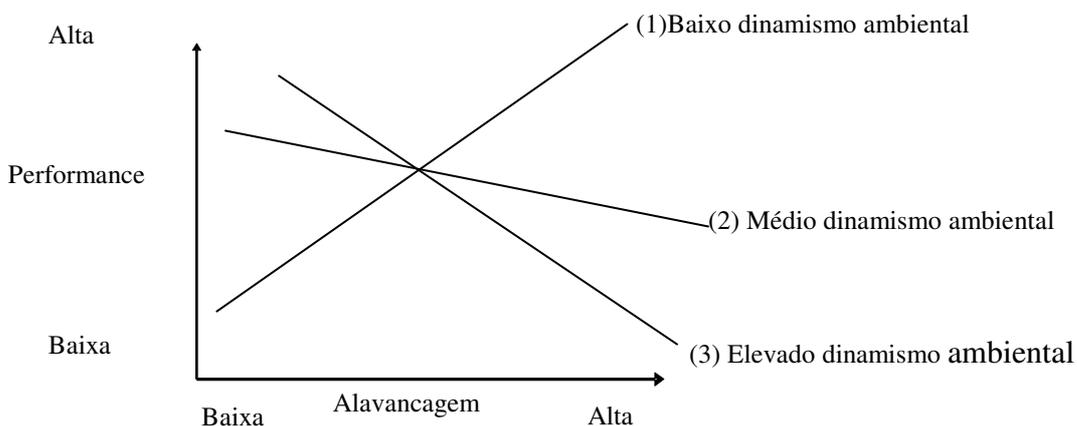


Figura 1: Efeitos da alavancagem financeira sobre a performance sob diferentes graus de dinamismo
Fonte: Simerly e Li (2000, p. 43).

Observa-se, no entanto, que existe um limitado número de pesquisas nacionais e internacionais que objetivam examinar o efeito moderador do dinamismo ambiental sobre a

relação entre a estrutura de capital e a performance. Trata-se de uma abordagem transversal cujo trabalho seminal pode ser considerado como o de Simerly e Li (2000). Assim, a proposta desta pesquisa consiste em analisar e compreender as relações entre o dinamismo ambiental e a estrutura de capital, bem como seus efeitos sobre a performance no contexto das empresas brasileiras no período de 2003 a 2007. A escolha do período deve-se principalmente ao fato de ele compreender um conjunto de elementos que tornam o ambiente específico ou transacional das empresas mais dinâmico e incerto.

Baseando-se essencialmente em contribuições das teorias da agência e dos custos de transação, este trabalho parte do princípio segundo o qual o endividamento é contraproducente quando o grau de dinamismo ambiental é elevado. A ideia central é que os impactos da estrutura de capital sobre a performance dependem do grau de dinamismo do setor no qual a empresa está inserida.

1.2 O problema de pesquisa

Um ambiente dinâmico provoca muitas conseqüências nas empresas, particularmente no tocante às estratégias de investimento e financiamento. Pode-se dizer que as literaturas financeira e estratégica preocupam-se cada vez mais em identificar e compreender as influências do ambiente econômico sobre as decisões nas empresas. Para isso, alguns autores criaram tipologias com o objetivo de classificar o ambiente organizacional (MINTZBERG, 1994; DUNCAN, 1972; UTTERBACK, 1979) considerando suas diferentes dimensões e influências sobre as empresas.

Em ambientes onde o dinamismo é relativamente elevado, a adoção de estratégias baseadas na inovação torna-se uma palavra de ordem para empresas que querem se diferenciar em relação aos concorrentes e construir vantagens competitivas duradouras (HITT; KEATS; DeMARIE, 1998; HITT, 2000). O sucesso de uma estratégia depende, dentre outras coisas, da escolha adequada de recursos para o financiamento dos investimentos que ela envolve. São esses recursos adequados que asseguram a sua implementação e geração de bons resultados. Geralmente, os ativos associados a estratégias inovadoras, são classificados como intangíveis sendo de difícil mensuração e capacidade de previsão de fluxo de caixa. Diante de tais limitações naturais, várias pesquisas demonstram que a intangibilidade dos ativos está

relacionada a um baixo nível de endividamento, tornando-se a utilização de recursos próprios uma alternativa preferível (BALAKRISHNAN; FOX, 1993; GOMES; LEAL, 2001; VICENTE- LORENTI, 2001; LI; SIMERLY, 2002).

Simerly e Li (2000) analisaram uma ampla amostra de empresas estadunidenses com o objetivo de demonstrar a influência da turbulência ou dinamismo ambiental sobre a escolha da estrutura de capital, bem como o feito combinado de ambos sobre a performance econômica. Seus resultados permitem concluir que em ambientes com médio ou alto grau de dinamismo ambiental, alavancagem e performance apresentam relação inversa.

Pelo exposto, emerge uma questão sobre a relação entre as dimensões supramencionadas no contexto de empresas nacionais. Assim, a questão que norteia esta pesquisa é a seguinte: *Como a escolha da estrutura de capital se relaciona com o grau de dinamismo ambiental e quais são suas consequências sobre a performance de empresas brasileiras?*

O que se procura, de fato, é analisar e compreender como a escolha da estrutura de capital leva em conta o grau de dinamismo ambiental do setor para afetar a performance da empresa. A exemplo de Simerly e Li (2000), Andersen (2005) e Pereira Filho e Louvet (2008, 2009), este trabalho considera o dinamismo ambiental como uma variável que modera a relação estabelecida entre a estrutura de capital e a performance.

1.3 Justificativa

A estrutura de capital é um assunto de grande importância em finanças. Apesar da grande evolução dos estudos e pesquisas sobre o tema, pode-se dizer que o mesmo ainda requer e merece um aprofundamento no tocante a seu entendimento. E é isso que se pretende fazer nesta pesquisa ao procurar abordar a questão das decisões de estrutura de capital sob uma perspectiva transversal, contando com contribuições de finanças e de administração estratégica.

Myers (2001) explica que a maioria dos estudos sobre estrutura de capital tem focado sobre a proporção de capital de terceiros e capital próprio observada nos balanços das empresas. Segundo o autor, não existe uma teoria universal sobre a escolha da estrutura de capital e nem

haveria razão de se ter tal pretensão, uma vez que as teorias não são construídas para serem gerais. Na realidade, cada uma enfatiza certos custos e benefícios de diferentes alternativas de financiamento.

A estrutura de capital é um dos temas recorrentes nas pesquisas de finanças de empresas e ganhou impulso principalmente graças ao artigo de Modigliani e Miller (1958). Nesse trabalho, os referidos autores assumem pressupostos bastante restritivos e concluem que a escolha entre capitais próprios ou de terceiros era irrelevante para o propósito de criação de valor. O importante eram as decisões de investimento. A partir daí muitos estudos e pesquisas têm sido realizados sem, contudo, esgotar o debate em torno à busca de respostas mais completas às questões que envolvem as decisões de financiamento das empresas. Dentre as diferentes abordagens que concorrem para dar explicações sobre o tema, destacam-se: os custos de agência, o *Static Trade-Off*, a assimetria informacional e a interação entre as empresas no mercado de competição de produtos e fornecedores (HARRIS; RAVIV, 1991). Simerly e Li (2000) salientam que a estrutura de capital tem sido um importante assunto na economia financeira, principalmente pelo fato de estar associada à habilidade da empresa em atender às demandas de vários *stakeholders* (empregados, fornecedores, clientes, governo e outros).

Aliado às questões pertinentes à estrutura de capital, observa-se, conforme Abras *et al.* (2003), pelo lado prático, inúmeras afirmações por parte dos empresários brasileiros de que a turbulência do ambiente de negócios é prejudicial às organizações. Como exemplo, os autores citam a falta de regras claras e estáveis, instabilidades de mercados e produtos. Exemplos estes que ilustram a falta de parâmetros que orientem o ambiente de negócios.

Ao analisar a relação entre estrutura de capital e performance em ambientes turbulentos, Simerly e Li (2000) observam que a estrutura de capital adequa-se ao grau de dinamismo ambiental para afetar a performance. Assim, em ambientes relativamente estáveis, uma maior alavancagem exerce impacto positivo sobre a performance. Por outro lado, seu impacto é negativo quando o ambiente é mais dinâmico. Tendo em vista um ambiente econômico cada vez mais dinâmico e incerto, esta pesquisa se debruça sobre as relações estabelecidas entre essas variáveis com o objetivo de contribuir para uma melhor compreensão, do ponto de vista teórico, das decisões de estrutura de capital e seus efeitos sobre a performance. As principais referências deste trabalho são os estudos realizados por Simerly e Li (2000) e Andersen

(2005) sobre dados de empresas estadunidenses, e Pereira Filho e Louvet (2008, 2009) para empresas brasileiras.

Do lado prático, a presente pesquisa contribui para destacar a importância de uma análise judiciosa no âmbito da escolha da estrutura de capital das empresas que operam em ambientes dinâmicos, onde a adoção de uma estratégia competitiva inovadora revela-se incontornável. Trata-se de uma questão que interessa particularmente as empresas brasileiras devido à necessidade permanente de atualização da capacidade competitiva a fim de enfrentar uma concorrência cada vez mais importante. Assim, revelando e discutindo os desafios associados às decisões de estratégia competitiva e de estrutura de capital num contexto dinâmico, os resultados do presente trabalho podem ajudar os gerentes a melhor compreender as implicações de suas escolhas em matéria de financiamento e, por conseguinte, decidir de maneira mais eficiente e eficaz.

1.4 Objetivos

O desenvolvimento do trabalho procurará alcançar os seguintes objetivos:

1.4.1 Objetivo geral

Analisar e interpretar as relações estabelecidas entre o grau de dinamismo ambiental e a estrutura de capital, assim como seus efeitos sobre a performance nas empresas brasileiras.

1.4.2 Objetivos específicos

- Destacar a importância do ambiente econômico na tomada de decisão nas organizações;
- Elaborar um quadro teórico estratégico-financeiro que permita analisar as relações entre dinamismo ambiental, estrutura de capital e performance;

- Realizar um estudo empírico a partir de dados econômico-financeiros de empresas brasileiras no período de 2003 a 2007, a fim de analisar e interpretar o efeito moderador do dinamismo ambiental sobre a relação entre a estrutura de capital e a performance.

1.5 Organização do trabalho

A presente pesquisa foi estruturada da seguinte forma. O capítulo 1, representado por esta introdução, compreende a apresentação do problema de pesquisa, a justificativa do estudo, os objetivos geral e específicos e a própria organização do trabalho.

O capítulo 2 é constituído pelo referencial teórico, onde se apresenta a revisão da literatura que trata das dimensões, abordagens e teorias implicadas no estudo proposto. Os principais temas tratados dizem respeito ao dinamismo ambiental, à estrutura de capital e à performance.

O capítulo 3 apresenta e descreve os procedimentos metodológicos utilizados na realização do estudo empírico.

Em seguida, o capítulo 4 compreende a apresentação, análise e interpretação dos resultados da pesquisa. Destaca-se aqui o estudo do efeito moderador do dinamismo ambiental sobre a relação entre a estrutura de capital e a performance.

Finalmente, são apresentadas as conclusões acerca do tema estudado neste trabalho, assim como sugestões para novos estudos e pesquisas sobre a temática.

As referências bibliográficas são listadas ao final deste trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

“Não é a mais forte das espécies a que sobrevive, nem a mais inteligente, mas aquela que melhor responde às mudanças.”
(CHARLES DARWIN)

O quadro teórico que suporta a presente pesquisa está ancorado nos seguintes pontos: a importância do ambiente econômico na tomada de decisão nas organizações, identificando as características do contexto brasileiro entre 2003 e 2007; as articulações entre finanças e administração estratégica, com destaque para o que se refere às decisões de financiamento das estratégias; as principais características das abordagens que buscam compreender as decisões de estrutura de capital; a definição e mensuração da performance e; a relação entre as variáveis dinamismo ambiental, estrutura de capital e performance. Este último ponto da revisão teórica é particularmente importante para o objetivo principal desta pesquisa.

2.1 A importância do ambiente econômico na tomada de decisão nas organizações

2.1.1 Definição do ambiente econômico e níveis ambientais

As organizações são concebidas como sistemas vivos, que existem em um ambiente mais amplo do qual dependem em termos de satisfação das suas várias necessidades (MORGAN, 1996). Os teóricos da administração clássica deram relativamente pouca atenção ao ambiente, tratando a organização como um sistema fechado, preocupando-se somente com os princípios e funcionamento do planejamento interno das empresas, como se houvesse um único e melhor modo de organizá-las. Segundo Lawrence e Lorsch (1973), não havia uma preocupação com as diferentes condições externas que poderiam exigir diversas características organizacionais e padrões de comportamento no interior da empresa eficiente.

A visão de sistemas abertos modificou tudo isto, sugerindo a necessidade de a organização levar em conta o ambiente no qual ela está inserida e, portanto, opera e evolui. Essa necessidade de observar os acontecimentos além das fronteiras da organização fez surgir a Teoria Geral dos Sistemas que possui como principal autor Von Bertalanffy (1973). Na

concepção deste autor, a teoria dos sistemas é um instrumento útil capaz de fornecer modelos a serem usados em diferentes campos e transferidos de uns para outros. Para Katz e Kahn (1976, p. 32), "... As organizações sociais são flagrantemente sistemas abertos, porque o *input* de energias e a conversão do produto em novo *input* de energia consistem em transações entre a organização e seu meio ambiente".

O enfoque dos sistemas fundamenta-se no princípio de que as organizações como organismos estão abertas ao seu meio ambiente e devem atingir uma relação apropriada com o mesmo, ajustando-se e adaptando-se para sobreviver. Como um sistema, as organizações estão submetidas a mudanças constantes nos fatores ambientais, tais como aumento da concorrência, globalização da economia, desregulamentação dos mercados, inovações tecnológicas, mudanças legais, política, novos valores, tornando-se, portanto, crucial a monitoração do ambiente. Aguilar (1967, p. 1) assim define o termo monitoramento ambiental:

... a busca de informações sobre eventos e relacionamentos no ambiente externo de uma empresa, o conhecimento dos quais irá auxiliar os executivos principais na tarefa de definir a futura linha de ação da empresa. (AGUILAR, 1967, p.1)

Oliveira (2000) afirma que o ambiente externo de uma empresa, definido por diversos autores como ambiente empresarial, meio ambiente ou ambiente externo, não pode ser definido como um conjunto uniforme e disciplinado, mas como um conjunto dinâmico que muda a todo o momento por influenciar e interagir com as forças presentes no ambiente. Aldrich (1979) apregoa que o ambiente externo das organizações pode ser visto como uma fonte de informações e recursos. A visão do autor sob as organizações como processadoras de informação internas e externas é fundamental para a realização de estudos sobre como as organizações se adaptam a seus ambientes organizacionais.

Desse modo, Ansoff (1965) salienta que o gestor precisa estar atento aos sinais, por menores que sejam de mudanças no ambiente competitivo, agindo de forma a projetar cenários e estabelecer um plano de ação que permita ajustar os rumos da organização atento às oportunidades e ameaças do ambiente. As mudanças ocorridas no ambiente externo das organizações tornam-se cada vez mais complexas, modificando-se rapidamente. Os gestores necessitam enfrentar o desafio não apenas de acompanhar as mudanças, mas também de identificar as implicações para as organizações às quais pertencem.

Hall (1984, p-162) conceitua o ambiente organizacional como “todos os elementos que são externos à organização e que a influenciam potencialmente ou raramente”. O autor aponta que o ambiente pode ser classificado em ambiente geral e ambiente específico. O primeiro é dito como o ambiente que afeta todas as organizações e é igual para todas, afetando-as direta ou indiretamente, chamado também de macroambiente. O segundo consiste em entidades externas que interagem diretamente com as organizações, os chamados *stakeholders*, dito como o ambiente mais próximo e imediato de cada organização. Ainda segundo o autor pré-citado, o ambiente apresenta-se em diferentes dimensões que podem variar entre homogeneidade e heterogeneidade; estabilidade e instabilidade; concentração ou dispersão; consenso ou dissenso e por último a turbulência ambiental. Esta última dimensão significa que existe uma boa quantidade de interconexão ambiental entre as várias dimensões do ambiente. Estévez (2003) acentua que o ambiente organizacional não é para a empresa uma realidade objetiva, mas é sobretudo mediada pela percepção que os administradores podem ter do ambiente.

Vasconcellos Filho (1983) também divide o ambiente externo em dois tipos: macroambiente e ambiente operacional. O macroambiente é composto pelas variáveis de nível macro, como as econômicas, sociais, culturais, demográficas, políticas, tecnológicas, legais e tecnológicas, conforme verificado na Figura-2 a seguir.



Figura 2- Fatores do ambiente externo que influenciam as organizações.
Fonte: Adaptado de Churchill (2000, p.145).

Por sua vez, o ambiente operacional é composto, segundo Vasconcellos Filho (1983), pelos públicos relevantes externos com os quais a organização mantém vários tipos de relacionamentos, como pessoas, grupos de pessoas, entidades, empresas, órgãos do governo. É neste ambiente que a organização estabelece seu domínio ou procura estabelecê-lo. Ainda

segundo esse autor, são as características de cada organização – como tamanho, autonomia, âmbito de atuação e grau de participação – que irão estabelecer o grau de relevância das variáveis de cada segmento ambiental. Dill (1958) categoriza o ambiente de transação ou operacional em setores como: fornecedores, concorrentes, clientes e grupos regulamentadores, tais como sindicatos, governos, associações.

2.1.2 Ferramentas para análise do ambiente econômico

Na literatura estratégica encontram-se diversas ferramentas que são utilizadas para a análise do ambiente econômico das organizações. Uma das ferramentas mais difundidas no meio acadêmico para a análise de ambiente organizacional é a matriz SWOT¹. Para Mintzberg *et al.* (2000) esta análise é a formulação de estratégia como um modelo de adequação entre as capacidades internas (forças e fraquezas) e as possibilidades externas de uma organização (ameaças e oportunidades). Segundo Ghemawat (2000), o método surgiu no início dos anos 1950 quando dois professores de Política de Negócios de Harvard, George Albert Smith Jr. e Roland Christensen, incentivavam seus alunos a analisarem casos de empresas americanas, procurando formar um conceito sobre o ambiente competitivo em que operavam e descobrir em que ordem de coisas elas deveriam ser competentes para concorrer no mercado.

De acordo com Conejero (2006), frequentemente utiliza-se também a ferramenta PESTEL para a análise do ambiente externo onde se aglomera diversos conjuntos de variáveis que produzem modificações no ambiente, sendo elas: ambiente político, econômico, sociocultural, tecnológico, ambiental e legal. A análise PESTEL constitui na elaboração de uma matriz ambiental, na qual os principais aspectos relacionados aos ambientes são alocados na matriz. A partir da construção de tal matriz são levantadas as oportunidades e ameaças geradas pelos fatores ambientais e a organização deverá direcionar suas estratégias para aproveitar as oportunidades e minimizar as ameaças.

¹ O termo SWOT é uma sigla oriunda do idioma inglês e é um acrônimo de Forças (*Strengths*), Fraquezas (*Weaknesses*), Oportunidades (*Opportunities*) e Ameaças (*Threats*).

Analisando-se cada variável que compõe a análise PESTEL, o autor afirma que na análise dos fatores políticos enquadram-se aspectos como estabilidade do governo, política fiscal, legislação sobre comércio exterior e política de bem-estar social.

A importância do ambiente econômico para a tomada de decisão das organizações é influenciada, segundo Kotler (2000), por fatores tais como distribuição de renda (classes sociais), inflação e variações da taxa básica de juros, poupança, endividamento e disponibilidade de crédito na economia. O ambiente econômico influencia decisões em nível corporativo e de unidades estratégicas de negócios da organização. Ainda segundo Kotler, essas variáveis devem ser analisadas tanto para a decisão dos mercados onde a empresa planeja atuar, como para as decisões dentro de uma praça em que a empresa já atua, como, por exemplo, decisões acerca da previsão de vendas, produção programada, entre outras. Hall (1984, p. 163) afirma que “as condições econômicas que cercam as organizações melhoram e declinam com as organizações reagindo à situação”.

Na análise dos fatores tecnológicos, Conejero (2006) inclui gastos governamentais com pesquisas, foco do governo e da indústria sobre o esforço tecnológico, novas descobertas/desenvolvimentos, velocidade de transferência de tecnologia. Na análise dos fatores ambientais e legais destacam-se leis de proteção ambiental, tratamento de lixo, consumo de energia e, por último, fatores legais, tais como legislação sobre monopólios, legislação trabalhista, saúde e segurança e segurança dos produtos.

2.1.3 Classificação do ambiente econômico

Inúmeras classificações foram desenvolvidas para o meio ambiente abordando diferentes variáveis (EMERY; TRIST, 1965, *apud* MILES, 1980; MINTZBERG, 1994; DUNCAN, 1972; MILLER, 1987; UTTERBACK, 1979). Emery e Trist (1965), *apud* Miles (1980), desenvolveram uma tipologia do ambiente que leva em conta os diversos graus de estabilidade e complexidade do ambiente. Tais autores procuraram identificar o processo e as reações que ocorrem no ambiente como um todo, no intuito de classificar o ambiente que circunda as organizações. Eles definem quatro tipos gerais de ambientes que resultam da associação das variáveis citadas acima. A tipologia visa elucidar as diferentes velocidades de

mudança ambiental, indo de ambientes relativamente estáveis a outros com mudanças constantes, conforme a Figura-3 abaixo.

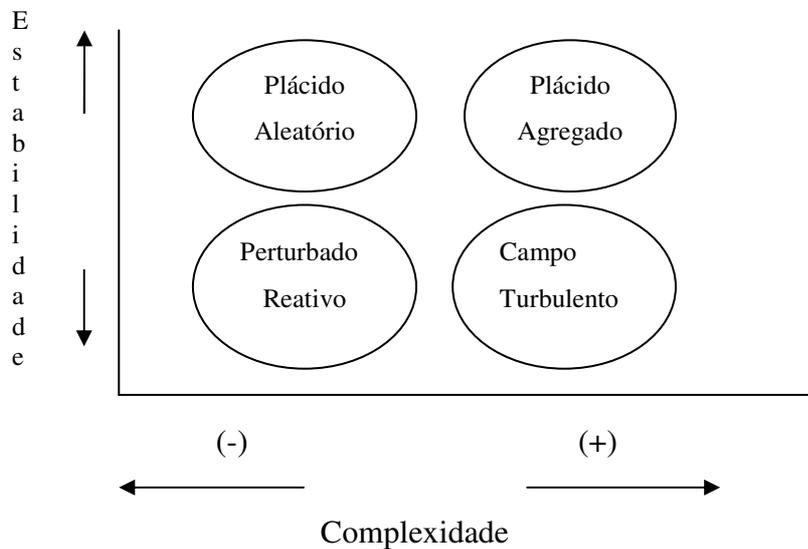


Figura 3: Tipologia ambiental de Emery e Trist (1965)

Fonte: Miles (1980, p.145)

O campo plácido e aleatório classifica-se pelo ambiente relativamente estável onde não existe interdependência entre as partes. As mudanças nesse tipo de ambiente ocorrem devagar, facilitando assim a previsibilidade e gerando poucas ameaças às organizações.

O ambiente classificado como plácido e agregado possui como principal característica mudanças lentas associadas a uma maior interdependência entre as partes, característica não visualizada no campo plácido e aleatório. A sobrevivência da organização enquadrada nesse tipo de ambiente requer o conhecimento de seu ambiente e como ela se posiciona em relação ao mesmo.

O ambiente perturbado e reativo é típico de mercados de oligopólios, onde uma companhia, criando parte do ambiente, forma os demais a reagirem de forma semelhante. As empresas enquadradas neste tipo de ambiente não recorrem nem a táticas de curto prazo e nem a planos gerais de longo prazo.

Os ambientes ditos como turbulentos, ou seja, aqueles ambientes caracterizados por mudanças constantes, dinamicidade, complexidade e turbulência são responsáveis por elevados graus de incerteza dentro das organizações. As mudanças na organização são largamente induzidas pelo ambiente, mais do que pela própria organização (perspectiva determinista). Para

Mintzberg (1994, p. 207), denominar o ambiente de turbulento é tão estranho quanto chamar o ambiente de permanentemente estável, pois “o ambiente está sempre mudando em alguma dimensão e sempre permanecendo estável em outras dimensões; raramente mudam de uma vez só...”. O autor elucida que mudanças que parecem ser turbulentas às organizações que dependem muito do planejamento estratégico podem parecer normais às organizações com enfoque mais visionário ou de aprendizado.

Duncan (1972), autor amplamente referenciado nos trabalhos sobre a análise do ambiente, também apresenta uma tipologia de classificação do ambiente retratando a diferenciação ambiental. O autor especificou quais as características que traziam problemas para a organização em relação tanto às incertezas quanto às alterações ambientais. Para a definição de incerteza, o referido autor utilizou duas dimensões: a estabilidade e a complexidade, dimensões apresentadas no trabalho de Emery e Trist (1965), *apud* Miles (1980). O autor salienta que as dimensões incerteza, grau de complexidade e dinamismo não devem ser consideradas com uma constante, pois tais variáveis dependem da percepção dos decisores e estes possuem diferentes níveis de tolerância em relação às incertezas.

Utterback (1979) também se propôs a classificar o ambiente e o faz em função do grau de incerteza e complexidade, bem como da estratégia a ser perseguida. Na mesma linha, Dess e Beard (1984) utilizaram em seu artigo uma abordagem para mensurar o ambiente de tarefas das organizações. Os autores possuíam como objetivo a mensuração das variáveis das transações entre organização e ambiente. Eles denominaram as dimensões de munificência, dinamismo e complexidade. Munificência foi definida pela capacidade do ambiente em sustentar o crescimento das vendas. Dinamismo corresponde à turbulência do ambiente de negócios ou econômico, caracterizado pela ausência de padrões e pela imprevisibilidade. Por último, a complexidade remete à heterogeneidade e à abrangência das atividades das firmas.

Nas palavras de Morezi (2001), a incerteza que as organizações possuem em relação ao ambiente em que opera está diretamente relacionada à necessidade de saber quais são as ameaças e oportunidades do ambiente e como é possível a interação. Segundo o autor, quanto mais dinâmico é o ambiente, maiores serão as contingências que a organização precisará enfrentar. O ambiente é mais incerto e difícil de ser compreendido quando é mais diferenciado. As organizações inseridas nesse tipo de contexto são mais dependentes do

ambiente, pois os recursos necessários não estão amplamente disponíveis e não são distribuídos de maneira uniforme.

Segundo Morezi (2001), a incerteza ambiental, caracterizada por rápidas mudanças, é determinada pela complexidade e pela variação do ambiente. Quanto mais complexo e dinâmico for o ambiente, maior será o nível de incerteza ambiental. A percepção da incerteza pode ser considerada uma questão psicológica individual ao invés de um simples atributo do ambiente.

Milliken (1987) destaca que existem três tipos de incertezas ambientais: (i) a incerteza de efeito, que se refere à incerteza de previsão do efeito do ambiente sobre as organizações; (ii) a incerteza de respostas, ou seja, a incapacidade de previsão na tomada de algumas decisões; (iii) a incerteza de estado, que ocorre quando falta entendimento aos administradores de como elementos do meio ambiente podem mudar e da percepção do ambiente organizacional.

Diante do exposto sobre a importância do ambiente e a forma como é classificado, o tópico seguinte se dedica a identificar as principais características do ambiente econômico brasileiro no período de 2003 a 2007, objeto de estudo deste trabalho.

2.1.4 Características do ambiente econômico entre 2003 e 2007

Analisando-se mais profundamente os aspectos do macroambiente econômico que interferem nas atividades empresariais, Pereira Filho (1997) aponta que seus principais impactos residem no menor ou maior grau de dificuldade que as empresas encontram para exercer suas atividades-fim. Dependendo dos aspectos conjunturais característicos de um período, o autor afirma que as decisões empresariais estarão mais ou menos orientadas para obtenção de resultados a partir de sua atividade-fim. Em outras palavras, estarão mais ou menos voltadas para a atividade produtiva em detrimento das atividades especulativas. Em função da importância exercida pelo ambiente econômico e, especificamente pelo seu grau de dinamismo, busca-se aqui identificar, ainda que de forma sucinta, as principais características do macroambiente econômico no período compreendido entre 2003 e 2007.

Segundo o Ministério de Desenvolvimento, Indústria e Comércio (2009), nas últimas três décadas, a economia brasileira foi marcada por taxas de crescimento reduzidas e insuficientes para permitir a expansão da renda e do emprego no ritmo requerido para o adequado enfrentamento da exclusão e da desigualdade no país.

Pinheiro e Ferreira (2007) mencionam que o cenário externo desfavorável que marcou o segundo mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso (1999/2002) foi suprimido por um ambiente favorável, tanto nos fluxos financeiros quanto no comércio internacional, período que coincide com os primeiros anos do governo Luiz Inácio Lula da Silva (2003/2006). O mundo viveu, no período de 2003 a 2007, um período quase sem precedentes de crescimento econômico, graças à expansão acentuada (“bolha”) de crédito (inclusive crédito imobiliário) nos Estados Unidos.

Beluzzo (2008) apregoa que o período compreendido entre 2003 e 2007 foi marcado por momentos onde prevaleceram a baixa inflação, a liquidez abundante e a avidez pelo risco. Várias mudanças econômicas marcaram o período, caracterizado por grandes incertezas dentro das organizações, caracterizado como um período dinâmico que incentiva estratégias adequadas como forma de superar a concorrência e que, conseqüentemente, gera a necessidade de mudanças na natureza e no direcionamento das decisões empresariais.

Quanto ao impacto nas atividades empresariais, destaca-se que o início do ano de 2003 foi marcado por fortes pressões inflacionárias associadas à deterioração das expectativas em relação ao desempenho da economia. O quadro vigente era de incerteza crescente com o aumento do risco-país, a saída de capitais, a redução do crédito externo e a conseqüente depreciação da taxa cambial.

O ano de 2004, motivado pelos fatores macroeconômicos ocorridos em 2003, resultou em um período a retomada do crescimento nacional. Os efeitos do ano anterior, como apontado pelo IBGE (2005) foram positivos para o início da retomada do crescimento do Produto Interno Bruto. No que interessa mais de perto às empresas, a economia nacional apresentou, neste ano, uma capacidade de financiamento de R\$ 27,3 bilhões, superior em R\$ 22,7 bilhões à apresentada no ano de 2003 (R\$ 4,6 bilhões).

O balanço da economia brasileira em 2005, segundo dados do IBGE (2005), foi bastante favorável. Mesmo com o pequeno crescimento do PIB de 2,3% abaixo do previsto, a economia brasileira voltou a enfrentar uma desaceleração, com o PIB apresentando taxa de crescimento real de 2,9%, no ano de 2005. Outro aspecto relevante a ser destacado com relação àquele período refere-se à estabilidade econômica, menos vulnerabilidade externa e a preocupação do governo com toda a economia brasileira.

Avaliações do IBGE (2009) relativas ao ano de 2006 relevam que a inflação permanece com sua trajetória de baixa iniciada em 2003. A coexistência de condições favoráveis provenientes tanto da economia mundial, em 2004, quanto da economia brasileira permitiu alcançar um crescimento do PIB de 5,7%. Em 2006, o setor privado realizou gastos de R\$ 11,9 bilhões em P&D (pesquisa e desenvolvimento), ou 0,51% do PIB.

Dentro desse ambiente de incertezas e mudanças profundas, classificado por alto dinamismo ambiental, as empresas são conduzidas a escolher estratégias competitivas para construir uma vantagem competitiva que pode permitir-lhes superar a concorrência (MILLER; FRIESEN, 1983; HAMEL, 1998; AMIT, 2002).

Diante desta perspectiva, destaca-se no próximo tópico o dinamismo ambiental, variável considerada nesta pesquisa como moderadora da relação entre a estrutura de capital e a performance das empresas.

2.2 Dinamismo ambiental: definição e importância

Objetiva-se aqui definir o dinamismo ambiental e destacar o seu papel moderador, ou seja, uma variável que intervém na relação entre a estrutura de capital e a performance. Como visto anteriormente, a crescente mudança ambiental faz com que as empresas de todos os portes e setores busquem melhorar sua performance, notadamente por meio da adoção de estratégias competitivas capazes de dotar as empresas das condições necessárias para superar a concorrência no mercado.

De acordo com os autores Dess e Beard (1984), o dinamismo ambiental está relacionado àquelas mudanças difíceis de prever e que aumentam a incerteza dos membros da

organização. Salientam também que as empresas têm buscado estratégias que possam aumentar a previsibilidade ou diminuir as dificuldades dela decorrentes.

Child (1972) desenvolveu estudos sobre a instabilidade da mudança ambiental, nos quais o dinamismo ambiental resulta de várias forças operando ao mesmo tempo. Ademais, tal estudo realça que à medida que o dinamismo ambiental aumenta, diminui o acesso às informações, e as decisões se tornam mais difíceis. De acordo com Roth (1996), *apud* Paiva *et al.* (2000), a capacidade de aprender é um dos principais aspectos a serem desenvolvidas pelas organizações em ambientes competitivos mais dinâmicos. A formulação de estratégias empresariais é influenciada, entretanto, pelo crescente dinamismo ambiental. Exige-se que os dirigentes no processo de planejamento estratégico consigam realizar a ligação entre o conhecimento organizacional existente e as capacidades dinâmicas capazes de levar a empresa a adaptações constantes ao meio ambiente externo.

Estudos empíricos de Duncan (1972) comprovam que ambientes caracterizados por grande incerteza ambiental associam-se normalmente a um grande dinamismo ambiental. Para o autor, o dinamismo ambiental está relacionado ao grau de mudança nos elementos ambientais incluídos numa decisão. Dessa forma, como sabido, o dinamismo ambiental varia de acordo com o ramo ou setor da economia e os recursos necessários à sobrevivência variarão de setor para setor. Empresas em busca de negócios mais arriscados, como seria o caso daquelas inseridas em ambientes mais dinâmicos, podem achar difícil e até mesmo, indesejável usar um montante maior de dívidas, pois esta seria mais cara devido ao maior risco. O autor definiu a incerteza e as dimensões ambientais em termos da percepção dos membros da organização.

Gimenez e Grave (2002) salientam que o dinamismo ambiental, definido como o ritmo de transformações pelo qual passa determinado ambiente competitivo, deve ser associado à percepção do administrador, corroborando com as conclusões do estudo de Estevéz (2003). A autora desenvolveu um trabalho cujo objetivo foi analisar a influência do ambiente organizacional na percepção dos gestores e os riscos estratégicos assumidos pelos mesmos. A hipótese do estudo consistia em analisar se existia uma relação entre o ambiente organizacional específico percebido pelos gestores e o risco assumido pelos mesmos. Concluiu-se que em ambientes incertos, os gestores se arriscam mais do que em situações contrárias. Desta forma, quando pretende-se entender como um estrategista classifica seu

ambiente competitivo em termos de dinamismo, necessariamente devemos compreender seu processo de percepção do mesmo.

O dinamismo ambiental constitui-se assim em mudanças profundas que ocorrem porque as empresas estão submetidas a eventos que exigem resposta na conduta, com reflexos na performance e na estrutura de mercado. Esses eventos têm origem, de acordo com Abreu (2001), em inovações tecnológicas, ação governamental e mudanças de comportamento social. As inovações, segundo a autora, alteram não apenas as funções dos produtos, mas todos os aspectos do gerenciamento das empresas, como compra de bens e serviços, logística, fabricação, marketing, vendas e serviços. O comportamento inovador dentro das organizações não ocorre ao acaso, mas é consequência de fatores do ambiente externo e/ou interno, os quais levam a mudanças que precisam ser planejadas.

Ressalta-se ainda, segundo Abreu (2001), que para encarar as mudanças do mundo contemporâneo e prevenir-se quanto a mudanças futuras, as empresas necessitam utilizar estratégias para torná-las aptas a competir nesse ambiente dinâmico.

Segundo Thompson (1967), *apud* Li e Simerly (2002), para as empresas como as indústrias que possuem grande dinamismo ambiental devem-se desenvolver capacidade inovativas e criar estratégias para lidar efetivamente com grandes mudanças. Segundo os autores, a literatura de estratégia sugere que as firmas que investem em ativos específicos podem ajudar a construir vantagens competitivas.

2.2.1 Mensuração do dinamismo ambiental

O termo dinamismo ambiental não é mensurado com facilidade pelos autores que se ocupam em estudar o tema. Dess e Beard (1984) apresentam que grande parte da teoria que trata da classificação do dinamismo ambiental reporta-se ao volume de negócios, ausência de padrão e imprevisibilidade como as melhores medidas de estabilidade ou instabilidade ambiental. Aldrich (1979, p. 169) afirmou que... “as turbulências levam a mudanças induzidas externamente... que são obscuras para os administradores e difíceis de prever”.

Em geral, os autores apresentam diversos conceitos e formas de mensurar o dinamismo ambiental. Nenhum conjunto de medidas do ambiente organizacional é amplamente aceito. De acordo com Gimenez e Grave (2002), a mensuração do dinamismo ambiental passa pelo entendimento dos processos mentais de cognição administrativa. Os autores elaboraram um artigo cujo objetivo foi construir um índice de dinamismo ambiental baseado em construtos adotados por dirigentes de pequenas empresas na visualização de empresas concorrentes. Esses autores partiram do pressuposto de que as maneiras pelas quais os respondentes avaliaram seus concorrentes nos construtos pudessem ser um indicador do nível de dinamismo ambiental. Escolheram então sete subgrupos como de potencial valor para o dinamismo ambiental: idade das empresas, força da concorrência, nível de empreendedorismo, grau de diversificação, abrangência da linha de produtos/serviços e preços. Eles concluíram que mesmo em ambientes tecnologicamente mais dinâmicos é possível construir ambientes competitivos mais estáveis, e em ambientes tecnologicamente menos dinâmicos é possível encontrar alto dinamismo ambiental devido a outros fatores ambientais.

Sharfman e Dean Jr. (1991) argumentam que o dinamismo ou instabilidade nas organizações englobam tanto a instabilidade do mercado como a tecnologia. Para a instabilidade do mercado, os autores utilizam a mesma mensuração utilizada por Dess e Beard (1984), ou seja, uma regressão com o volume de transferências e o número de trabalhadores para o período em estudo. Quanto à medida de instabilidade tecnológica, os autores utilizam a média do número de patentes em uma indústria ao longo do tempo. Sustenta-se que quanto mais patentes são produzidas em uma indústria, mais rápido a tecnologia nessa indústria está aumentando ou está instável.

Para fins deste trabalho utilizou-se a mensuração do dinamismo ambiental sugerida por Dess e Beard (1984), Rasheed e Prescott (1992), Keats e Hitt (1988). Esses autores utilizaram o erro padrão (σ) do coeficiente de inclinação da reta de regressão entre a variável dependente volume de vendas e a variável independente tempo, para cada setor de atividade. O grau de dinamismo é, portanto, associado ao setor, estando, portanto, todas as empresas expostas ao mesmo grau de dinamismo ambiental.

O dinamismo ambiental é, portanto, uma das dimensões do ambiente econômico consideradas pela literatura de estratégia. Como visto anteriormente, um dinamismo ambiental elevado

conduz as empresas a adotarem uma estratégia competitiva baseada essencialmente na inovação como alternativa para superar a concorrência no mercado. Em outras palavras, um elevado grau de dinamismo ambiental sugere a inovação como a estratégia competitiva mais pertinente. Por sua vez, inovar requer recursos adequados (estrutura de capital) para sua implementação e sucesso. A escolha da estrutura de capital destinada a satisfazer as demandas de recursos da estratégia competitiva adotada por uma empresa é uma das áreas mais férteis de articulação entre finanças e estratégia (PEREIRA FILHO; LOUVET, 2008).

Isto posto, o item a seguir se debruça sobre os principais elos entre as teorias financeira e estratégica, com destaque para a adequação entre a estratégia competitiva escolhida pela empresa e sua política de financiamento.

2.3 Elos entre finanças e administração estratégica

Finanças e estratégia representam dois campos de estudos ricos e produtivos em matéria de pesquisas e práticas em gestão. Suas articulações são igualmente muito importantes, sobretudo para os aspectos ligados ao financiamento das estratégias empresariais.

De acordo com Bettis (1983), a aproximação entre finanças e estratégia pode ser considerada como fundamental para a própria evolução dessas disciplinas enquanto campos de estudo em administração. Neves e Neves (2002) afirmam que diversos estrategistas ainda teimam em ignorar a importância das análises financeiras e econômicas na formulação de estratégias organizacionais, assim como diversos financistas ignoram a importância das estratégias de negócio na formulação de planos empresariais.

Entre as muitas definições encontradas para o termo estratégia, Chandler (1976, p. 13) a define como a determinação de metas e objetivos básicos e de longo prazo de uma empresa, bem como a adoção de ações e alocação de recursos necessários para atingir estes objetivos. Para Ansoff (1965), estratégia é um conjunto de regras de tomada de decisão em condições de desconhecimento parcial.

As decisões estratégicas dizem respeito à relação entre a empresa e o seu ecossistema. Porter (1980) aborda o assunto estratégia por meio da assimilação do entendimento da questão da

análise do ambiente para a tomada de decisão para competir. O autor identificou três estratégias genéricas que podem ser utilizadas para criar uma posição sustentável ao longo prazo dentro das empresas: competitividade no custo, diferenciação e foco. A estratégia não é um fim em si mesmo, mas apenas um meio. Deve ser reavaliada e reajustada constantemente em função das mudanças. O mais importante dentro do campo estratégico é assegurar a continuidade da empresa a longo prazo. Desse modo, Hax e Majluf (1988) mencionam que a estratégia é o conjunto de decisões coerentes, unificadoras e integradoras que determina e revela a vontade da organização em termos de objetivos de longo prazo, programa de ações e prioridade na afetação de recursos.

A administração estratégica vem, desde os anos 1960, conduzindo seus esforços em direção ao estudo e à análise do elo entre a organização e o ambiente econômico. De acordo com Gonçalves, Dias e Muniz (2008), as estratégias organizacionais e seus demais condicionantes têm ganhado grande importância em estudos que possuem como objetivo ampliar o conhecimento acerca dos fatores determinantes do desempenho organizacional, mensurado muitas vezes em termos financeiros e de participação de mercado.

Já a estratégia competitiva, de acordo com Porter (1993), “é a busca de uma posição competitiva favorável em uma indústria, a arena fundamental onde ocorre a concorrência. A estratégia competitiva visa estabelecer uma posição lucrativa e sustentável contra as forças que determinam a concorrência da indústria.” (p.1)

A escolha da estratégia competitiva adequada, segundo o mesmo autor, é baseada em duas questões centrais: a atratividade da indústria e a posição competitiva dentro dela. A primeira questão consiste em analisar se a indústria é atrativa em termos de rentabilidade a longo prazo e tentar identificar os fatores que determinam essa atratividade. A outra questão refere-se aos determinantes da posição competitiva, que podem variar de uma indústria para outra. É a combinação das duas questões que vai determinar a escolha da estratégia competitiva a ser adotada e, por consequência, o desempenho da empresa.

Do ponto de vista de finanças, a análise de uma decisão, seja ela tática, operacional ou estratégica, passa, segundo Neves e Neves (2002), pela avaliação de seu impacto sobre risco, retorno, liquidez dos ativos e base de capital. De acordo com Gitman (2002), finanças pode ser definida como “a arte e a ciência de administrar fundos”. Mais precisamente, ela se ocupa

do processo, instituições, mercados e instrumentos envolvidos na transferência de fundos entre pessoas, empresas e governos.

Em princípio, finanças e estratégia revelam divergências importantes em relação aos fenômenos organizacionais. Mas igualmente férteis são as convergências entre essas duas matérias. Quanto às principais divergências encontradas na literatura, é importante destacar os paradigmas que sustentam suas análises. Em finanças, a empresa é orientada para atender aos interesses de seus proprietários ou acionistas, com vistas à maximização da riqueza. Solomon (1977) assegura que essa maximização reflete a utilização mais eficiente dos recursos econômicos de uma sociedade, promovendo, assim, a maximização da riqueza econômica da sociedade.

Araújo (2002) aponta que criar valor aos acionistas demanda estratégias e novas medidas do sucesso empresarial voltadas a agregar riqueza aos seus proprietários. A área de finanças admite que a firma aja racionalmente com o claro objetivo de maximizar o valor para o acionista. Strategor (1993, p. 297) apregoa que, sob essa perspectiva, a organização confunde-se com um ator único, homogêneo, racional, consciente de si próprio e do seu contexto, e dotado de objetivos e/ou de preferências relativamente estáveis. No processo de desenvolvimento de estratégias é necessário ter como base a maximização do valor. Segundo Copeland, Koller, Murrin (2000, p. 101) “a empresa ou unidade de negócio desenvolve uma estratégia para maximizar o valor da companhia”.

Por sua vez, a área de estratégia admite que a firma disponha de vários colaboradores com objetivos diferentes e, muitas vezes, conflitantes, sendo impossível maximizá-los em conjunto, pois a organização é constituída pelos diversos *stakeholders*. Recorre-se às contribuições da sociologia, da psicologia e da política para compreender as relações estabelecidas por esses autores. A estratégia, de acordo com uma “perspectiva pós-moderna”, pode ser definida por esquemas estratégicos ou por modelos de referência, permitindo que a organização e o ambiente sejam compreendidos pelos *stakeholders* (BETTIS; PRAHALAD, 1995). Logo, esta visão diverge daquela de finanças, onde os objetivos organizacionais são orientados para os proprietários e acionistas.

Uma outra divergência entre finanças e estratégia que merece ser destacada refere-se à maneira pela qual são capturadas as influências do ambiente econômico sobre as empresas.

Em finanças, os impactos do ambiente econômico sobre o processo de decisão são introduzidos por meio dos diferentes tipos de risco. Assim, o papel das finanças compreenderia essencialmente identificar, quantificar, e gerir o risco ao qual a empresa está submetida. Para March e Shapira (1987, p. 1.404), *apud* Steiner Neto (1998, p. 50), o risco é normalmente definido como reflexo das eventuais variações na distribuição dos retornos possíveis, com as suas probabilidades e com os seus valores subjetivos.

Em estratégia, por sua vez, as influências do ambiente econômico são normalmente consideradas sob a perspectiva da incerteza. A administração estratégica propõe fundamentalmente introduzir as influências do ambiente econômico no processo de formulação estratégica da empresa por meio das dimensões munificência, dinamismo e complexidade. Segundo Tymon *et al.* (2003), *apud* Sokoloshi (2007), a incerteza ambiental exerce influência sobre a formulação da estratégia. A percepção dos dirigentes é uma maneira frequentemente utilizada para capturar as influências do ambiente com vistas a subsidiar o processo de formulação de estratégias. Uma segunda maneira de capturá-las seria mediante a utilização de dados de arquivo (BOURGEOIS III, 1980). É com base nesta última que se baseia a realização desta pesquisa.

Outra divergência entre finanças e estratégia reside no tratamento dado às informações. Estas exercem papel fundamental em ambas as disciplinas. Entretanto, em finanças, elas são utilizadas, muitas vezes, como um sinalizador para o mercado, cujo objetivo é melhorar a qualidade das previsões e das avaliações em relação à empresa. Já em estratégia, as informações ao mercado são vistas como algo a ser restringido e protegido, para que a empresa possa tirar o máximo de proveito de suas vantagens competitivas, tais como as inovações, visando a superar a concorrência. Mais precisamente, segundo a visão de estratégia, a informação beneficiaria apenas os rivais no mercado.

Não obstante as divergências, finanças e estratégias podem trabalhar muito bem de maneira conjunta. Uma área de convergência entre ambas reside na definição de medidas de performance da atividade empresarial. Nesse campo, finanças oferece importantes contribuições à estratégia, uma vez que esta encontra dificuldades no tocante à avaliação de desempenho. Qualquer que seja a estratégia perseguida pela empresa, dois aspectos se destacam: o crescimento sustentável e a comparação entre valor de mercado e valor contábil (VM/VC). Entre os indicadores de performance advindos da teoria financeira ressalta-se a

taxa de crescimento sustentável, o valor presente líquido (VPL), a comparação entre valor de mercado e valor contábil. É importante destacar, contudo, que os indicadores correntemente adotados em finanças são construídos segundo a lógica dos acionistas e investidores.

Outro ponto de convergência entre finanças e estratégia, e que merece destaque nesta pesquisa, refere-se às escolhas estratégicas e o modo de financiamento das empresas. Inúmeros autores ressaltam a importância da necessidade de uma adequação entre a estratégia escolhida pela empresa e sua política de financiamento. A aplicação conjunta das contribuições de finanças e estratégia pode ajudar bastante na compreensão das questões referentes às decisões de financiamento de suas estratégias. As teorias da agência e dos custos de transação representam as pontes mais sólidas para aproximar essas duas disciplinas. A análise de decisões de investimento e financiamento de empresas inseridas em ambientes relativamente mais dinâmicos é um bom exemplo de aplicação das contribuições oriundas dessas teorias (PEREIRA FILHO; LOUVET, 2008).

Diversos autores analisam o relacionamento entre a estrutura de capital das empresas e suas estratégias de competição nos mercados de produtos (BARTON; GORDON, 1988; TITMAN; WESSELS, 1988; BALAKRISHNAM; FOX, 1993). A ligação entre estrutura de capital e estratégias competitivas tem sempre atraído a atenção de pesquisadores em finanças e estratégia. Decisões quanto ao grau de alavancagem financeira das empresas envolvem igualmente decisões estratégicas. Segundo Hitt, Hoskisson e Kim (1997), fatores externos podem influenciar a escolha da estrutura de capital, que, por sua vez, pode influenciar a estrutura de governança. Ou seja, os fatores externos podem afetar a capacidade competitiva da empresa.

Muitos estudos em estratégia buscam examinar a relação entre a estrutura de capital da empresa e os fatores relacionados à sua habilidade de competir. Entre os principais, destaca-se o trabalho de Balakrishnan e Fox (1993). Esses autores analisam 295 empresas de mineração e de manufaturados e constatam que elas investem freqüentemente em ativos específicos, com o propósito de realçarem a vantagem competitiva de seus produtos únicos. Entretanto, esses ativos afetam de maneira adversa a capacidade de a empresa se endividar. Com base em contribuições das teorias da agência e dos custos de transação, esses autores concluem que as características únicas de uma empresa ou setor influenciam as escolhas em matéria de estrutura de capital.

Baseando-se igualmente nas teorias da agência e dos custos de transação, Kochar e Hitt (1988) afirmam que a natureza das estratégias de diversificação está relacionada à escolha da estrutura de capital, sendo, portanto, dependente desta. Eles examinam o relacionamento entre a diversificação mais ou menos relacionada à atividade principal e a estratégia de financiamento. Segundo eles, o financiamento por capital próprio era preferido por empresas que perseguiram uma estratégia de diversificação mais intimamente ligada à atividade principal, uma vez que ela produz ativos mais específicos. Por outro lado, o financiamento mediante dívidas era mais apropriado às empresas cujas estratégias de diversificação não eram ligadas à atividade principal.

O trabalho de Jensen e Meckling (1976) permite efetivamente o desenvolvimento de diversos estudos e pesquisas que fazem a aproximação entre finanças e administração estratégica, sobretudo no que se refere à compreensão das motivações dos dirigentes quanto às decisões de investimento.

Analisando uma amostra composta de indústrias espanholas, Vicente-Lorente (2001) procura explorar as influências exercidas por uma estratégia baseada em recursos e capacidades (investimentos estratégicos) sobre a política financeira. Para isso, o autor recorre às características de opacidade e especificidade com o objetivo de caracterizar os investimentos estratégicos em P&D e capital humano. Os resultados encontrados sugerem que as empresas fortemente baseadas em ativos estratégicos enfrentam cenários mais constrangedores em matéria de financiamento, seja em nível de volume, seja em termos de custo dos recursos. A esse respeito, o autor encontra uma correlação negativa e significativa entre os investimentos em P&D e a capacidade de endividamento da empresa.

A exemplo de Vicente-Lorente (2001), O'Brien (2003) argumenta que a consideração da estratégia da empresa pode ajudar a explicar as escolhas gerenciais relativas à estrutura de capital. Suas análises apóiam-se sobre uma amostra importante composta de empresas estadunidenses que operam em diferentes setores industriais e comerciais. Os resultados encontrados sustentam a idéia segundo a qual as empresas que procuram competir com base na inovação têm o excedente financeiro ("slack") como uma prioridade estratégica e, por conseguinte, são menos endividadas que aquelas que não estão comprometidas com tal tipo de

estratégia. Além disso, o autor constata que um desalinhamento entre a estrutura de capital e a estratégia escolhida provoca efeitos negativos sobre o seu desempenho.

Pereira Filho e Louvet (2008) mencionam diversos outros temas que propiciam uma abordagem conjunta entre finanças e estratégia, tais como: análise de investimentos, análise financeira, avaliação de empresas, papéis representados pelos diferentes atores (*stakeholders*) nas decisões de longo prazo.

Enfim, são diversos os aspectos que permitem uma convergência profícua entre as contribuições de finanças e estratégia. De fato, seria muita presunção desta pesquisa querer esgotar esses aspectos. Como visto, uma das articulações mais importantes entre essas duas matérias refere-se à escolha judiciosa da estrutura de financiamento destinada a proporcionar os recursos e flexibilidade necessários para alcançar o sucesso da estratégia escolhida. Assim, o próximo item deste referencial teórico debruça-se sobre as questões relacionadas à escolha da estrutura de capital das empresas.

2.4 A decisão de estrutura de capital

Antes de qualquer coisa é preciso definir estrutura de capital. Segundo Brealey e Myers (1992, p. 397), “a combinação dos diferentes títulos da empresa é conhecida como estrutura de capital”. Para Grinblatt e Titman (2002), a estrutura de capital corresponde a um conjunto de diferentes fontes de financiamento utilizadas por uma empresa (dívidas, ações, bônus de subscrição e outros).

Toda e qualquer empresa necessita de capital para expandir ou implementar projetos. Esse capital pode ser levantado por meio de duas fontes: capitais próprios e capitais de terceiros (DAMODARAN, 2001). As proporções de capitais próprios e de terceiros utilizadas pelas empresas têm sido, ao longo de mais de 40 anos, objeto de estudos tanto teóricos quanto empíricos em finanças. O objetivo principal desses estudos é, em geral, tentar explicar as formas, as motivações e os determinantes das decisões de financiamento (HARRIS; RAVIV, 1991; BREALEY; MYERS, 1992; MYERS, 2001; GRINBLATT; TITMAN, 2002). Apesar dos diversos estudos existentes na literatura, a estrutura de capital pode ser ainda considerada

como um tema enigmático. Na realidade, existe uma multiplicidade de elementos que buscam explicar a escolha da estrutura de capital.

Para Simerly e Li (2000), a estrutura de capital tem sido ao longo do tempo um assunto importante do ponto de vista da economia financeira, uma vez que ela está diretamente ligada às habilidades da empresa em atender às demandas dos vários *stakeholders*.

2.4.1 Estrutura de capital: dívida x capital próprio

Uma decisão de investimento requer a realização de desembolso no presente e/ou no futuro, o que implica a necessidade de a empresa dispor ou captar fundos para o seu financiamento (ZANI, 2005). Esses fundos necessários podem ser obtidos mediante duas fontes de capital: capitais próprios e capitais de terceiros.

Os capitais próprios transformam-se em direitos de propriedade, exercendo determinado controle sobre a gestão da empresa. Por sua vez, os capitais de terceiros transformam-se em direitos de crédito sobre o fluxo de caixa e, normalmente, não possuem direito de controle sobre a gestão. Em ambas as fontes haverá logicamente uma remuneração que possui algumas diferenças. Tratando-se de capitais de terceiros, tal remuneração dá-se por meio de juros e é fixa. Observando-se a remuneração de capitais próprios, esta se dá pelos dividendos e/ou ganhos de capital decorrentes da valorização das ações no mercado e é variável, ou seja, dependerá da qualidade da gestão. Um maior uso de recursos de terceiros aumenta o chamado “risco financeiro²” para ambos os tipos de financiadores, já que os compromissos de juros e amortizações de dívida serão maiores. A tendência é que o custo de financiamento aumente para compensar uma maior exposição ao risco financeiro (BRIGHAM; GAPENSKI; EHRHARDT, 2001).

Além das diferenças em matéria de remuneração, dívidas e capital próprio apresentam igualmente diferenças em relação ao fluxo de caixa da empresa. No tocante ao capital próprio, Zani (2005) salienta que os acionistas, em geral, não podem exigir o reembolso do capital investido e a sua remuneração tem como base os lucros futuros. No caso dos empréstimos ou

² Risco financeiro: aumento no risco dos acionistas, acima do risco básico do negócio da empresa, como resultado de uma maior utilização da alavancagem financeira.

dívidas, existe a certeza de que acarretarão desembolsos sobre o fluxo de caixa a título de encargos de serviços da dívida, compostos pelos juros e pela amortização do principal, ambos contratualmente preestabelecidos e, portanto, com potencial para agregar o fator de risco de insolvência ao negócio.

Damodaram (2001) destaca ainda mais uma diferença entre as dívidas e o capital próprio. Segundo ele, as dívidas têm exigibilidade e maturidade estabelecidas por contrato. Por sua vez, o capital próprio não possui prazo determinado para o reembolso, o que o leva a ser reconhecido como fonte de longo prazo e indeterminado, trazendo conseqüentemente maior flexibilidade financeira à empresa. O autor ilustra as principais diferenças entre dívida e capital próprio, conforme apresentado na Figura-4 abaixo:

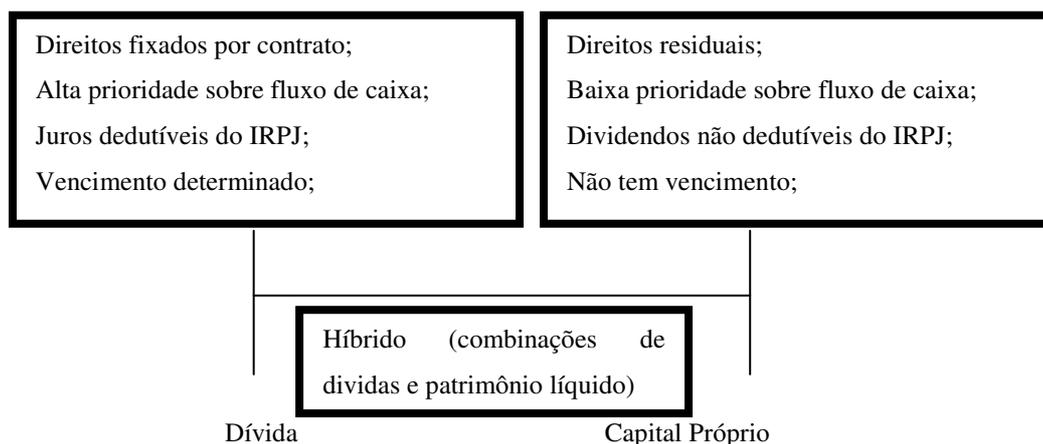


Figura 4: Dívida x Capital Próprio
 Fonte: Damodaran (2001, p. 483)

2.4.2 Estudos pioneiros

Anterior ao trabalho de Modigliani e Miller (1958), Durand (1952), inicia o estudo sobre estrutura de capital a partir de discussões no âmbito da chamada teoria tradicional, baseada na idéia do custo médio ponderado de capital. Mas é a partir dos estudos realizados por Modigliani e Miller (1958 e 1963) que o tema ganha maior importância. Tais estudos permanecem como referência no assunto e fundam efetivamente a teoria moderna da estrutura de capital no âmbito das teorias financeiras. O principal objetivo da maioria dos modelos teóricos sobre o tema reside na busca de uma maior compreensão acerca dos fatores

controláveis ou não controláveis que explicam de forma mais relevante como as empresas compõem a sua estrutura de capital.

Os estudos de Modigliani e Miller (1958), doravante denominados MM, estabelecem três proposições a partir das quais defendem que a estrutura de capital não tem influência sobre o valor da empresa.

A proposição I afirma que o valor total de mercado de uma empresa e seu custo de capital são independentes de sua estrutura de capital. Em outras palavras, uma empresa não consegue alterar seu valor total por meio da simples repartição dos seus fluxos de caixa para diferentes destinatários. Essa primeira proposição torna-se importante a partir do instante que MM escrevem de uma maneira simples o que antes era tido como complexo e de difícil explicação, que é o efeito do endividamento sobre o valor da empresa. Segundo a proposição I, o valor de mercado de qualquer empresa é independente de sua estrutura de capital e é obtido pela capitalização de seus retornos esperados, a uma taxa constante para sua classe de risco. Para MM, o tipo de capital que vai financiar o investimento é irrelevante e o custo médio de capital para cada firma é independente de sua estrutura de capital.

A proposição II busca complementar a primeira e estabelece a relação entre o custo do capital próprio e fatores dependentes. Tal proposição aponta que o retorno esperado de uma ação é igual à taxa de capitalização pura de seu fluxo de caixa correspondente, acrescido de um prêmio pelo risco. Em outras palavras, a rentabilidade das ações de uma empresa endividada iguala-se à taxa de capitalização para uma empresa sem dívida (ambas dentro de uma determinada classe de risco), adicionada de um prêmio de risco proporcional ao nível de endividamento. Algebricamente, tem-se o seguinte:

$$R_{cp} = R_a + (R_a - R_d) D / CP \quad (1)$$

Onde:

R_{cp} : é o custo do capital próprio

R_a : é o custo do capital da empresa sem dívida

R_d : é o custo do capital de terceiros

CP : é o valor do mercado do capital próprio

D : é o valor de mercado do capital de terceiros

Por fim, a proposição III estabelece que o retorno mínimo exigido para certo investimento é independente de como ele é financiado, ou seja, para a finalidade de avaliação de investimentos, a taxa de corte é totalmente independente da forma como o investimento será financiado. Assim, a política de investimentos da empresa independe da natureza de financiamento usado e, portanto, o que importa como critério de avaliação de investimentos é verificar se a sua rentabilidade é maior que a taxa de capitalização da firma em sua classe de risco. Como essa taxa não é afetada pelas decisões de financiamento, como diz a proposição I, conclui-se que a aceitação de qualquer investimento não depende da consideração da fonte que a financiará. De fato, aceitas as condições em que foi desenvolvida, a proposição III de MM implica a separação total das decisões de investimento e financiamento da empresa.

Segundo Zonenschain (1998, p. 3), o teorema do MM pode ser entendido da seguinte forma:

“O teorema (...) sugere uma dicotomia entre finanças e a “economia real”. O crescimento da empresa e suas decisões de investimentos seriam ditados estritamente por variáveis reais como a demanda, a produtividade, o progresso técnico e os preços relativos dos fatores produtivos. “O financiamento, nesse contexto, constituiria uma variável passiva que simplesmente facilitaria a realização do investimento, jamais a condicionaria.”

O principal objetivo de MM, ao formularem sua teoria, era construir uma base teórica a partir da qual pudessem ser desenvolvidos novos estudos e abordagens mediante relaxamento de suas premissas, até porque os autores sabiam das limitações de sua teoria com relação à aplicabilidade prática na determinação de estruturas de capitais das empresas. As suposições dos autores colocam a empresa num mundo particular, sem atrito e perfeito. O gestor financeiro de uma empresa precisa saber quais os tipos de imperfeições de mercado com as quais deve se preocupar, sendo as seguintes as mais significantes: impostos, custos de falência, custos de transação, controle de contratos complexos de empréstimos, assimetria de informações e conflitos entre gerentes, acionistas e credores.

Após a publicação do seu teorema, MM começaram a receber inúmeras críticas de vários autores que questionavam a ausência, em seu trabalho, das imperfeições relatadas acima e de suas possíveis interações com as decisões de investimento e financiamento. Isto levou os

autores a reverem seu teorema e a fazerem as devidas correções, que foram publicadas em 1963. Nesse trabalho MM incorporam o valor atual dos benefícios fiscais decorrentes dos juros, demonstrando que a vantagem fiscal gerada pelo endividamento representa uma verdadeira fonte de criação de valor. A geração indireta de caixa pela via da dedutibilidade dos juros elevaria o valor da empresa. A primeira flecha contra as suposições do modelo original já teria sido atirada. De fato, graças à esta constatação, pode-se dizer que as decisões de financiamento deixam a neutralidade para tomar um lugar de destaque no âmbito do processo de geração de valor das empresas, principalmente na medida em que outras imperfeições de mercado forem sendo igualmente acrescentadas às análises. Em outras palavras, quando são relaxadas as hipóteses de Modigliani e Miller (1958) a estrutura de capital torna-se uma questão muito importante para a empresa, o que é mostrado em numerosas abordagens/teorias que se desenvolveram a partir dessa ruptura inicial, com destaque para dois grandes eixos de pesquisa: a arbitragem estática (*Static Trade-Off Theory - STO*) e o financiamento marginal (*Pecking Order Theory - POT*).

Segundo Myers (2001), mesmo depois de tanto tempo após os trabalhos de Modigliani e Miller, a nossa compreensão sobre as escolhas de financiamento ainda é limitada. Ele afirma que se sabe muito mais sobre financiamento tático do que sobre financiamento estratégico como, por exemplo, a escolha por parte da empresa de uma meta global de nível da dívida.

A partir desses elementos de base, a seguir são apresentadas e discutidas as principais abordagens sobre a escolha da estrutura de capital das empresas.

2.4.3 O balanceamento entre os prós e os contras da dívida

A abordagem do *Static Trade-Off- STO* (balanceamento) está relacionada aos benefícios e aos custos impostos pela dívida. Segundo esta abordagem, a estrutura ótima de capital da empresa seria determinada por meio do balanceamento dos efeitos dos impostos sobre as dívidas e dos custos de falência associados à alavancagem. Os modelos construídos sob esta perspectiva predominaram na literatura de estrutura de capital a partir dos trabalhos fundadores de Modigliani e Miller.

Para o STO, a empresa tem sempre em mente um índice-meta de dívida que procura constantemente preservar. Esse índice-meta implica uma escolha que considera o valor presente dos benefícios fiscais da dívida e dos custos que dela decorrem. Esses custos compreendem os de falência, dos conflitos de agência, das perdas provocadas por economias fiscais geradas por despesas não monetárias dedutivas e também a desvantagem fiscal da pessoa física ligada à dívida. Qualquer discussão acerca da estrutura de capital inclui a dedutibilidade dos juros pagos sobre empréstimos, onde a taxa efetiva de juros pagos pela empresa se reduz substancialmente, tornando mais atraente a decisão da empresa de se endividar.

Diversos estudos empíricos e teóricos buscam mostrar a existência de um limite ótimo de endividamento, acima do qual o risco de falência se torna uma variável a ser considerada, pois os credores exigirão, logicamente, uma taxa de juros cada vez maior como forma de compensar o aumento do risco. Eles poderão ainda se negar a fornecer novos empréstimos. Conforme os resultados dos trabalhos desenvolvidos sob a ótica do STO, as empresas cuja alavancagem financeira encontra-se acima do nível ótimo têm uma maior tendência à exposição a custos de falência marginais superiores aos benefícios fiscais marginais previstos. Por outro lado, quando a empresa apresenta um nível de dívida inferior ao considerado como ótimo, ela pode, de fato, aumentar o seu valor de mercado por meio de um aumento da dívida na sua estrutura de capital. Isso porque, nesse caso, os benefícios fiscais marginais excedem os custos de falência marginais. Esses modelos identificam também uma relação negativa entre a rentabilidade da empresa e os custos de dificuldade financeira ligados ao uso da dívida, na medida em que as empresas cujos lucros são mais elevados e mais estáveis revelam uma menor probabilidade de falência.

Miller (1977) estabeleceu um modelo geral de equilíbrio para explicar o comportamento financeiro das empresas e mostrar que a estrutura de capital permanece irrelevante mesmo com a consideração dos impostos sobre pessoas físicas. No modelo proposto pelo autor, o montante de equilíbrio para a dívida é atingido quando a vantagem fiscal do endividamento para a empresa iguala o custo dos impostos sobre pessoas físicas para o credor marginal. Aponta-se a existência de um ponto ótimo agregado para a economia, permanecendo válida a irrelevância ao nível das empresas individualmente, uma vez que cada tipo de clientela estaria optando pelo investimento cujo retorno anula seus impostos.

Ainda segundo Miller (1977), não existe uma estrutura de capital ótima e que, no equilíbrio, o valor da empresa será independente de seu endividamento, apesar dos benefícios fiscais. Uma restrição ao modelo proposto por Miller (1977) é a não consideração do fato que os investidores possuem níveis diferentes de aversão ao risco, além de o autor também não explicar a forma como as empresas individualmente dividirão a oferta total de dívidas disponível. Algumas empresas podem decidir pelo endividamento em alto grau e outras pela utilização da oferta de dívida disponível. Ressalta-se ainda que o endividamento não é a única forma de aproveitar benefícios fiscais. DeAngelo e Masulis (1980) propõem um modelo onde analisam o efeito de outros benefícios passíveis de obtenção pelas empresas, como créditos por investimento realizados, amortizações aceleradas para as instalações fabris e equipamentos, depreciação e exaustão.

O uso de capital de terceiros oferece benefícios fiscais à empresa, no entanto, seu uso exerce também pressão sobre a empresa, pois os pagamentos de juros e principal representam obrigações; que, se não forem realizadas, poderão levar a empresa a correr risco de dificuldade financeira, sendo destacado aquele relativo à dificuldade financeira extrema (falência), na qual a propriedade dos ativos da empresa é legalmente transferida para os credores. Os riscos associados ao uso da dívida, especificamente o custo de falência, segundo Brigham e Houston (1999), fazem com que as empresas tenham despesas legais e contábeis muito elevadas, além das dificuldades de reter clientes, fornecedores e funcionários. Conclui-se então, que os custos de falência são limitadores dos altos níveis de alavancagem desejados pelos administradores, enquanto os benefícios fiscais incentivaria a busca de um maior endividamento.

Pode-se dizer que os modelos de arbitragem estática entre dívidas e fundos próprios incitam as empresas a dar prioridade às políticas que convergem para o objetivo de manter um nível ótimo de dívida para permitir a maximização do valor da empresa. Nesse contexto, o objetivo principal dos dirigentes é avaliar eficazmente os benefícios marginais da dívida (os benefícios fiscais) e os custos marginais que provoca (os custos de dificuldade financeira, incluindo os custos de falência e de agência), a fim de minimizar o custo do capital e, por conseguinte, maximizar o valor de mercado.

2.4.4 Abordagem da assimetria informacional

A abordagem da assimetria da informação reconhece que as informações não estão distribuídas uniformemente no mercado de capitais. De uma forma geral, reconhece-se que os administradores são melhores informados que os investidores. Segundo Harris e Raviv (1991), a informação assimétrica ocorre quando administradores de empresas (*insiders*) possuem informações operacionais que os investidores (*outsiders*) não possuem.

Leland e Pyle (1977) escreveram um dos primeiros artigos encontrados sobre o problema de informação assimétrica, onde eles informam que numerosos mercados são caracterizados pelas diferenças de informação existentes entre os compradores e os vendedores, sendo que os mercados financeiros apresentam um alto índice de assimetria da informação. A premissa posta é a de que os dirigentes da empresa ou acionistas atuais estariam de posse de informações confidenciais sobre as características dos fluxos de caixa ou oportunidades de investimento da empresa, assim como a sua qualidade (risco).

Esta premissa parte do pressuposto de que os dirigentes estão diretamente ligados ao negócio da empresa e, portanto, contam com informações que o mercado não poderia obter. Os projetos de alto risco se beneficiariam da assimetria da informação, pois obteriam fontes de financiamento a baixo custo; por outro lado, os projetos de baixo risco seriam prejudicados, pois arcariam com um custo de capital maior do que o devido.

Segundo Ross (1977), as empresas conhecem seus fluxos de caixa futuros. Assim, segundo o autor, uma maneira de os gestores sinalizarem que terão fluxo de caixa positivos no futuro é tomando dívidas. A dívida sinaliza que as empresas possuem fluxo de caixa suficiente para arcar com o pagamento dos juros e amortização da dívida no longo prazo.

Myers e Majluf (1984) analisam os efeitos da assimetria de informações quando os dirigentes detêm mais conhecimentos sobre as oportunidades de investimentos do que os credores e financiadores externos. De acordo com os autores, se os investidores externos detiverem baixo nível de informação sobre a empresa no que tange ao financiamento de investimentos pela via da emissão de novas ações, ocorrerá um deságio severo sobre o preço das mesmas, levando os novos investidores a capturar mais do que o resultado positivo (valor presente

líquido - VPL) do novo projeto, resultando em perda para os acionistas atuais. Logo, o projeto será rejeitado mesmo com o VPL positivo.

Weston e Brigham (2000) afirmam que quanto maior for a empresa, maior deverá ser a queda no valor das ações, pois, em decorrência da assimetria da informação, o mercado poderia interpretar a emissão como sendo falta de boas perspectivas futuras para a empresa. Por outro lado, empresas pequenas não poderiam deixar de ser financiadas sem uma venda de ações, já que essa poderia significar o financiamento de uma oportunidade de investimento extraordinária. Isso confirma o argumento defendido por Myers e Majuf (1984) e nos remete à conclusão de que financiamentos por meio de dívidas são preferíveis à emissão de novas ações. Isto decorre da ideia de que se as perspectivas da empresa fossem favoráveis, ela não desejaria compartilhar os lucros futuros e, portanto, não usaria a subscrição de novas ações. Por outro lado, se as perspectivas futuras fossem desfavoráveis, faria sentido introduzir novos sócios a fim de compartilhar as perdas.

Existem diferenças importantes entre os índices de endividamento nos vários setores de atividades econômicas. Setores com alta taxa de crescimento e com oportunidades futuras de investimento bastante amplas tendem a ter o nível de endividamento menor, enquanto setores com oportunidades de investimento bastante limitadas e crescimento lento tendem a ter alto nível de endividamento. Harris e Raviv (1991) salientam que a estrutura de capital pode ser usada como sinalizador aos investidores externos o que reduziria a assimetria informacional.

Brito e Lima (2005) analisando os determinantes da estrutura de capital no Brasil, demonstram que as empresas de controle privado nacional se endividam mais que empresas de controle público ou estrangeiro. Segundo os autores, isso se deve aos custos de insolvência e à assimetria de informação dessas empresas por possuírem pior governança num ambiente de fraca garantia legal. Os autores observam também a relação positiva entre tangibilidade e crescimento com o endividamento e uma relação negativa com a volatilidade da dívida a longo prazo e rentabilidade.

Segundo Li e Simerly (2002), o conceito de especificidade de ativos pode ser vinculado à informação assimétrica. Os investidores podem ter conhecimento e habilidade limitados para entender o impacto daqueles investimentos em ativos de alta especificidade necessários para manter a capacidade inovativa da firma. De acordo com Fiani (2002, p. 272), o problema

associado à especificidade dos ativos é que, uma vez que o investimento em um ativo específico tenha sido feito, comprador e vendedor passam a relacionar-se de uma forma exclusiva ou quase exclusiva. O autor explica que se acaso houver um único fornecedor capaz de produzir o produto com as particularidades exigidas pelo comprador específico, tanto o comprador como o fornecedor estarão ligados, pois o cliente está relacionado ao seu comprador, bem como o fornecedor estará ligado ao comprador, que é o único que compra seu produto.

A especificidade dos ativos, segundo o mesmo autor, torna-se uma condição necessária para que o risco associado a atitudes oportunistas seja significativo. Caso contrário, a própria rivalidade entre os numerosos agentes aptos a participarem da transação, tanto no papel de vendedores como de compradores, reduziria a possibilidade de atuações oportunistas.

A fim de minimizar a assimetria de informação e evitar o subinvestimento os gerentes devem tornar públicas as suas informações privadas através de sinais críveis ao mercado financeiro. Normalmente um sinal eficaz corresponde a uma estrutura de financiamento considerada ótima e singular às empresas de certa qualidade em matéria de política financeira (ROSS, 1977). Em outros termos, a estrutura de capital escolhida pela empresa fornece ao mercado indicações relativas à sua qualidade em matéria de gestão financeira.

2.4.5 A hierarquia das fontes de financiamento

A abordagem da hierarquia das fontes de financiamento (*Pecking Order Theory – POT*), geralmente traduzida por teoria da ordem de preferência, possui como principal expoente os trabalhos de Myers (1984) e Myers e Majluf (1984). Segundo esta abordagem, as empresas preferem prioritariamente fazer uso de recursos gerados internamente e somente em última instância recorreriam à emissão de novas ações, por conta dos efeitos adversos acarretados pela existência de assimetrias de informação entre a empresa e o mercado. É a introdução do conceito de assimetria de informação nas análises do modo de financiamento hierárquico que proporciona um novo prisma para encarar e tratar a decisão de estrutura de capital.

Myers (1984) procura mostrar que existe uma relação oposta entre a rentabilidade e a alavancagem financeira. Segundo ele, as empresas altamente rentáveis e com forte

crescimento, geralmente recorrem menos à dívida como fonte de recurso. Isso pode ser explicado pela suposição de que as empresas hierarquizam suas preferências em relação às fontes de fundos disponíveis. Em outros termos, elas dão prioridade ao financiamento interno (lucros não distribuídos) em detrimento dos recursos externos originários de emissão de novas ações (capital próprio externo). O financiamento das empresas segue uma hierarquia: (i) o autofinanciamento (os fluxos de tesouraria internos); (ii) a dívida não arriscada (a dívida garantida); (iii) a dívida arriscada e, em falta de melhor opção; (iv) o capital próprio externo (a emissão de ações). A distinção entre essas fontes de financiamento repousa sobre a sensibilidade de cada uma em relação à assimetria de informação. A esse respeito, o financiamento mediante emissão de novas ações constitui-se na última opção porque custa mais caro à empresa, devido ao maior nível de assimetria de informação associado.

Os inconvenientes relativos à emissão de ações são particularmente ligados às assimetrias de informação entre dirigentes e investidores. No caso de emissão de ações no mercado, é previsto que elas serão subavaliadas pelos investidores, uma vez que eles temem que os gerentes estejam escondendo informações desfavoráveis. De fato, os dirigentes emitem ações apenas se o seu preço estiver sobreavaliado.

Analisando a decisão de estrutura de capital sob o ponto de vista da hierarquia das fontes de financiamento proposta por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), verifica-se que esses autores apontam que oportunidades de crescimento requerem financiamento adicional. Eles assumiram mercados perfeitos, com exceção de investidores que não sabem o verdadeiro valor dos ativos existentes ou de novas oportunidades. Os mesmos autores salientam que empresas mais lucrativas são naturalmente menos endividadas, pois elas podem financiar seus novos projetos sem ter que se endividar ou emitir novas ações. O motivo da relutância na emissão de novas ações deve-se principalmente à sua desvalorização pelo mercado.

Segundo Myers (1984, p. 581), a decisão de investir passa por uma hierarquia de preferências. Tal autor sugere uma hierarquia de preferências de utilização de recursos:

- 1) Recursos internos (caixa, contas a receber);
- 2) Reinvestimento dos ganhos da empresa (retenção de dividendos, lucros acumulados);
- 3) Captação de recursos no mercado financeiro (empréstimos e financiamentos);
- 4) A emissão de títulos no mercado.

De acordo com Shyam-Sunder e Myers (1999) e Myers (1984), a abordagem da hierarquia de financiamentos não prescreve um nível ótimo de endividamento. Embora a estrutura de capital seja relevante, não existe uma única estrutura ótima, uma vez que a empresa prefere financiar seus projetos por meio de uma escala de preferência em relação aos recursos. As compensações entre os benefícios fiscais e os custos de dificuldades financeiras, previstas pela abordagem do *Static Trade-Off*, são assumidas como de “segunda ordem”. Na perspectiva da *Pecking Order Theory*, o endividamento se altera com o desequilíbrio dos fluxos de caixa internos e as oportunidades de investimento.

Titman e Wessels (1988) analisam os fatores determinantes da estrutura de capital para o mercado estadunidense no período de 1974 a 1982. Os autores encontram que o nível de endividamento das empresas apresenta uma relação negativa com os fatores singularidade (para o endividamento de curto e longo prazo), rentabilidade (curto e longo prazos) e tamanho (curto prazo). O artigo destaca que empresas menores apuram custos de endividamento inferior ao custo de emissão de ações, especialmente no curto prazo, devendo, portanto, manter maior nível de endividamento a curto prazo. A evidência empírica encontrada por Titman e Wessels (1988) de que empresas com maior nível de rentabilidade tendem a apresentar menor nível de endividamento mostra-se coerente com a abordagem da hierarquia das fontes de financiamento.

Moreira e Puga (2001) analisam empresas brasileiras no período de 1995 a 1997 e concluem que os recursos internos representam a principal fonte de financiamento do crescimento das empresas, seguido pela emissão de dívida e pelo lançamento de ações. Melo (1994) identifica igualmente o autofinanciamento como a principal fonte de recursos utilizada pelas empresas brasileiras no financiamento do crescimento.

Segundo Myers (1984), se a hipótese do *Pecking Order* for verdadeira, devem-se encontrar diferenças nos níveis de endividamento entre setores em função do risco dos ativos e das propriedades de ativos tangíveis e não tangíveis. Ross, Westerfield e Jaffe (2002) encontram evidências de que empresas dentro de cada setor empresarial costumam apresentar índices de estrutura de capital bem parecidos entre si.

Myers e Majluf (1984) analisam, ainda, os efeitos das assimetrias de informação entre dirigentes e credores financeiros, sendo os primeiros considerados como mais bem

informados que os segundos a respeito das oportunidades de investimentos da empresa. Nesse caso, a estrutura de capital poderia ser vista como um produto da aplicação da ótica da *Pecking Order Theory*: a empresa daria preferência às fontes internas de recursos para financiar bons projetos e somente levantaria recursos externos diante da necessidade de fundos suplementares ou para financiar projetos menos atrativos.

Uma relação negativa entre rentabilidade e alavancagem financeira exprime uma das mensagens essenciais da abordagem da hierarquia das fontes de financiamento. Essa correlação negativa é suportada por numerosos estudos empíricos, incluindo os trabalhos de Titman e Wessels (1988), Rajan e Zingales (1995), Gomes e Leal (2001), Booth *et al.* (2001), Fama e French (2002) e Brito e Lima (2005).

2.4.6 Elementos de teoria da agência

A teoria da agência repousa sobre contribuições oriundas de diferentes campos de estudos: finanças de mercado, análises organizacionais e direitos de propriedade. Segundo Jensen e Meckling (1976, p- 310), considerados como fundadores da teoria da agência, uma relação de agência pode ser definida “como um contrato onde uma ou mais pessoas – o principal – emprega uma outra pessoa – o agente – para realizar algum serviço ou trabalho em seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade de decisão para o agente”. O principal é dito como aquele que tem um determinado interesse e, para atingi-lo, contrata o agente, que é aquele que irá representá-lo buscando defender seus interesses. Entretanto, os agentes possuem também seus interesses, que podem ser conflitantes com os do principal.

Dessa relação surge o que se conhece como conflito da agência, onde os interesses do principal são negligenciados em favor dos interesses próprios do agente (JENSEN e MECKLING, 1976). Os autores afirmam que, segundo a teoria da agência, um modo de lidar com tal problema de conflito se dá com a utilização da dívida, pois a sua simples existência faz com que os administradores se concentrem naquelas atividades necessárias para garantir o seu pagamento, ou seja, a dívida pode ser usada como um instrumento disciplinador, que constrange mesmo a gestão. O estudo destes autores afirma existir uma grande influência da estrutura de capital e a estratégia de investimento da firma.

O trabalho de Jensen e Meckling (1976) sobre a teoria da agência considera a empresa como um “nó de contratos” e se insere no contexto de uma corrente de pesquisa – com importantes implicações para a teoria da firma – cujos estudos iniciais reportam-se principalmente aos trabalhos de Berle e Means, Coase, Alchian, Demsetz e outros. Mais precisamente, o foco da pesquisa dos dois últimos autores era o estudo do direito de propriedade, onde aceita-se a ideia de que a empresa, ao invés de ter uma compreensão limitada da produção, deve ser melhor compreendida como um arranjo ótimo limitado, por meio da utilização de contratos, que devem ser elaborados de maneira a diminuir os custos de transação entre os diversos fatores de produção.

Para Schleifer e Vishny (1997), o problema de agência refere-se às dificuldades que os investidores têm em garantir que seu capital não seja expropriado ou investido em projetos não lucrativos. As principais formas de expropriação da riqueza dos proprietários por parte dos gestores são: reinvestimento do fluxo de caixa em projetos que não agregam valor, expropriação dos lucros, escolha de projetos baseado no gosto pessoal e não em análises técnicas e determinação de remuneração abusiva para si próprio. Ainda segundo estes autores, a solução para a dicotomia entre os interesses dos atores é resolvida pela existência das proteções legais - os contratos. A reputação do gestor ou as expectativas do investidor não seriam suficientes para a realização ou manutenção dos investimentos.

Jensen e Meckling (1976) definem os custos da agência, ou seja, os gastos com a tentativa de evitar conflitos de interesses, pela soma dos gastos de monitoramento dos proprietários, sendo assim classificados:

- 1) despesas de monitoramento do principal: são todos aqueles gastos incorridos pelo principal visando a avaliar e restringir o comportamento do agente àquelas ações que atendem melhor o interesse do principal;
- 2) despesas com coberturas de seguros: são aqueles gastos incorridos pela firma para criar mecanismos de seguro do principal quanto a quaisquer atitudes oportunistas por parte do agente;
- 3) perdas residuais: são todos os demais custos que não estão associados aos itens anteriores. Segundo os autores o administrador-proprietário de uma empresa procura sempre maximizar sua utilidade. Se ele for o único proprietário supõe-se que ele procure maximizar a riqueza da

empresa. Dessa forma ele cumpre a principal função do administrador financeiro que é maximizar a riqueza.

2.4.6.1 Conflitos de agência

Jensen e Meckling (1976) identificaram dois tipos de conflitos de agência:

(i) conflito de interesses entre dirigentes e acionistas (custo de agência de capital próprio) e
(ii) conflito de interesses entre acionistas e credores (custo de agência da dívida). Um terceiro tipo de conflito de agência, bastante comum na realidade nacional, refere-se aos conflitos entre acionistas majoritários e minoritários.

Segundo Zani (2005), o primeiro tipo de conflito, que se estabelece entre acionistas e dirigentes da firma ocorre quando estes últimos possuem menos de 100% do capital acionário. Em consequência, os gestores não recebem a totalidade dos ganhos da empresa, porém assumem a totalidade das responsabilidades da gestão. Por isso, os dirigentes podem realizar menos esforços na gestão da firma e criar benefícios para si próprios, ou seja, podem desfrutar de uma série de mordomias que, na realidade, destroem o valor a ser capturado pelos acionistas, tomando decisões que transferem riqueza da empresa para a satisfação de seus objetivos pessoais. À medida que os administradores aumentam a sua parcela de capital na empresa e/ou se eleva a parcela de endividamento na estrutura de financiamento da empresa, há uma redução do conflito entre dirigentes e acionistas.

Os dirigentes, além disso, dispõem de informações privilegiadas. Este tipo de relação gera assimetria de informação entre o agente e o principal, o que acaba beneficiando o primeiro em detrimento do segundo. As características contratuais da dívida podem ser entendidas como um mecanismo de controle para mitigar os custos de agência do capital próprio. Mais precisamente, ela obrigará os dirigentes a realizarem investimentos mais rentáveis a fim de evitar a falência e seus inconvenientes. Cabe destacar, entretanto, que os custos acarretados pelo endividamento, ao mesmo tempo em que permitem disciplinar os dirigentes e fazem aumentar o valor da empresa, provocam igualmente um aumento da probabilidade de falência. Caso o endividamento torne-se excessivamente elevado, pode determinar o chamado custo de falência ou de reestruturação financeira da empresa. Como consequência dos riscos de

falência, existe a possibilidade de os executivos mais capazes abandonarem a empresa, bem como de ocorrerem perdas de negócios.

Segundo Modigliani e Miller (1958), os excessos de endividamento, ou seja, os custos de falência são automaticamente resolvidos pela eficiência do mercado, pois, nesse caso, os credores assumem automaticamente a posição de acionistas. Para Jensen e Meckling (1976), no entanto, os custos de agência associados à dívida correspondem à perda de oportunidades de novos negócios, causada pelo impacto da dívida sobre a capacidade da firma em obter novos financiamentos, pelo custo de contratos e de monitoramento dos credores e dos próprios administradores, além dos custos de falência e de reorganização da firma. Os autores argumentam ainda que, em caso de dificuldade financeira, os dirigentes tendem a adotar políticas agressivas de assunção de riscos, como bancar projetos de valor presente negativo, já que, em caso de sucesso, eles têm todas as recompensas de remuneração e distinção e, em caso de insucesso, as perdas são assumidas pelos credores que adotaram uma política de financiamento irresponsável.

Harris e Raviv (1991), ao descreverem exemplos relacionados ao conflito entre acionistas e credores, salientam que os detentores de ações de uma empresa endividada têm incentivos para investirem de forma sub-ótima, ou seja, substituir investimentos de baixo risco por investimentos de maiores riscos e altas taxas de juros. Caso essa estratégia de investimento traga retorno, os acionistas serão os maiores beneficiados, já que os pagamentos de suas obrigações diante dos credores permanecem inalterados. Por outro lado, se os investimentos fracassarem, credores e acionistas arcam com os custos. Como resultado, os acionistas podem se beneficiar com a falência, isto é, investindo em projetos muito arriscados, mesmo que eles tenham valor decrescente – valor presente líquido negativo (MYERS, 1977). Em geral, quando maior o grau de endividamento, maior o interesse do acionista em realizar projetos de investimentos mais arriscados, como substituição de ativos.

Pereira Filho e Louvet (2008) ressaltam que, antecipando-se ao comportamento acima, e diante da incompletude dos contratos (a impossibilidade de tudo prever), os credores podem elevar o custo da dívida, racionar o crédito, impor cláusulas restritivas e protetoras, bem como exigir maiores garantias.

De acordo com Nakamura *et al.* (2007), o reconhecimento dos problemas de agência na relação entre acionistas e credores faz com que os credores, de uma forma geral, prefiram emprestar para empresas que possuam ativos que sejam mais fáceis de monitorar e avaliar. Não por acaso, empresas baseadas em bens tangíveis, com relativa facilidade de avaliação e venda tendem a ter maior capacidade de endividamento, tal como ocorrem com empresas industriais cuja estrutura de ativos está principalmente baseada em construções, máquinas, equipamentos e instalações. Segundo Harris e Raviv (1991) e Titman e Wessels (1988), ativos tangíveis tendem a ter maior valor de liquidação em situações de dificuldades financeiras, reduzindo problemas de seleção adversa. Damodaran (2001) corrobora este argumento e salienta que empresas que possuem altos investimentos relacionados ao desenvolvimento de novos produtos que demandam muitos anos até que sejam comercializados tendem a ser menos endividadas. São empresas fortemente baseadas em gastos com pesquisa e desenvolvimento e que após o desenvolvimento de um novo produto preservam sua vantagem competitiva, mesmo que temporariamente, através de marcas e patentes.

Basso *et al.* (2006) analisam a relação entre a estrutura de capital e os ativos intangíveis de inovações (patentes) e de relacionamento com públicos estratégicos (marca) como determinantes do endividamento. Os autores concluem que a relação entre as variáveis estrutura de capital e patente é negativa. Portanto, as empresas com inovações intensivas apresentam níveis mais baixos de endividamento, ou seja, possuem predominância de capitais próprios. Porém, com relação à quantidade de marcas, apesar de a relação ser negativa, os resultados não demonstram uma relação estatisticamente significativa.

2.4.7 Elementos de teoria dos custos de transação

Assim como na teoria da agência, a teoria dos custos de transação propõe um quadro teórico que permite estudar e analisar os problemas associados ao funcionamento interno das organizações. Fundada no trabalho de Coase (1937), referente aos limites da firma, adquire importância com as pesquisas de Williamson (1975, 1985) no âmbito da economia institucionalista. Os custos de transação podem ser definidos como o custo de se negociar, elaborar e cumprir os contratos e podem ser divididos em dois grupos: “*ex- ante*” e “*ex-post*”. Os primeiros são encargos relativos às negociações prévias à firmação dos contratos.

Os custos “*ex- post*” envolvem monitoramento e gestão da execução do contrato, as eventuais renegociações necessárias para a adaptação às novas circunstâncias, entre outros.

O artigo de Coase (1937) deu início, ao estudo das condições sob as quais os custos de transação deixam de ser desprezíveis e passam a ser um elemento importante nas decisões dos agentes econômicos, contribuindo para determinar a forma pela qual são alocados os recursos na economia. A análise dessas condições, assim como das consequências dos custos de transação para a eficiência do sistema, constituem o objeto da teoria dos custos de transação (TCT).

Segundo Fiani (2002), os custos de transação são condicionados pela frequência com que é realizada a transação, o grau de incerteza e a especificidade dos ativos. O aumento da frequência de transação é acompanhado pela elaboração de contratos mais complexos de forma a reduzir o comportamento oportunista. Para a teoria dos custos de transação, a incerteza se manifesta de forma indireta nos conceitos de oportunismo e de racionalidade restrita ou limitada. E por último, a especificidade dos ativos que ocorre em situações em que há dificuldades em se reempregar os ativos em outra atividade. A especificidade dos ativos representa, num ambiente de racionalidade limitada e de oportunismo, uma fonte importante de custo de transação. Uma decorrência da especificidade de ativos é a interdependência das partes contratantes, que justifica o mútuo interesse em que os contratos firmados sejam levados adiante.

Segundo Williamson (1991a), a dimensão mais importante das transações refere-se à especificidades dos ativos nos contratos. Li e Simerly (2002) referem-se especificamente à valoração dos ativos quanto à alta e baixa especificidade. Para os autores, à baixa especificidade dos ativos reduz o risco associado com qualquer custo de transação e teoricamente irá conduzir para custos de transação mais eficientes. A dívida poderia ser o instrumento mais apropriado para o financiamento de transação de ativos com um baixo nível de especificidade. A razão principal para isto seria a ocorrência de endividamentos a baixo custos, dada a maior facilidade dos titulares da dívida em avaliar os ativos e controlar os custos de agência. À medida que o dinamismo ambiental aumenta, o financiamento por capital próprio, segundo os autores, confere maior liberdade à administração da empresa, que pode então adotar estratégias necessárias para se alcançar o sucesso em ambientes altamente competitivos, mediante investimentos em ativos específicos ou estratégicos.

De acordo com Li e Simerly (2002), existem vários argumentos que permitem concluir que a escolha da estrutura de capital pode estar alinhada com o ambiente competitivo das empresas. Para os ativos com baixa definição de valor, como produção de equipamentos de alta especialidade, investimentos em P&D e marketing, projetos de inovação, conhecimento dentro do mercado concernente ao presente a ao futuro dos valores dos ativos pode ser limitado - o custo de transação revela-se importante. A dívida torna-se então uma alternativa pouco atraente em relação à crescente especificidade dos ativos, o que gera falta de conhecimento sobre o valor futuro do ativo.

Segundo Williamson (1988), os contratos que envolvem ativos específicos ou estratégicos requerem a implantação de uma estrutura de governança adaptada às suas condições de modo que possa realmente minimizar os custos de transação que daí decorrem. É nessa perspectiva que são desenvolvidas as análises relativas à escolha da estrutura de capital de acordo com a teoria dos custos de transação. Encontrar um alinhamento judicioso entre a transação e a estrutura de governança da empresa gera efeitos econômicos favoráveis. Para ele, mais que dois tipos diferentes de fontes de financiamento das empresas, dívida e capitais próprios representam instrumentos alternativos de governança. Diante do exposto, torna-se importantes a partir deste momento, a definição de performance.

2.5 Performance: definição e importância

A performance ou desempenho como prefere denominar alguns estudiosos, é um dos conceitos mais importantes da estratégia empresarial (COMBS; CROOK; SHOOK, 2004). Sua relevância, provavelmente, deriva do fato do desempenho ser um dos objetivos finais de empresas com fins lucrativos.

Hitt, Boyd e Li (2004) afirmam que a pesquisa em estratégia empresarial evoluiu muito nos últimos vinte e cinco anos, mas ainda há baixo consenso quanto a diversos conceitos e relações entre eles, o que reforça a necessidade da pesquisa empírica. As conceituações de sistemas de avaliação de performance não apresentam grandes variações entre si, mas igual consenso não é encontrado quando se trata de identificar as dimensões a serem contempladas por esses sistemas.

Segundo Vasconcelos (2004, p. 168), na primeira metade do século XIX, desempenho significava superação de metas. Nos anos 1970, ele passou a ser sinônimo de eficiência das estruturas e processos, capacidade de adaptação ao ambiente e sobrevivência. Atualmente, a comunidade empresarial e científica parece associá-lo à gestão dos *stakeholders*, com destaque para os acionistas (*shareholders*). Relatórios anuais de resultado de empresas como Vale do Rio Doce, Petrobrás, Embraer, Gerdau, Cemig e outras utilizam diversos índices para mostrar o crescimento, a lucratividade e a geração de valor da empresa aos seus acionistas (SANTOS, 2008).

De acordo com Kiyon (2001), performance é um processo que se baseia em algo já executado, realizado com a finalidade de auxiliar na compreensão da realidade organizacional e de avaliar as decisões que devem ser tomadas para nortear o futuro. Para Bertucci e Hirschheimer (2005), a avaliação sistemática da performance possibilita às empresas acompanharem seus processos, produtos e serviços e direcionarem esforços para as dimensões consideradas mais relevantes para seus negócios, tais como os aspectos financeiros, operacionais e ambientais. As dimensões consideradas mais importantes pela empresa darão a base para a definição das métricas de desempenho, que definem o sistema de avaliação de performance.

Desse modo, Crozatti e Guerreiro (2003) lembram que os processos de gestão empresarial, responsáveis pela condução das atividades tanto em nível estratégico como operacional, têm recebido atenção de maneira mais intensa nos últimos anos, principalmente no que tange à diversidade de conceitos e modelos de mensuração e de avaliação do desempenho construídos no intuito de preparar as organizações para enfrentarem os desafios do ambiente competitivo.

Para Kaydos (1991), a medida de desempenho é parte constituinte de diversas atividades, provendo informações sobre o desempenho para diversos fins. Entre os objetivos atribuídos a medida de desempenho, o autor destaca: comunicar a estratégia e clarear valores; identificar problemas e oportunidades, diagnosticar problemas, entender o processo, melhorar o controle e o planejamento, identificar quando e onde a ação é necessária, guiar e mudar comportamentos, dentre outras.

O processo de mensurar o desempenho organizacional, como todos os aspectos de gestão, é um processo permanente e repetitivo, onde a frequência das medições depende da atividade a ser medida. As medições de desempenho possuem várias razões, onde as mais importantes são monitorar o progresso da empresa e corrigir eventuais erros. (MACEDO SOARES *et al.* 1999).

A avaliação de performance é um processo complexo, pois envolve a avaliação de variáveis qualitativas, quantitativas e requer um acompanhamento constante do fluxo de informações das organizações. Machado *et al.* (2003) apregoa que o uso de medidas não-financeiras e financeiras, auxiliam os administradores a focarem suas ações em perspectivas de longo e curto prazos, é adequado para orientar e avaliar a trajetória da empresa em um ambiente competitivo.

Macedo *et al.* (1999) ressaltam que não existe até hoje nenhum método ou modelo de avaliação de performance organizacional que seja único para toda e qualquer variável do mundo empresarial. Em vez disso, os gestores e analistas se utilizam de uma série de metodologias de avaliação de desempenho para lidar com os diferentes elementos de uma organização.

Para Neely *et al.* (1995), a medição de desempenho pode ser compreendida como a técnica usada para quantificar a eficiência e a eficácia das atividades de negócio. A eficiência vai tratar da relação entre utilização econômica dos recursos, levando em consideração um determinado nível de satisfação, enquanto que a eficácia avalia o resultado de um processo onde as expectativas dos diversos clientes são ou não atendidas. A análise e a mensuração de desempenho podem ser definidas literalmente como o processo de se quantificar uma ação, no qual mensuração é o processo de quantificação e a ação é aquilo que provoca o desempenho, afirmam os autores.

Para Kiyon (2001), a medição de desempenho ao longo do tempo vem sendo visualizada como um mecanismo de controle que, em muitos casos assume um papel repressor. Esta visão, na opinião do autor, limita outras possíveis aplicações da medida de desempenho dentro da organização. Em estratégia, a literatura vem sinalizando que a mesma deve extrapolar este papel de controle, servindo de suporte para a aprendizagem organizacional.

Para Macedo *et al.* (1999), as medições de desempenho possuem várias razões, onde as mais importantes são monitorar o progresso da empresa e corrigir eventuais erros. Mas, além disto, o gestor pode por meio da avaliação da eficiência da empresa, se preparar para enfrentar as mudanças ambientais, principalmente no que concerne a natureza mutável da competição e a criação de valor para o cliente.

Santos (2008), com o objetivo de verificar como a comunidade científica mensura o desempenho empresarial, pesquisou artigos publicados em periódicos nacionais e internacionais nos últimos anos e os classificaram de acordo com quatorze critérios. Esses critérios visaram identificar a forma como os autores discutem o conceito de desempenho em suas pesquisas, os indicadores empregados, as dimensões encontradas e a validade e confiabilidade das métricas.

Kaplan e Norton (2000) enfatizam que indicadores financeiros e não financeiros são essenciais para se avaliar a estratégia das empresas e verificar o rumo que a mesma está tomando, ao definir um indicador a empresa precisa estabelecer uma meta de comparação para o mesmo, esta meta tem por finalidade verificar o desempenho deste indicador frente a meta estabelecida. Os autores enfatizam que indicadores financeiros e não financeiros são essenciais para se avaliar a estratégia das empresas e verificar o rumo que a mesma esta tomando. Para o objetivo deste trabalho ocupou-se do estudo da performance sob a perspectiva financeira.

É possível perceber que acadêmicos e empresários utilizam a teoria dos *stakeholders* como base para a mensuração do desempenho empresarial. No entanto, empresas e os pesquisadores utilizam critérios variados de desempenho, adequados às suas necessidades, o que dificulta conclusões sobre a dimensionalidade do construto (SANTOS, 2008).

2.5.1 Como mensurar a performance?

Para medir a performance, precisa-se de um indicador para se estabelecer a grandeza que será comparada a uma meta que estabelecerá o desempenho (BOGAN; ENGLISH, 1996).

De acordo com Simerly e Li (2000), os índices utilizados para medir a performance separadamente podem não ser capazes de fornecer uma completa visão para as relações que os pesquisadores buscam alcançar. Por isso, é importante olhar para os indicadores múltiplos e compreendê-los ao longo do tempo.

As medidas de performance podem influenciar as empresas de duas maneiras: (i) a utilização de medidas corretas pode levar ao aumento do valor para o acionista; (ii) o uso de medidas inadequadas pode levar a decisões e a comportamentos que destroem valor (BCG/FGV, 1998).

Abras *et al.* (2003) acentuam que embora a performance seja um construto complexo no que diz respeito à sua mensuração, existe um amplo consenso quanto à sua importância. Acrescentam ainda que seja abordado pela ótica da eficiência e/ou da eficácia, são inúmeros os estudos, tanto em estratégia, quanto em finanças, que validaram seus diferentes conceitos.

Conforme Crozatti e Guerreiro (2003), analisando a empresa como um sistema aberto que importa recursos econômicos para transformá-los mediante atividades coordenadas e controladas, a contabilidade ou a controladoria mensura aspectos de seu desempenho, sendo aqueles expressos em valores de natureza econômica. A mensuração econômica do desempenho é dependente da correta mensuração do valor econômico dos recursos envolvidos nas atividades. Assim, as principais características que podem e devem ser consideradas na mensuração e avaliação de desempenho de uma empresa devem ser expressas em valores monetários que representem a utilidade econômica do objeto ou evento mensurado.

A performance tem sido geralmente avaliada por meio de medidas do mercado de capitais e/ou medidas contábeis da rentabilidade da empresa. A perspectiva financeira da performance considera o quanto a empresa cria valor. Para o autor, medidas financeiras são concebidas para acompanhar um aspecto vital à organização e estabelecer uma métrica de sucesso associados a bons indicadores financeiros.

Lambert (2001) afirma que muitas empresas acreditam que se deve medir a performance do que é estratégico para definir a remuneração e alinhar os incentivos e interesses de principal (is) e agente (s).

A representação do desempenho empresarial por esses aspectos financeiros é a forma mais tradicional e usada na avaliação do desempenho (LUMPKIN; DESS, 1996). A ênfase contábil-financeira atribuída à medida de desempenho decorre, segundo Kiyon (2001), de diversos fatores tais como: predominância de estratégias baseadas em custo ao longo do desenvolvimento da indústria; forma encontrada pelos executivos para simplificar o modo de se gerenciar organizações cada vez mais complexas; necessidade de reportar o desempenho financeiro para governo, acionistas, instituições financeiras, valorização de resultados em curto prazo. Segundo Machado *et al.* (2003), o uso de medidas de performance baseadas nos dados contábeis enfrentam algumas limitações, mas são, contudo, amplamente utilizadas.

Otley (2003) apregoa que três objetivos devem ser levados em conta ao analisar medidas financeiras: (i) as medidas financeiras de performance como instrumentos da administração financeira, (ii) a performance como objetivo global do negócio, e (iii) as medidas financeiras como mecanismo de motivação e controle dentro da organização. Ainda segundo o autor, a primeira categoria enfoca a especialização funcional financeira, com a provisão e o uso eficiente de recursos financeiros para atingir objetivos organizacionais mais amplos. O segundo grupo inclui medidas como rentabilidade, retorno sobre o investimento, EVA (*economic value added*). O último grupo codifica, em termos de *inputs* e *outputs* financeiros, operações específicas dentro da organização, de modo a se administrar efetivamente os recursos.

O desempenho de uma organização pode estar relacionado com a criação (destruição) de valor para os acionistas de uma sociedade por ações. Dentre as formas de medir esse desempenho, destacam-se os índices financeiros, que trabalham com variáveis que são capazes de identificar a eficiência ou ineficiência financeira de uma organização. De acordo com Matarazzo (1995), os índices financeiros são relações entre contas ou grupos de contas das demonstrações financeiras, que têm por objetivo fornecer informações que não são evidentes num simples olhar dos números de tais demonstrativos. Para o referido autor, o índice é a relação entre contas ou grupos de contas das demonstrações financeiras que visa a evidenciar determinado aspecto da situação financeira de uma empresa.

As medidas tradicionais de desempenho são baseadas em dados contábeis. Apresentam como vantagens o fato de as informações estarem disponíveis em relatórios financeiros, de serem facilmente calculadas e interpretadas (PETERSON; PETERSON, 1996). Os indicadores

constituem a metodologia de análise mais empregada e têm como objetivo fornecer uma visão ampla da situação econômico-financeira das empresas.

As medidas de desempenho mais citadas na literatura são: o retorno sobre o investimento (ROI), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), lucro por ações, *Economic Value Added* (EVA), *Earning Before Interest, Taxes, e Depreciation and Amortization* (EBITDA).

O retorno sobre o investimento (ROI) é o quociente entre lucros e o investimento requerido para gerá-los e é uma das medidas de lucratividade mais utilizadas pelos gestores das empresas (FRIEDLOB; PLEWA, 1996). Gitman (2002, p. 143) considera o ROI como uma importante medida de rentabilidade operacional, pois mensura a eficiência da empresa na administração de seu capital investido. Seu cálculo relaciona os rendimentos obtidos por um investimento com o valor total dele, possibilitando a comparação entre investimentos, contribuindo muito para o processo de gestão dos administradores. Para Kassai, Kassai e Assaf Neto (2002, p. 35), ROI é “a taxa genuína da empresa, atribuída à sua capacidade geradora de resultados, independente de sua estrutura de financiamento”. Segundo Hoji (2004), ele é considerado por muitos analistas como a melhor medida de eficiência operacional. No entanto, o autor aconselha que deve-se utilizá-lo juntamente com outros indicadores.

O retorno sobre o ativo total (ROA) é utilizado quando se deseja ter uma ideia da lucratividade, como um todo, do empreendimento, venham de onde vierem os recursos, admitindo-se as aplicações realizadas. O ROA é considerado um dos quocientes individuais mais importantes da análise de balanço e possui como objetivo mostrar o desempenho da empresa de forma global. Essa medida deveria ser usada amplamente pelas empresas como teste geral de desempenho, comparando o resultado encontrado com o retorno esperado.

A medida de retorno sobre o ativo representa o potencial de geração de lucros das empresas, isto é, o quanto a empresa obteve de lucro líquido em relação aos investimentos totais. Revela o retorno produzido pelo total das aplicações realizadas pela empresa em seus ativos sendo o custo financeiro máximo que a companhia poderia incorrer na captação de fundos. Mostra à empresa o reflexo do desempenho da margem operacional e giro do ativo total, identificando o grau de eficiência no uso dos ativos para a realização das vendas da empresa. Tal índice é geralmente calculado da seguinte maneira:

$$ROA = \frac{\text{LucroLíquido}}{\text{Ativototal}} \quad (2)$$

Outro índice bastante utilizado é o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). Indicador financeiro percentual que se refere à capacidade de uma empresa em agregar valor a ela mesma utilizando os seus próprios recursos, isto é, o quanto ela consegue crescer usando nada além daquilo que ela já tem.

Segundo Grapelli e Ehsan (1998), o ROE é frequentemente utilizado por investidores, acionistas, financeiras, e outras entidades para acompanhar o potencial e estabilidade de uma empresa. O ROE é considerado o principal quociente de lucratividade utilizado pelos analistas, representa a medida geral de desempenho da empresa.

O retorno sobre o patrimônio líquido representa o quanto o acionista lucra em cada unidade monetária investida na empresa (ASSAF NETO, 2003). Nesse caso, o lucro líquido, que é a medida que realmente pertence aos acionistas, é relacionado com o patrimônio líquido. O ROE é assim calculado:

$$ROE = \frac{\text{LucroLíquido}}{\text{PatrimônioLíquido}} \quad (3)$$

O índice lucro por ações ilustra o benefício auferido por ação emitida pela empresa, ou seja, o resultado líquido obtido em determinado período. A quantidade de ações emitida pode ser determinada pelo número de ações que compõem o capital social da companhia ao final do exercício social, ou em função de sua quantidade média calculada no período. O índice LPA (Lucro por Ação) representa a parcela do lucro líquido pertencente a cada ação, sendo que sua distribuição aos acionistas é definida pela política de dividendos adotada pela companhia.

O EVA (*Economic Value Added*), segundo Ehrbar *et al.* (1999), é muito mais que uma simples medida de desempenho. Em linhas gerais é um indicador que tem como objetivo determinar o valor que foi criado de riqueza em um determinado período de tempo, geralmente um ano, utilizando-o no processo de tomada de decisões.

Segundo Marques (2009), o EBITDA ou LAJIRDA (lucro antes dos juros, imposto de renda, depreciações e amortizações) é um medidor importante de desempenho financeiro. Como o próprio nome diz, é um medidor que mostra a capacidade de uma empresa gerar ou não lucro operacional. Contudo, quando analisados o LAJIRDA conjuntamente com o LLDIR (lucro líquido depois do IR) tem-se uma informação valiosa, que é o impacto das despesas financeiras e das depreciações no lucro líquido das empresas.

De acordo com Martins (1997), o EBITDA trata de uma forma de medir desempenho de empresas em termos de fluxo de caixa e de auxiliar no processo de avaliar a empresa como um todo. Começou a ser utilizado no Brasil na década de 1990, porém somente com a desvalorização do real em relação ao dólar, em janeiro de 1998, foi que o EBITDA ganhou importância (GRADILONE, 2002).

Com a globalização dos mercados o lucro líquido tornou-se um indicador de desempenho não tão confiável, pois tende a mascarar seu resultado pela alta dos juros e desvalorização cambial, porém na análise da remuneração proporcionada por empreendimentos relacionada aos acionistas ainda é utilizado (VASCONCELOS, 2002). Por isso, a utilização de medidas como o EBITDA que possam comparar empresas regidas por legislações diferentes, referentes a questões tributárias, e também com métodos de depreciação distintos superam em eficácia o lucro líquido (VASCONCELOS, 2002).

Segundo Young e O'Byrne (2001), existe no mercado, um número considerável de medidas para avaliar desempenho e é consenso que não é possível a utilização de um único indicador de desempenho em todas as situações. A maioria das empresas utiliza mais de uma medida, cada uma gerando benefícios variados e atendendo a propósitos diferentes. As várias medidas de desempenho apresentam vantagens e desvantagens, e esse conhecimento é indispensável para o desenho de sistemas de gestão nas áreas de avaliação de desempenho, nos planos de remuneração, nos orçamentos empresariais e na comunicação interna e externa.

Isto posto, no próximo tópico objetiva-se verificar a importância da interligação entre as três dimensões que serão incluídas no estudo empírico desta pesquisa: estrutura de capital, dinamismo ambiental e performance.

2.6 Relacionamento entre estrutura de capital, dinamismo ambiental e performance

Quando se pretende relacionar as três dimensões em estudo, ou seja, estrutura de capital, dinamismo ambiental e performance, observa-se na literatura que tal relacionamento é recente. Pretende-se destacar estudos que chamam a atenção sobre o efeito moderador do dinamismo ambiental nas escolhas de financiamento e investimento das empresas. O trabalho de Simerly e Li (2000), como já mencionado anteriormente, nos oferece bases sólidas para a discussão do tema. No Brasil, verifica-se a existência de inúmeros artigos, dissertações e teses que buscam relacionar performance e estrutura de capital, bem como ativos intangíveis e estrutura de capital, dinamismo ambiental e estrutura de capital e também performance e dinamismo ambiental. No entanto, a relação destas três dimensões conjuntamente ainda é nova no Brasil. A este respeito, merece destaque o estudo de Pereira Filho e Louvet (2008, 2009). Neste tópico são abordados os principais estudos envolvendo essas dimensões.

2.6.1 Alguns estudos empíricos

O estudo do relacionamento entre performance e estrutura de capital pode, de certa forma, ser encontrado em diversos estudos acadêmicos, dentre os quais destacam-se os trabalhos que tratam da relação entre a estrutura de capital e sua estratégia de competição com o objetivo de alcançar melhores performances (PEREIRA, 2000; MESQUITA; 2003; ABRAS *et al.*, 2003).

Nos trabalhos que buscam relacionar estrutura de capital e estratégia da firma adota-se a visão financeira de que os gestores geralmente possuem incentivos para maximizar o valor dos acionistas, em oposição à maximização dos lucros. Esta ideia foi utilizada por Jensen e Meckling (1976) onde o endividamento induz os acionistas a optarem por estratégias mais arriscadas. Estratégias com características agressivas levariam a um maior endividamento, incentivando as empresas a buscarem melhores resultados.

Discutindo esta relação, Balakrishnan e Fox (1993) afirmam que os ativos “feitos sob medida” para a estratégia e a tecnologia da empresa podem melhorar a qualidade, reduzir custos e diferenciar os produtos e serviços em relação aos concorrentes. Porém, esses mesmos

ativos - incluindo-se intangíveis como marcas, patentes, P&D (variáveis utilizadas para mensurar a inovação) - são difíceis de monitorar, avaliar e entender. Na realidade, tais ativos possuem usos específicos não podendo, portanto, ser reaplicados sem que estejam sujeitos a uma desvalorização maior que a dos ativos tangíveis quando da iminência de alguma dificuldade financeira ou mesmo falência. Esses fatos fazem com que os custos do endividamento sejam maiores, levando as empresas intensivas em ativos intangíveis a utilizarem o capital próprio para o financiamento de seus projetos.

O estudo de Balakrishnan e Fox (1993) é um dos poucos estudos que inclui variáveis internas para o estudo de estrutura de capital. O estudo destes autores revela que as características únicas da empresa, bem como, de maneira menos importante, o setor em que ela está inserida, influenciam a determinação da estrutura de capital. Seus resultados permitem concluir que os efeitos das especificidades da firma contribuem para explicar a variância da alavancagem, sugerindo uma forte ligação entre estratégia e estrutura de capital.

As variáveis utilizadas por Balakrishnan e Fox (1993) para representar intangibilidade e especificidade são as seguintes: (i) gastos com P&D sobre vendas líquidas e (ii) despesas de propaganda sobre vendas líquidas. Dentre os principais resultados encontrados, destaca-se que a variável de intensidade em P&D revela uma relação negativa e estatisticamente significativa com o endividamento.

Estudos realizados por Bah e Dumontier (2001) encontraram resultados semelhantes aos de Balakrishnan e Fox (1993) quando trataram dos gastos relativos à P&D. Tais autores encontraram evidências de que empresas que possuem gastos intensivos em P&D apresentam um nível de endividamento menor quando comparadas às empresas com menor volume de gastos em P&D. Ou seja, a intensidade de gastos em P&D de uma empresa está negativamente relacionada à alavancagem financeira. Os resultados mostram ainda que os efeitos das especificidades da firma contribuem para explicar a variância da alavancagem, sugerindo uma forte ligação entre estratégia e estrutura de capital.

O trabalho de Bradley, Jarrell e Kim (1984) mostra que o nível de endividamento é inversamente relacionado à volatilidade dos lucros operacionais e às despesas em pesquisa e desenvolvimento - uma *proxy* para oportunidades de crescimento. Tais autores examinaram, numa análise *cross-sectional*, a alavancagem numa amostra de 851 empresas de 25 setores

industriais diferentes. Empregando o índice de endividamento (exigível a longo prazo dividido pelo montante de exigível a longo prazo e capital próprio a valores de mercado), eles puderam constatar diferenças significativas no grau de endividamento de empresas de diferentes setores.

No Brasil, Gomes e Leal (2001) também realizaram um estudo considerando aspectos de tangibilidade. Em um estudo seccional compreendendo o período de 1995 a 1997, os autores analisam a relação entre o grau de endividamento médio e fatores como tangibilidade, tamanho, crescimento, risco e sub-setor na indústria. Seus resultados revelam uma relação positiva entre o grau de endividamento e os fatores de tangibilidade e risco; uma relação inversa quando os fatores considerados são rentabilidade, crescimento e tamanho; e ainda resultados não significativos para a classificação da indústria.

Outro estudo que merece ser destacado aqui é o de Perobelli e Famá (2002). Valendo-se de uma análise fatorial para examinar os efeitos do tamanho, tangibilidade, crescimento, risco, margem, lucratividade e singularidade sobre o endividamento de empresas brasileiras no período de 1995 a 2000, os autores concluem que o endividamento de curto prazo está negativamente relacionado aos fatores tamanho, crescimento e lucratividade. Logo, as empresas brasileiras de menor porte são mais propensas ao endividamento de curto prazo.

Titman e Wessels (1988) salientam que a maioria das teorias sobre estrutura de capital diz que o tipo de ativo que uma empresa possui afeta a sua escolha em relação à estrutura de capital. Sugerem ainda que as empresas podem considerar vantajoso emitir dívida com garantia. Pode-se esperar então que empresas com ativos que possam ser usados como garantias, emitam mais dívidas para tirar vantagens dessa oportunidade. Estes autores concluíram que produtos com características únicas relacionavam-se negativamente com endividamento.

Rajan e Zingales (1995) sugerem que quando os ativos de uma empresa são predominantemente tangíveis, a garantia que eles oferecem diminui o risco de o credor sofrer custos de agência da dívida, uma vez que conseguiriam reter mais valor em caso de liquidação da empresa. Logo, quanto maior a proporção de ativos tangíveis no balanço, maior é o interesse dos credores em conceder empréstimos, além de a alavancagem ser mais alta.

Situação inversa é encontrada quanto se trata de ativos intangíveis. De acordo com Kayo e Famá (1997), a característica mais importante dos intangíveis é o alto grau de incerteza relacionada ao valor dos benefícios futuros. Eles afirmam que pela falta de uma garantia colateral, os bancos são relutantes em conceder empréstimos para financiar ativos intangíveis, fazendo com que eles sejam financiados, em grande parte, por recursos próprios. Tais autores pesquisaram 281 empresas brasileiras e obtiveram a conclusão que empresas inseridas em mercados com boas oportunidades de crescimento tendem a se endividar menos do que empresas com poucas oportunidades de crescimento.

Estudos realizados por O'Brien (2003) também confirmam tal relação quanto concluem que quanto mais as empresas investem em inovação, menor será seu grau de alavancagem financeira. Destacam ainda que quanto maior a importância da inovação na estratégia da empresa, menor será a relação entre alavancagem e rentabilidade. Outros estudos como os de Li e Simerly (2002) e Vicente-Lorenti (2001) mostram igualmente que elevados investimentos em P&D estão associados a uma baixa alavancagem financeira.

Myers (2001) apregoa que, em geral, a proporção de dívidas é baixa ou negativa quando a rentabilidade e o risco do negócio são altos. Eles destacam ainda que ativos intangíveis estão geralmente associados à baixa proporção de dívidas. Empresas com crescimento de oportunidades valiosas também tendem a ter pequena proporção de dívidas.

Grzebieluckas *et al.* (2008) elucida que é importante observar que fatores que são importantes para a estrutura de capital de empresas no exterior podem não ter o mesmo poder de explicação quando replicados em empresas brasileiras. Segundo os autores, esse fato deriva das menores fontes de financiamento e dos juros reais mais elevados, além de um nível de inflação maior que os países desenvolvidos. Tais características são típicas da realidade nacional.

Barton e Gordon (1988) também focaram na análise entre fatores estratégicos específicos e a estrutura de capital. Tais autores formularam uma proposição sobre a estrutura de capital das empresas onde mostram que os gestores do topo preferem os fundos gerados internamente à recorrer a fontes externas de capital. Este resultado indica que a escolha dos gestores é um fator determinante na escolha da estrutura de capital.

Kochhar e Hitt (1998) examinam a relação entre a natureza da diversificação e a estratégia financeira. Os autores concluem que empresas cuja estratégia de diversificação está mais intimamente relacionadas ao negócio principal criam mais ativos específicos, enquanto as não relacionadas ao negócio principal adicionam ativos menos específicos. A diversificação relacionada facilita o compartilhamento de atividades e a transferência de habilidades. A diversificação não relacionada possibilita o aumento da capacidade de endividamento. Assim, eles concluem que financiamentos por meio de recursos próprios são preferidos para uma diversificação relacionada ao negócio principal. O endividamento é uma alternativa de financiamento mais adequada quando a diversificação é do tipo não relacionada à atividade principal da empresa.

No estudo de Abras *et al.* (2003), onde os autores objetivaram avaliar o relacionamento entre ambiente de mercado e finanças corporativas quanto à influência que exercem conjuntamente sobre a performance de empresas brasileiras, revelaram-se evidências estatísticas do impacto das dimensões estudadas sobre a performance da firma em graus diferentes de relevância estatística. Quando consideradas em conjunto, as variáveis relativas ao ambiente e à estrutura de capital revelam força explicativa em graus diferentes na performance das empresas.

Todos estes estudos procuram mostrar a relação entre a estrutura de capital e a estratégia sugerindo a importância da interligação entre esses dois campos do conhecimento: finanças corporativas e ambientes de negócios. Enfim, deve-se afirmar, que apesar das descobertas dos autores anteriormente citados terem trazido explicações bastante razoáveis sobre o relacionamento entre estrutura de capital e estratégia das empresas, existem poucos estudos que examinam os efeitos da relação entre estrutura de capital e ambiente econômico sobre a performance da empresa. Como os estudos acima citados mostram apesar de cada teoria colaborar para o entendimento da questão, a combinação das teorias financeira e estratégica fornece melhores perspectivas para a compreensão do problema ora em questão.

2.6.2 O papel moderador do dinamismo ambiental

Estudos que examinam o efeito da relação entre a estrutura de capital e o dinamismo ambiental sobre a performance da empresa são bastante incipientes. Um dos principais trabalhos sobre o tema é o de Simerly e Li (2000). Outros estudos podem ser encontrados

quando o dinamismo ambiental é considerado como moderador da relação entre estrutura de capital e performance. É o caso, por exemplo, de Pereira Filho e Louvet (2008, 2009). As pesquisas sobre estrutura de capital, realizadas a partir de um ponto de vista de administração financeira, suportam a perspectiva que fatores ambientais podem ter impacto sobre a decisão da estrutura de capital (BRADLEY; JARRELL; KIM, 1984; THIES; KLOCK, 1992; CHUNG, 1993).

Dess e Beard (1984) apresentam uma abordagem para mensurar o ambiente de tarefa ou específico das organizações por meio de dados objetivos (de base de dados). O principal objetivo de seu trabalho é a mensuração das variáveis capazes de expressar o relacionamento entre a organização e seu ambiente, ou seja, munificência, dinamismo e complexidade. Segundo eles, as decisões que dizem respeito à escolha da estrutura de capital devem estar ligadas ao ambiente competitivo da firma, estabelecendo-se o argumento que sugere que a estrutura de capital é um elemento organizacional que deve estar alinhado ao grau de dinamismo do ambiente competitivo da empresa.

Valendo-se das variáveis definidas e calculadas por Dess e Beard (1984), bem como de contribuições das teorias da agência e dos custos de transação, Li e Simerly (2002) analisam o papel moderador do dinamismo ambiental na relação entre estrutura de capital e inovação. Tais autores relatam que num ambiente relativamente mais dinâmico a alavancagem financeira é negativamente relacionada à inovação. Ao contrário, quando o ambiente econômico é relativamente estável, altos níveis de capital de terceiros relacionam-se positivamente com a inovação. A constatação principal dos autores é de que o grau de dinamismo ambiental modera as relações entre a estrutura de capital e a capacidade de inovação da empresa. Ademais, o estudo dos autores oferece bases teórica e empírica para o argumento segundo o qual as decisões que dizem respeito à escolha da estrutura de capital devem estar conectadas ao ambiente competitivo da firma, principalmente quando este leva a empresa a adotar estratégias competitivas.

Os trabalhos de Duncan (1972) e Milliken (1987) revelam que a grande incerteza ambiental associa-se normalmente a um maior dinamismo ambiental. À medida que o dinamismo ambiental aumenta, o conhecimento disponível para a tomada de decisão é reduzido, ficando mais difícil avaliar os ativos em uso pela firma. Resultados de pesquisas indicam ainda que à medida que o dinamismo ambiental aumenta existe uma maior necessidade de financiamento

por capital próprio (SIMERLY; LI, 2000; LI; SIMERLY, 2002), tendo em vista a estratégia de inovação que é necessariamente adotada pela empresa como forma de superar a concorrência no mercado.

Ainda segundo os autores acima, o dinamismo ambiental varia de acordo com o ramo ou setor da economia, os recursos necessários à sobrevivência variarão de setor para setor. Empresas que buscam negócios mais arriscados, como seria o caso daquelas inseridas em ambientes mais dinâmicos, podem julgar difícil e até mesmo indesejável usar um montante maior de dívida, uma vez que o custo seria mais elevado devido ao maior risco associado. À medida que o dinamismo ambiental aumenta, o financiamento por capital próprio deveria ser utilizado para reduzir os custos de agência e de transação que surgem do maior risco. A utilização de recursos próprios para empresas inseridas em ambientes altamente dinâmicos pauta-se, sobretudo, no fato de o capital próprio conferir maior liberdade à gestão da empresa, que pode então adotar e implementar as estratégias necessárias para se alcançar o sucesso.

Empresas que operam em ambientes ditos de baixo grau de dinamismo deveriam considerar o financiamento por dívida ao invés do financiamento por capital próprio, sendo que a causa para isso seria a ocorrência de financiamento com baixo custo, dada a maior facilidade dos titulares em avaliar os ativos e em controlar os problemas de agência (MILLIKEN, 1987).

O trabalho de McArthur e Nystrom (1991), *apud* Pereira Filho e Louvet (2008), mostra, por exemplo, que além do efeito direto sobre a performance, o dinamismo ambiental modera também a forma de sua relação com a estratégia da empresa. Assim, para que esta possa gozar de uma performance superior, a escolha de suas estratégias deve levar efetivamente em conta o grau de mudança no contexto onde opera.

Willianson (1996) acentua que a capacidade de adaptação das empresas às mudanças no ambiente produz eficiências que melhoram a performance da mesma. Simerly e Li (2000) investigam a influência do endividamento, moderado pelo dinamismo ambiental do setor de atuação, sobre o desempenho de empresas estadunidenses. Estes autores utilizaram uma ampla amostra composta de 700 grandes corporações de vários setores listados no *Steward Market Performance*. O conceito de dinamismo do setor, de certa forma, pode ser associado ao conceito de risco de negócio de uma firma individual.

Simerly e Li (2000) analisaram a performance das empresas como uma função da alavancagem financeira e dos efeitos do grau de dinamismo ambiental. Para eles, em ambientes estáveis, maior alavancagem leva a uma melhor performance e em ambientes dinâmicos, maior alavancagem leva a uma pior performance. Os resultados encontrados permitem concluir que o ambiente modera o relacionamento entre estrutura de capital e performance. Mais precisamente, seus resultados mostram que empresas que operam em ambiente dinâmico, a alavancagem está negativamente relacionada à performance, enquanto que empresas que operam em ambiente estável, a alavancagem está positivamente relacionada à performance. Em outro resultado importante, constata-se que o tamanho da empresa tem um impacto positivo sobre a performance e que empresas com soluções ruins para seus problemas de agência e de custos de transação podem apresentar baixa performance.

Simerly e Li (2000) concluem que as decisões das empresas, sejam elas mais tradicionais ou modernas, quando da escolha de suas estratégias, parecem estar associadas a fatores tais como risco, novidade e necessidade de investimento em ativos específicos, e que a relação entre tais fatores e a estrutura de financiamento é crítica.

Finalizando, os autores ofereceram tanto base empírica quanto teórica para o argumento de que as decisões que dizem respeito à estrutura de capital devem estar conectadas ao ambiente econômico e competitivo da firma. O estudo utilizou argumentos da teoria da agência e dos custos de transação com a administração estratégica para responder às hipóteses sobre o impacto da alavancagem sobre a performance das firmas sob diferentes graus de dinamismo ambiental e ousou provar que a alavancagem poderia tanto gerar efeitos positivos quanto negativos sobre a performance, dependendo de as empresas estarem em um ambiente estável ou dinâmico.

Para Ferri e Jones (1979), as firmas de um mesmo setor tendem a demonstrar padrões semelhantes de risco do negócio, especialmente porque desenvolvem produtos similares, têm custos similares de mão de obra e matéria-prima, além de dependerem de tecnologias similares. Assim, da mesma forma que firmas com maiores níveis de risco de negócio, apresentam baixos níveis de endividamento, é razoável supor que um setor que agregue esses tipos de empresa também apresente um endividamento médio menor que outros setores menos dinâmicos, ou arriscados.

Abras *et al.* (2003), utilizando-se de uma amostra de 58 empresas operando em quatro setores distintos, cujo objetivo era avaliar a alavancagem financeira, o ambiente e a performance, concluem que a turbulência do ambiente e a alavancagem impactam a performance segundo forma e graus diferentes. Dependendo do setor de atuação da empresa, tanto a alavancagem quanto o ambiente reduzem o desempenho de suas firmas.

No âmbito da teoria contingencial, verifica-se que o impacto da estrutura de capital sobre a performance da empresa depende do contexto no qual a empresa está inserida. Muitos estudos buscam destacar o papel moderador do ambiente, mais especificamente do dinamismo ambiental (SIMERLY; LI, 2000; ANDERSEN, 2005; LI; SIMERLY, 2002).

Mais recentemente, Pereira Filho e Louvet (2008, 2009) analisaram as relações entre estrutura de capital e dinamismo ambiental, assim como seus efeitos sobre a performance de empresas brasileira. A idéia central dos autores é de que os impactos da estrutura de capital sobre a performance são tributários do grau de dinamismo do setor de atividade no qual a empresa opera. Seus resultados confirmam, segundo as intuições e a literatura, o efeito moderador do dinamismo ambiental na relação entre estrutura de capital e performance. Mais precisamente, eles constatam que o endividamento é contraproducente quando o dinamismo ambiental é elevado e, por outro lado, fator de performance quando o dinamismo revela-se fraco.

A partir de contribuições teóricas e empíricas invocadas ao longo deste referencial teórico, é possível formular a seguinte hipótese de pesquisa:

O impacto do endividamento sobre a performance da empresa depende, no seu sentido e na sua intensidade, do grau de dinamismo do ambiente econômico: quando o dinamismo é fraco, a dívida é fator de performance, caso contrário é contraproducente.

3 METODOLOGIA

Este capítulo compreende as considerações sobre a abordagem metodológica da pesquisa, apresentando o delineamento do estudo, o tipo de pesquisa e as variáveis implicadas no estudo empírico. Também são apresentados os procedimentos utilizados, notadamente no que se refere à amostra da pesquisa, aos instrumentos de coleta de dados e aos métodos utilizados no tratamento e análise dos dados.

3.1 Abordagem

A pesquisa utiliza uma abordagem quantitativa na medida em que envolve a mensuração e análise de variáveis métricas preestabelecidas, procurando verificar e analisar seus inter-relacionamentos. A pesquisa quantitativa normalmente procura identificar as relações de causa e efeito entre os fenômenos, apoiados pela lógica e pelos dados (BRYMAN, 1988).

De acordo com Roesch (1999), a pesquisa quantitativa tem o propósito de medir relações entre variáveis (associação ou relação de causa e efeito) e é utilizada como o melhor meio possível para controlar o delineamento da pesquisa, de forma que se tenha uma boa interpretação dos resultados.

3.2 Tipo de pesquisa

Esta pesquisa é classificada no campo das pesquisas descritivas e explicativas. O primeiro tipo de pesquisa é definido por Leedy e Ormrod (2004) como aquele em que se busca identificar as características de um fenômeno ou estabelecer relações entre fenômenos ou variáveis. De acordo com Cervo e Bervian (2002), as pesquisas descritivas analisam, observam e correlacionam fatos sem manipulá-los. Por sua vez, a pesquisa explicativa possui como preocupação central identificar os fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenômenos. Este é o tipo de pesquisa que mais aprofunda o conhecimento da realidade, porque explica a razão, o porquê das coisas. Este trabalho possui como objetivo primordial conhecer e interpretar as relações estabelecidas entre o grau de dinamismo ambiental, a estrutura de capital e a performance nas empresas brasileiras no período de 2003

a 2007. Esta pesquisa pode ainda ser classificada como sendo em corte transversal e *ex-post facto*.

De acordo com Triviños (1987) as pesquisas no campo das ciências sociais podem ser caracterizadas, quanto a sua natureza, de positivistas, dialética e fenomenológica. O método positivista é também conhecido como hipotético-dedutivo, tendo como características principais a realidade como formada por partes; não aceita outra realidade que não seja a composta de fatos observáveis; busca o estabelecimento de como se produzem as relações entre os fatos, eliminando a busca do porquê; uso do princípio da verificação, onde é verdadeiro aquilo que é empiricamente verificado, ou seja, tudo aquilo que é confrontado com o dado; afirmação de que existe uma unicidade metodológica das pesquisas, todos os campos seriam unidos por leis invariáveis; o entendimento de que não existe conhecimento elaborado *a priori*, pois tudo deve ser testado empiricamente (TRIVIÑOS, 1987).

Sendo assim, pode-se dizer que este trabalho insere-se predominante numa perspectiva positivista, uma vez que o objetivo do estudo consiste em avaliar o efeito moderador do dinamismo ambiental no âmbito da relação estabelecida entre a estrutura de capital e a performance das empresas.

3.3 Unidade de análise

A unidade de análise da presente pesquisa é a empresa, na medida em que as variáveis são calculadas para esta unidade, salvo o dinamismo ambiental que se refere ao setor de atividade.

3.4 A amostra e o período de estudo

A amostra para fins de desenvolvimento desta pesquisa é de natureza não-probabilística, do tipo intencional. Mais precisamente constitui-se de empresas não financeiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e presentes na base de dados Economática® que operam em 16 (dezesesseis) setores distintos. O período de análise compreende os anos de 2003 a 2007, perfazendo, assim, um total de cinco anos.

Nesse tipo de amostragem intencional o pesquisador utiliza sua capacidade de julgamento para escolher os itens que lhe pareçam mais adequados ao seu estudo (BAILEY, 1992). Ainda segundo o autor, numa amostragem escolhida pelo pesquisador não necessariamente haverá dados que representem todo um universo, mas isso também não ocorre em outros tipos de amostragem. Essa amostragem se faz útil para que sejam selecionados os dados mais adequados aos objetivos do trabalho. A escolha do período de estudo (2003 a 2007) deve-se, sobretudo, à existência de elementos que permitem identificar o dinamismo ambiental como uma dimensão marcante do ambiente econômico experimentado pelas empresas brasileiras, como destacado no referencial teórico no item relativo à análise do ambiente.

Inicialmente foram selecionadas 474 empresas, distribuídas em 19 setores, conforme especificação apresentada pela base Econômica®. Em seguida, alguns critérios (filtros) foram empregados para a seleção da amostra de estudo:

- a) Foram desconsideradas as empresas financeiras e as de “participação e administração”. Conseqüentemente, foram excluídos os setores “Bancos e Finanças” e “Fundos” em função das peculiaridades desses setores. Após a aplicação deste primeiro filtro, restaram 16 dezesseis setores;
- b) Foram desconsideradas também as empresas classificadas no setor “Outros”;
- c) Natureza das contas anuais: não consolidada;
- d) Padrões das demonstrações financeiras: dados anuais em moeda de 31/12/2007 e expressas monetariamente em R\$ Mil;
- e) Buscou-se selecionar apenas as empresas cujos dados estivessem completos no período de estudo; admitindo-se no máximo dois períodos faltantes;
- f) Não foram admitidas empresas com patrimônio líquido negativo.

Após a aplicação dos critérios (filtros) supramencionados, a amostra da pesquisa resultou em 151 empresas distribuídas em dezesseis (16) setores distintos, distribuídos conforme tabela abaixo:

Tabela 1: Quantidade de empresas por setor de atividade

Setor	Quantidade de empresas
Alimentos e Bebidas	10
Agro e Pesca	02
Comércio	09
Construção	12
Eletroeletrônicos	03
Energia Elétrica	26
Máquinas Industriais	02
Papel e Celulose	05
Petróleo e Gás	04
Química	08
Siderurgia & Metalurgia	23
Telecomunicações	06
Têxtil	20
Transporte e Serviços	05
Veículos e peças	11
Minerais não Metálicos.	05
Total	151

3.5 Coleta de dados

Os dados para a implementação da pesquisa foram obtidos por meio das demonstrações financeiras (Balanço Patrimonial, Demonstração de Resultado de Exercício) publicadas pelas empresas no período de 2003 a 2007 e fornecidas pela base de dados Economática®. A coleta foi feita inicialmente para cada uma das 151 empresas da amostra e com uma periodicidade anual. Em seguida, foram calculadas as médias para o período, em conformidade ao desenho em corte transversal.

A fim de minimizar os inconvenientes da inflação sobre o período, os dados foram coletados a preços constantes de 31/12/2007. O índice dos preços escolhido foi o IGP-DI (Índice Geral dos Preços - Disponibilidade Interna) calculado pela Fundação Getúlio Vargas. Trata-se de um índice tradicionalmente empregado para medir o comportamento geral dos preços no Brasil. Numerosos pesquisadores brasileiros o utilizam em seus trabalhos.

3.6 Tratamento dos dados

Os dados coletados foram preparados para fins de utilização nas análises estatísticas. Para isso, quatro etapas foram inicialmente implementadas:

- (i) verificação do conjunto dos dados;
- (ii) identificação e tratamento dos casos de dados faltantes;
- (iii) cálculo das variáveis implicadas na pesquisa;
- (iv) limpeza e preparação dos dados.

Antes de apresentar mais em detalhes outros procedimentos relativos ao tratamento dos dados, é importante apresentar aqui o relacionamento esperado entre as variáveis do estudo, ou seja, o efeito moderador exercido pelo dinamismo ambiental na relação entre estrutura de capital e performance. A Figura-5 a seguir ilustra a relação esperada entre as variáveis de estudo.

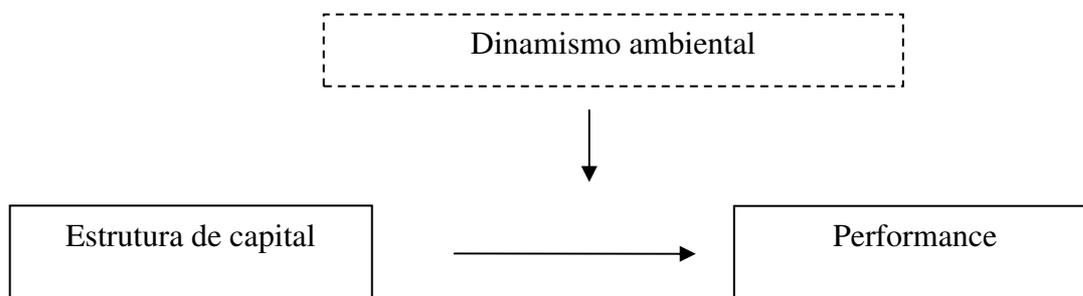


Figura 5: Relacionamento das variáveis do estudo
 Fonte: Adaptado do estudo de Pereira Filho e Louvet (2008)

Além dos procedimentos anteriores, o tratamento dos dados compreendeu as seguintes etapas:

Em primeiro lugar, caracterizou-se o ambiente econômico brasileiro no período de 2003 a 2007, com vistas à identificação dos aspectos característico-motivadores das decisões empresariais.

Em segundo lugar, foram mensuradas as principais variáveis implicadas no estudo para fins de realização de uma análise de regressão múltipla com termo de interação, ou seja, conforme

metodologia apresentada por Aiken e West (1991) e Jaccard e Turrisi (2003) e utilizada nos trabalhos de Simerly e Li (2000), Andersen (2005), Pereira Filho e Louvet (2008).

Segundo Pestana e Gageiro (2000), o Modelo de Regressão Linear Múltipla (MRLM) é uma técnica estatística descritiva e inferencial que permite a análise da relação entre uma variável dependente (Y) e um conjunto de variáveis independentes (X's). Quanto às variáveis utilizadas no presente estudo, elas são as seguintes:

Variável dependente

Performance (*PERF*): na literatura financeira, conforme mencionado no referencial teórico, existem inúmeras medidas empregadas para medir a performance. Dentre essas, uma medida que é correntemente utilizada em finanças e, mais especificamente, em trabalhos que tratam de temática semelhante à desta pesquisa refere-se à rentabilidade sobre os ativos (ROA – *Return on Assets*). Essa mesma medida foi utilizada por Simerly e Li (2000), Pereira Filho e Louvet (2008) e Grzebieluckas *et al.* (2008).

Assim, a medida de performance das empresas (rentabilidade sobre os ativos - ROA) foi calculada tomando-se o lucro líquido (LL) dividido pelo total dos ativos. O que se deseja é ter uma ideia da lucratividade, como um todo, do empreendimento, venham de onde vierem os recursos, admitindo-se as aplicações realizadas. Ou seja,

$$ROA = \frac{LL}{AtivoTotal} \quad (4)$$

Variáveis independentes

Estrutura de capital (*ESTCAP*): a variável estrutura de capital utilizada na pesquisa refere-se ao grau de endividamento (END). Trata-se de uma medida igualmente utilizada em diversos estudos anteriores (BALAKRISHNAN; FOX, 1993; RAJAN; ZINGALES, 1995; PEREIRA, 2000; LI; SIMERLY, 2002; PEREIRA FILHO; LOUVET, 2008). Mais precisamente, esta variável foi calculada dividindo-se o endividamento oneroso a curto e longo prazos (dívidas a curto prazo – DCP + dívidas a longo prazo – DLP) pelo ativo total (AT). Tem-se então que:

$$ESTCAP = \frac{(DCP + DLP)}{AT} \quad (5)$$

Onde:

DCP: -se ao montante de dívida bruta onerosa a curto prazo, ou seja, financiamentos a curto prazo; debêntures a curto prazo, conforme apresentado por Economática®.

DLP: refere-se ao montante de dívida bruta onerosa a longo prazo, ou seja, financiamentos a longo prazo; debêntures a longo prazo, conforme apresentado por Economática

ESTCAP : estrutura de capital ou indicador de alavancagem financeira.

Dinamismo ambiental (DIN): esta variável foi calculada segundo procedimentos utilizados nos trabalhos de Dess e Beard (1984), Rasheed e Prescott (1992), Keats e Hitt (1988), Li e Simerly (2002) e Pereira Filho e Louvet (2008). Tais autores calculam o dinamismo ambiental por meio de uma regressão entre as variáveis vendas do setor e tempo. Mais precisamente, o dinamismo ambiental corresponde ao erro padrão do coeficiente da reta de regressão entre a variável dependente vendas e a variável independente tempo, dividido pelo valor médio das vendas do setor para produzir uma medida padronizada. Assim, tem-se:

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 t + a_t \quad (6)$$

Onde:

y_t : representa o montante de vendas do setor;

t : é o tempo por ano;

a : representa o termo de resíduo.

O erro padrão pode ser calculado como abaixo, segundo Brooks (2004, p. 58):

$$SE(\beta_1) = s \sqrt{\frac{1}{\sum x_t^2 - T\bar{x}^2}} \quad (7)$$

Onde:

$SE(\beta_1)$: é o erro padrão « standard error » ou o erro padrão do coeficiente angular;

s : refere-se à estimativa da variância do termo de perturbação; é o erro padrão da regressão ou da estimação;

x : é a variável independente;

\bar{x} : é a média da variável independente;

T : representa o tamanho da amostra.

Termo de interação dinamismo ambiental x estrutura de capital (*ESTCAPxDIN*): o termo de interação entre estrutura de capital e dinamismo ambiental permite testar, segundo Jaccard e Turrisi (2003), o efeito moderador do dinamismo ambiental na relação entre as variáveis estrutura de capital e performance. Esta variável foi calculada a partir de variáveis centradas (subtraídas de seu valor médio), a fim de minimizar os problemas de multicolinearidade, conforme procedimento sugerido por Aiken e West (1991) e adotado por Simerly e Li (2000).

Variável de controle: a literatura existente sugere que o tamanho de uma empresa pode influenciar a sua estrutura, a capacidade de tomada de decisão e, finalmente, o seu desempenho (SIMERLY; LI, 2000). Titman e Wessels (1988) sugerem que empresas maiores tendem a ser mais diversificadas e a apresentarem menor risco de falência, permitindo assim um maior endividamento. A variável tamanho foi mensurada sob a forma de logaritmo natural do ativo total.

Em terceiro lugar, as análises estatísticas por meio da regressão múltipla com termo de interação foram realizadas no programa SPSS®. A estimação dos parâmetros do modelo de regressão foi obtida utilizando-se o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO).

Em linhas gerais, este trabalho busca identificar e analisar o papel moderador do grau de dinamismo ambiental na relação entre estrutura de capital e performance, pretendendo-se verificar se num ambiente relativamente mais dinâmico uma menor alavancagem financeira levaria a uma melhor performance.

3.7 Técnicas de análise dos dados

Como destacado anteriormente, a proposta teórica deste estudo consiste essencialmente em verificar e analisar o efeito moderador do dinamismo ambiental na relação entre a estrutura de capital e a performance. Mais precisamente, busca-se verificar se o endividamento age negativamente sobre a performance quando o grau de dinamismo ambiental é relativamente mais elevado. A fim de testar as relações propostas, a técnica estatística utilizada consiste numa regressão múltipla com termo de interação entre a alavancagem e o dinamismo ambiental. Esta técnica permite verificar a existência de uma variável moderadora que modifica a forma da relação entre duas outras variáveis. Este tipo de regressão também foi empregado nos estudos de Simerly e Li (2000), Andersen (2005), Li e Simerly (2002) e Pereira Filho e Louvet (2008), conforme procedimentos desenvolvidos e discutidos em Aiken e West (1991) e Jaccard e Turrissi (2003). Assim, a equação de regressão múltipla a ser estudada é a seguinte:

$$PERF_i = \beta_0 + \beta_1 ESTCAP_i + \beta_2 DIN_i + \beta_3 (ESTCAP \times DIN)_i + \beta_4 TAM_i + \varepsilon_i \quad (8)$$

Onde:

$PERF_i$: performance da empresa i ;

$ESTCAP_i$: estrutura de capital da empresa i ;

DIN_i : dinamismo ambiental do setor onde a empresa i opera; variável considerada como moderadora;

$(ESTCAP \times DIN)_i$: termo de interação entre o dinamismo ambiental do setor e a estrutura de capital da empresa i ; permite testar, de acordo com Jaccard e Turrissi (2003), o efeito moderador;

TAM_i : variável tamanho, mensurada pelo logaritmo do ativo total;

ε_i : termo de erro do modelo estimado para cada empresa i (variável exógena inobservável e aleatória que inclui todas as influências não explicadas pelas variáveis consideradas no modelo).

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ e β_4 : são os parâmetros do modelo.

O termo de erro é suposto satisfazer as hipóteses do modelo de regressão linear. De acordo com Pestana e Gageiro (2005), essas hipóteses são as seguintes:

- (i) a esperança matemática de cada variável aleatória ε_i é zero, ou seja, $E(\varepsilon_i) = 0$, para $i = 1, 2, \dots, n$;
- (ii) a variância de ε_i é a mesma para todas as observações i (homoscedasticidade); em outros termos, $Var(\varepsilon_i) = \sigma^2$;
- (iii) os ε_i são independentes uns dos outros, diga-se a $Cov(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = E(\varepsilon_i \varepsilon_j) = 0$, para $i \neq j$, com $i, j = 1, 2, \dots, n$;
- (iv) os ε_i são independentes e distribuídos segundo uma normal com média 0 e σ^2 constante: $E(\varepsilon_i | X_i) = 0$.

Pestana e Gageiro (2005) chamam ainda a atenção sobre outra hipótese importante do modelo de regressão linear: a ausência de multicolinearidade perfeita entre as variáveis exógenas. Se tais hipóteses não forem respeitadas, pode-se ter problemas de confiabilidade quanto aos valores dos coeficientes de regressão.

Em síntese, as variáveis implicadas na equação de regressão acima são assim identificadas:

Tabela 2: Identificação e descrição das variáveis do estudo

Natureza	Variáveis	Mensuração
Dependente	Performance (PERF)	Rentabilidade sobre os ativos (ROA): lucro líquido dividido pelo total dos ativos.
Independentes	Dinamismo ambiental (DIN)	O erro padrão (σ) do coeficiente de inclinação da regressão entre a variável dependente volume de vendas e a variável independente tempo, para cada setor de atividade. O grau de dinamismo é, portanto, associado ao setor.
	Estrutura de capital (ESTCAP)	(Financiamentos a curto prazo + financiamentos a longo prazo + debêntures a curto prazo + debêntures a longo prazo) dividido pelo ativo total.
	Dinamismo ambiental x estrutura de capital (ESTCAPxDIN)	Termo de interação entre dinamismo ambiental e estrutura de capital. Obtida por meio do produto de duas variáveis centradas.
Controle	Tamanho (TAM)	Logaritmo natural do ativo total.

Fonte: Adaptado de Simerly e Li (2000) e Pereira Filho e Louvet (2008).

Verificando o efeito moderador

O teste da hipótese referente ao efeito moderador do dinamismo ambiental é realizado apoiando-se nos coeficientes de inclinação obtidos a partir do modelo de regressão múltipla que é retomado a seguir:

$$PERF_i = \beta_0 + \beta_1 ESTCAP_i + \beta_2 DIN_i + \beta_3 (ESTCAP \times DIN)_i + \beta_4 TAM_i + \varepsilon_i \quad (9)$$

Em relação ao modelo acima, a hipótese referente ao efeito moderador do dinamismo ambiental é particularmente testada por meio do coeficiente de inclinação associado ao termo produto (β_3), ou seja, aquele que indica o efeito da estrutura de capital sobre a performance que resulta de uma unidade de mudança do grau de dinamismo ambiental.

A verificação desta hipótese passa pelo teste dos coeficientes não padronizados da equação de regressão obtida. O procedimento consiste em testar o significado dos coeficientes de acordo com a estatística t , ou seja, se são significativamente diferentes de zero ou não. De acordo com Brooks (2004), a estatística t é obtida do seguinte modo:

$$t = \frac{\hat{\beta} - \beta^*}{SE(\hat{\beta})} \quad (10)$$

Onde:

$\hat{\beta}$: é o coeficiente de inclinação considerado;

β^* : é o valor do coeficiente de inclinação de acordo com a hipótese nula;

$SE(\hat{\beta})$: é o erro padrão do coeficiente de inclinação considerado.

Tomando a hipótese nula igual a 0, o teste dos coeficientes de inclinação da linha de regressão é aplicado a partir das hipóteses estatísticas seguintes, considerando o nível de significância convencional de 95%:

Hipótese nula (H_0): $\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0$

Hipótese alternativa (H_A): ao menos um $\beta_i \neq 0$, onde $(i = 1,2,3,4)$

Variável moderadora

Segundo Sharma, Durand e Gur-Arie (1991), a identificação e designação desse tipo de variável dependem essencialmente das relações estabelecidas entre a variável suspeita de ser moderadora e as variáveis dependentes e independentes que são estudadas. De acordo com estes autores, identificar uma variável moderadora implica inicialmente determinar – por meio de uma regressão com termo de interação - se há uma interação estatisticamente significativa entre a provável variável moderadora (neste caso, o dinamismo ambiental) e a variável independente (a estrutura de capital). É o coeficiente β_3 da equação 9 que permite afirmar se essa interação existe ou não. Se isto for verificado, a variável moderadora existe, restando saber de que tipo de regulador se trata. Para identificá-lo, é necessário determinar se ela estabelece uma relação significativa com a variável dependente e/ou variável independente. Isto pode ser verificado por meio do coeficiente de correlação (r) de Pearson entre essas variáveis. Se esta relação for encontrada, estamos diante de um “quase moderador”. Caso contrário, trata-se “de um puro regulador”. É importante sublinhar aqui que estes tipos de reguladores agem sobre a forma (β) da relação entre a variável independente e dependente. Isto quer dizer que o efeito da variável independente (estrutura de capital) sobre a dependente (performance), ou seja, o coeficiente de inclinação varia de acordo com os diferentes valores do regulador (dinamismo ambiental).

Sharma, Durand e Gur-Arie (1991) chamam ainda a atenção sobre a existência de um tipo de regulador que age sobre a força (r) da relação entre as variáveis independentes e dependentes. Trata-se do “homologizer”. Este é encontrado quando a provável variável moderadora nem interage significativamente com a variável independente, nem é associada, seja à variável dependente, seja à variável independente. Este tipo de regulador opera sobre o termo de erro da equação de regressão (LE; WALTERS; KROLL, 2006). Para estudá-lo utiliza-se normalmente uma análise em subgrupos. Não é o caso desta pesquisa. Convém citar ainda que, de acordo com estes autores, a variável moderadora em potencial é considerada como

exógena ou explicativa quando não interage com a variável independente, mas mantém uma relação com a variável dependente e/ou independente.

Ainda sobre os aspectos referentes ao teste da hipótese do efeito moderador, é necessário precisar aqui os procedimentos utilizados para avaliar o impacto da estrutura de capital sobre a performance a partir de diferentes graus de dinamismo ambiental. Para isso, recorreu-se aos procedimentos sugeridos por Aiken e West (1991) e igualmente empregados por Simerly e Li (2000). Trata-se da criação de regressões simples a partir da reestruturação da equação de regressão múltipla encontrada (equação 8). Dessa forma, a equação de regressão simples pode ser representada do seguinte modo:

$$PERF = (\beta_1 + \beta_3DIN)ESTCAP + (\beta_2DIN + \beta_4TAM + \beta_0 + \varepsilon) \quad (11)$$

O que interessa particularmente nesta nova equação de regressão é o coeficiente de inclinação associado à variável explicativa estrutura de capital: $(\beta_1 + \beta_3DIN)$. É a partir deste que se pode analisar as mudanças da performance associadas aos efeitos da estrutura de capital como uma função de diferentes valores de dinamismo ambiental. Quanto aos valores deste último, toma-se geralmente valores médios, elevados e baixos (SIMERLY; LI, 2000; PEREIRA FILHO; LOUVET, 2009).

Resultados esperados

Tendo em vista a relevância específica para esta pesquisa, é importante precisar aqui os resultados esperados em relação aos coeficientes β_3 e $(\beta_1 + \beta_3DIN)$ da equação de regressão múltipla original e da equação de regressão simples respectivamente. Como notado anteriormente, o primeiro coeficiente permitirá testar a existência do efeito moderador desempenhado pelo dinamismo ambiental no âmbito da relação estabelecida entre a estrutura financeira e a performance. Mais precisamente, ele deverá mostrar que o dinamismo ambiental é um fator importante e que deve ser levado inteligentemente em conta nas decisões de financiamento das empresas para agir eficazmente sobre a performance. Quanto ao segundo coeficiente, ele será utilizado para demonstrar como os efeitos da estrutura de capital sobre a performance são influenciados pelo grau de dinamismo ambiental do setor onde a empresa opera (PEREIRA FILHO; LOUVET, 2009).

O quadro teórico desta pesquisa, baseando-se essencialmente nas contribuições das teorias da agência, da assimetria de informação e dos custos de transação, leva a esperar uma relação negativa entre a alavancagem financeira e o grau de dinamismo do ambiente. Isso porque num contexto marcado por um forte dinamismo as empresas enfrentam níveis mais elevados de assimetria de informação e risco, bem como custos mais significativos em matéria de agência e de transação. Pode-se acrescentar ainda as dificuldades encontradas para levantar capitais no mercado. Por exemplo, a utilização da dívida torna-se economicamente impraticável devido ao seu custo muito elevado, o que enfraquece a empresa na corrida concorrencial. Ao se considerar que as empresas agem inteligentemente diante de um dinamismo ambiental elevado, é provável que devem dar prioridade aos fundos próprios como meio de financiamento de seus investimentos. Em contrapartida, quando o dinamismo é relativamente estável, com poucas oportunidades de crescimento, recorrer às dívidas representa uma escolha que permite às empresas reduzir os seus custos de agência e, conseqüentemente, obter melhor desempenho (PEREIRA FILHO; LOUVET, 2009).

Sob essa perspectiva, pode-se dizer que o coeficiente de inclinação associado ao termo de interação (β_3) deverá ser negativo. Se isto for encontrado, o efeito da escolha da estrutura de capital sobre a performance será influenciado pelos graus de dinamismo ambiental em conformidade com o quadro teórico estratégico-financeiro desenvolvido neste trabalho, ou seja, uma maior alavancagem financeira agirá desfavoravelmente sobre a performance quando o dinamismo é elevado e vice-versa. O coeficiente associado ao fator estrutura de capital ($\beta_1 + \beta_3DIN$)*ESTCAP* permitirá constatá-lo claramente (PEREIRA FILHO; LOUVET, 2009).

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

4.1 Análise das empresas segundo as dimensões estudadas

Este capítulo se propõe a lançar um olhar sobre as empresas brasileiras integrantes da amostra no período 2003 a 2007 no que diz respeito aos aspectos de endividamento, dinamismo ambiental e performance. Tratam-se das três dimensões implicadas na hipótese formulada no final do referencial teórico, a qual visa a estudar o efeito moderador do dinamismo ambiental sobre a relação entre a estrutura de capital e a performance. O que se busca efetivamente aqui é analisar as empresas sob o prisma das dimensões supracitadas, a fim de identificar certas particularidades que possam permitir uma melhor compreensão acerca do fenômeno em estudo. Em seguida, serão analisados os resultados mais particularmente relacionados ao efeito moderador do dinamismo ambiental. As análises a seguir obedecerão à seguinte ordem: estatísticas descritivas, matriz de correlações, resultados da análise de regressão múltipla e considerações sobre os resultados.

Em primeiro lugar, foram analisadas e interpretadas as estatísticas descritivas (média, desvio-padrão, mínimo, máximo) das variáveis empregadas no estudo das 151 empresas que compuseram a amostra. É importante mencionar aqui que as variáveis foram utilizadas em sua forma original de mensuração, à exceção da variável tamanho que se refere ao logaritmo natural do ativo total. A estatística descritiva consiste em técnicas de sintetização e descrição de dados numéricos (KAZMIER, 2004). Assim, procurou-se inicialmente identificar e analisar as principais características da amostra estudada, apresentando um resumo dos resultados encontrados para, em seguida, testar o papel moderador do dinamismo ambiental na relação entre estrutura de capital e performance. Cada variável foi analisada separadamente.

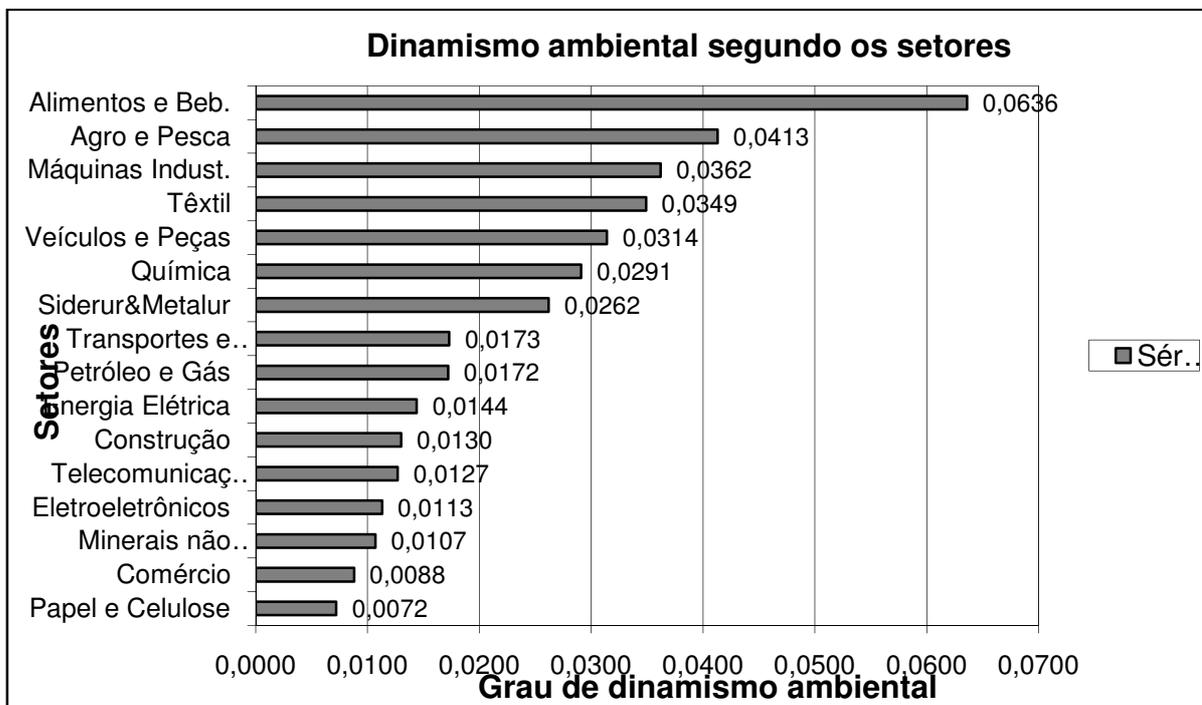
É importante salientar que o objetivo deste capítulo não é desenvolver uma análise detalhada e aprofundada acerca das variáveis em estudo. Pretende-se, mais precisamente, descrever e analisar os principais resultados obtidos até então.

4.1.1 Dinamismo ambiental

Como destacado anteriormente, o dinamismo ambiental é uma variável que se refere ao setor de atividade no qual a empresa opera e evolui. Todas as empresas de um setor estão sujeitas ao mesmo grau de dinamismo ambiental. Trata-se, portanto, de uma característica do setor de atividade. Assim, pode-se dizer que empresas operando num mesmo setor de atividade tendem a apresentar padrões semelhantes de risco do negócio.

A amostra estudada compreende 16 setores distribuídos em diversas atividades da economia brasileira, o que permite uma visão ampla sobre as várias atividades econômicas desenvolvidas em nosso país. São assim distribuídos os setores, segundo a classificação da base de dados Economatica®: (i) Agroalimentar e Pesca; (ii) Alimentos e Bebidas; (iii) Comércio; (iv) Construção; (v) Eletroeletrônicos; (vi) Energia Elétrica; (vii) Máquinas Industriais; (viii) Papel e Celulose; (ix) Petróleo e Gás; (x) Química; (xi) Siderurgia & Metalurgia; (xii) Telecomunicações; (xiii) Têxtil; (xiv) Transporte e Serviços; (xv) Veículos e peças; (xvi) Minerais não Metálicos.

O Gráfico-1 apresenta o grau do dinamismo ambiental dos setores presentes na amostra.



Os resultados do Gráfico-1 mostram que, de acordo com a medida utilizada, o dinamismo ambiental dos setores varia entre 0, 0072 e 0, 0636. Em estudo semelhante, Pereira Filho e

Louvet (2008) encontraram graus de dinamismo variando de 0,0055 a 0,0232. Analisando dados de empresas estadunidenses, Harrington *et al.* (2004) encontraram graus de dinamismo compreendidos entre 0,0008 a 0,0407.

Os dados apurados na pesquisa mostram que para a amostra brasileira, o ambiente econômico é menos dinâmico para o setor de Papel e Celulose, enquanto o setor mais dinâmico é o setor de Alimentos e Bebidas. Observa-se também que os setores de Agro e Pesca e Máquinas Industriais apresentam elevado dinamismo ambiental. Em situação oposta, o setor de Comércio revela-se pouco dinâmico entre os setores que compõem a amostra analisada.

Esses resultados diferem um pouco daqueles encontrados por Pereira Filho e Louvet (2008) onde os autores identificam o setor Têxtil como o menos dinâmico no período em estudo. É importante ressaltar que o período estudado pelos referidos autores (1991-2004) foi marcado por profundas mudanças no ambiente econômico brasileiro.

Em setores da amostra onde se observa um baixo grau de dinamismo ambiental, poder-se-ia dizer que se tratam de setores mais estáveis e que foram menos afetados pelas mudanças econômicas que marcaram o período compreendido entre 2003 e 2007. Pode-se dizer também que são setores mais maduros, como é o caso do setor de Papel e Celulose.

Segundo Sandrini (2009), o Brasil é reconhecidamente uma referência no setor de Papel e Celulose. Cerca de 50% das exportações do país vão para a Europa e 20% têm como destino a América do Norte, consideradas as maiores economias do mundo. O país possui terras e climas favoráveis à produção de eucalipto. Trata-se de um setor tradicional, bem consolidado na economia brasileira.

Quanto aos setores que apresentaram níveis relativamente mais elevados de dinamismo ambiental (Alimentos e Bebidas e Máquinas Industriais), pode-se dizer que se tratam de setores mais sensíveis às condições do contexto econômico. É possível dizer ainda que tais setores tendem a ser mais fortemente induzidos pelo ambiente externo, caracterizado por ausência de padrões e imprevisibilidade. Conforme discutido no referencial teórico, à medida que o dinamismo ambiental aumenta, diminui-se o acesso às informações e as decisões são mais difíceis de serem tomadas. A literatura sugere que empresas inseridas em ambientes dinâmicos invistam em ativos específicos a fim de criar vantagens competitivas.

Segundo Abras *et al.* (2003), a ausência da adoção de regras claras e estáveis da parte do governo brasileiro, aliada à natural instabilidade do mercados de produtos são exemplos da falta de parâmetros operacionais que orientem o ambiente de negócios, fatores esses que contribuem para um grau de dinamismo ambiental mais elevado.

É importante destacar que as explicações sobre os diferentes graus de dinamismo ambiental merecem uma análise mais exaustiva, o que não corresponde aos objetivos da presente pesquisa.

4.1.2 Estrutura de capital

Objetiva-se aqui apresentar os resultados e a análise das estatísticas descritivas referentes à variável estrutura de capital, medida nesta pesquisa pelo grau de endividamento (END). A Tabela-3 abaixo apresenta essas estatísticas para dados compreendendo o período de 2003 a 2007.

Tabela 3: Estatística descritiva da variável estrutura de capital

Estatísticas	Grau de endividamento (END)
Mínimo	0,000
Máximo	55,84
Média	19,90
Desvio-Padrão	12,51

Notas: $N=151$. Os dados foram coletados a partir da base financeira Economatica®. A medida do grau de endividamento refere-se à relação entre a dívida bruta, representada pelo montante de financiamentos e debêntures a curto e longo prazos, e o ativo total. O grau de endividamento é medido em termos percentuais

Os resultados encontrados na Tabela-3 permitem verificar que o grau de endividamento médio das empresas brasileiras situa-se em torno de 19,90%, tendo o máximo alcançado 55,84%. Este resultado mostra que as empresas brasileiras estão fazendo pouco uso de recursos de terceiros no financiamento de seus investimentos. De acordo com Pereira Filho e Louvet (2008, 2009), o baixo grau de endividamento das empresas brasileiras pode ser, em parte, explicado pelas altas taxas de juros frequentemente praticadas na economia brasileira. O custo elevado dos capitais de terceiros acaba, conseqüentemente, tornando economicamente inviável a sua utilização em maiores proporções. Esta questão será retomada mais adiante.

Trabalhos internacionais como o de Rajan e Zingales (1995), sugerem que os credores preferem emprestar para empresas que detenham ativos fixos, pois estes servem de garantia em caso de dificuldades financeiras. Partindo deste argumento, Grzebieluckas *et al.* (2008) acrescentam que o mercado brasileiro privilegia firmas com tais características e que empresas com maior índice de ativos fixos possuem acesso maior a créditos subsidiados pagando juros menores, o que leva essas empresas a serem mais endividadas no longo prazo e, conseqüentemente, a obterem melhor performance.

Além dos fatos citados anteriormente, pode-se igualmente considerar o baixo endividamento das empresas brasileiras como um produto das altas taxas de juros praticadas nos últimos anos. Segundo Fassina, Hein e Olinquevitch (2006), o endividamento geral das 500 maiores empresas do Brasil vinha apresentando, até o ano de 2002, aumentos seguidos. A partir de 2003, o nível de endividamento das empresas começou a apresentar sinais de recuo, fazendo com que, em 2004, retornasse aos patamares apresentados na virada do século. Os autores acrescentam ainda que as empresas brasileiras redobram os cuidados com seus passivos num cenário marcado, principalmente, pelas altas taxas de juros praticadas no período. Rajan e Zingales (1995) encontraram um grau de endividamento médio de 0,46 na França e na Itália, 0,37 nos Estados Unidos, 0,52 e 0,39 no Japão e na Alemanha.

Booth *et al.* (2001), *apud* Pereira Filho e Louvet (2009), encontram igualmente resultados bastante interessantes a partir de uma análise de países em vias de desenvolvimento no período de 1985 a 1987. É o caso, por exemplo, da Coreia do Sul e do Paquistão onde o índice de endividamento médio das empresas foi de 72,8% e 65,2% respectivamente, enquanto no Brasil foi de 30,7%. Ainda segundo Booth *et al.*, as empresas brasileiras podem ser colocadas num patamar de menos endividadas. Corroborando esta afirmação, Brito e Lima (2005) encontram, por meio da análise de 110 empresas brasileiras no período de 1995 a 2001, um grau de endividamento médio de 38%. A medida utilizada por eles corresponde à relação entre a dívida total (passivo circulante mais passivo exigível a longo prazo) e o ativo total. De forma semelhante, Pereira Filho e Louvet (2008) encontram um grau de endividamento médio de 25,8% quando analisam os dados de empresas brasileiras abertas no período de 1991 a 2004.

Conforme salientado por Grzebieluckas *et al.* (2008), os fatores determinantes da estrutura de capital são diferentes de país para país. No Brasil, a menor disponibilidade de fontes de financiamento e os juros reais mais elevados, conjugados com uma inflação superior aos

países desenvolvidos, são características que podem explicar as diferenças encontradas em relação a outros países.

Moraes (2005) pesquisou os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas listadas na BOVESPA para o período de 1999 a 2002. Os achados da pesquisa não permitiram chegar a uma conclusão única sobre os determinantes da estrutura de capital das companhias dos setores industriais listadas na BOVESPA. A evidência mais forte é de que as empresas analisadas na amostra seguem uma tendência da teoria de *pecking order* ou hierarquia das fontes de financiamento (MYERS; MAJLUF, 1984; MYERS, 1984). Esta evidência encontra acolhida na relação negativa e significativa entre as variáveis lucratividade e endividamento, encontrada em três das quatro regressões realizadas. Assim, a busca de recursos externos para financiar os projetos de investimento aconteceria apenas em casos de insuficiência dos recursos internos.

Segundo Pereira Filho e Louvet (2009), pode-se tentar explicar o baixo nível de endividamento das empresas brasileiras, principalmente a partir dos resultados encontrados por Booth *et al.* (2001) em relação aos países em vias de desenvolvimento, incluindo o Brasil. A fim de melhor compreender as escolhas da estrutura de capital nesses países, estes autores recorrem a variáveis macroeconômicas ainda que estas supostamente não exerçam um papel importante na maior parte dos modelos relativos ao tema. Entre os resultados encontrados, convém destacar aqui dois impactos no grau de endividamento das empresas: trata-se do efeito positivo da taxa de crescimento real do produto interno bruto e o efeito negativo da inflação. Isso mostra que as empresas têm uma propensão ao endividamento quando a economia encontra-se em fase de expansão, mas o evitam se há uma perspectiva inflacionista. O efeito positivo do crescimento do PIB sobre a dívida é mais ou menos evidente na medida em que as empresas contam com boas perspectivas de mercado para se endividarem. Quanto à inflação, os seus impactos sobre a dívida das empresas são ligeiramente mais subjacentes. Realmente, a existência de uma inflação importante traz dois inconvenientes para as empresas: maior risco monetário e uma taxa de juros mais elevada, o que faz cair, de acordo com os autores, os níveis de endividamento. Esses elementos podem proporcionar uma razoável explicação para o baixo grau de endividamento das empresas brasileiras.

4.1.3 Performance

O objetivo aqui é apresentar as principais estatísticas descritivas referentes à medida de performance adotada para a realização do estudo empírico. Trata-se da rentabilidade sobre os ativos totais (RSAT ou ROA – *Return on Assets*). Assim como para as variáveis precedentes, esta medida foi calculada para o período estudado, ou seja, de 2003 a 2007. Na Tabela-4 abaixo são sintetizadas as estatísticas descritivas da variável performance utilizada neste trabalho.

Tabela 4: Estatísticas descritivas da variável ROA

Estatística	Rentabilidade sobre o ativo total (ROA)
Mínimo	-15,68
Máximo	25,60
Média	5,04
Desvio-Padrão	7,12

Notas: $N=151$. Os dados foram coletados em Economática®. ROA – Rentabilidade sobre o ativo total, calculada dividindo-se o lucro líquido pelos ativos totais. Medida em percentual.

Os resultados encontrados permitem constatar que a rentabilidade média sobre o ativo total (ROA) apresentada pelas empresas brasileiras analisadas nesta pesquisa é de 5,04%. Este valor é bastante próximo ao obtido por Brito e Vasconcelos (2003). Baseando-se igualmente numa amostra de empresas brasileiras no período de 1998 a 2001, estes autores encontram uma rentabilidade média sobre o ativo total de aproximadamente 3,8%, o que eles definiram como “um desempenho pobre”. Resultado semelhante foi encontrado por Pereira Filho e Louvet (2009), ou seja, 4,31%.

De forma semelhante, o estudo de Anderson *et al.* (2000) encontrou uma rentabilidade média sobre os ativos da ordem de 3,32% para empresas brasileiras. Grzebielukas *et al.* (2008) encontraram um ROA médio de 2,47% para as empresas brasileiras de capital aberto analisadas no período de 1999 a 2005. Em outro estudo recente, Pereira Filho e Louvet (2008) encontraram uma média bem inferior aos resultados encontrados neste estudo. Analisando dados de empresas brasileiras de capital aberto referentes ao período de 1991 a 2004, estes autores encontraram uma rentabilidade média de 0,91%. À luz desses resultados, pode-se dizer que a rentabilidade média das empresas brasileiras é baixa se comparada, por exemplo, à taxa de juros básica da economia.

É importante recordar que os indicadores utilizados nesta pesquisa são de natureza contábil, o que permite considerar, por conseguinte, desvios em relação à rentabilidade real das empresas analisadas.

4.1.4 Considerações finais

Os itens anteriores procuraram apresentar e analisar as estatísticas descritivas referentes às variáveis utilizadas nesta pesquisa: dinamismo ambiental, estrutura de capital e performance. Esses resultados são sintetizados nos parágrafos a seguir.

Em relação ao grau de dinamismo ambiental (DIN), os resultados mostram que ele varia entre 0,0072 e 0,0636. Dentre os 16 (dezesseis) setores da amostra, o setor de Papel e Celulose apresentou o menor índice de dinamismo ambiental, enquanto este foi mais elevado no setor de Alimentos e Bebidas.

No que se refere à variável estrutura de capital, constatou-se que as empresas brasileiras de capital aberto analisadas possuem um endividamento médio da ordem de 19,9%. Dentre as principais razões para esse baixo grau de endividamento (END), destacam-se as altas taxas de juros praticadas no mercado brasileiro. Ressalta-se, entretanto, que se trata de uma questão que requer um estudo mais específico para uma melhor compreensão.

Finalmente, a rentabilidade sobre o ativo total (ROA) encontrada para as empresas brasileiras analisadas entre 2003 e 2007 revelou-se igualmente baixa. Mais precisamente, a rentabilidade média foi de 5,04%. Este resultado é muito semelhante aos resultados encontrados em outros estudos. Conforme apontado anteriormente, estudos anteriores encontraram rentabilidades próximas e até mesmo inferiores à que foi encontrada nesta pesquisa.

4.2 Matriz de correlações

O objetivo deste item é apresentar e analisar a matriz de correlações entre as variáveis envolvidas nos testes empíricos cujos resultados serão tratados a seguir. A análise

desenvolvida aqui visa principalmente a destacar as correlações mais importantes, bem como identificar eventuais problemas de multicolinearidade.

A correlação mede o grau de relação ou associação entre variáveis, procurando determinar a relação entre o comportamento de duas variáveis. É medida através do coeficiente de correlação (r) de Pearson e serve para medir o grau de relacionamento entre as variáveis. A Tabela-5 apresenta as correlações encontradas entre as variáveis estudadas no modelo proposto nesta pesquisa.

Tabela 5: Estatísticas descritivas e correlações

<i>Variáveis</i>	<i>Média</i>	<i>Desvio-padrão</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>
1 – ROA	5,04	7,12	1,000				
2 – DIN	0,0240	0,0140	-0,039	1,000			
3 – END	19,90	12,51	-0,205**	0,013	1,000		
4 - END x DIN	0,0118	0,1621	-0,181*	0,029	-0,222**	1,000	
5 – Tamanho	13,59	1,81	0,328**	-0,288**	0,165*	-0,247**	1,000

Notas: $N = 151$. Os dados foram coletados na base financeira Economática®. ** A correlação é significativa ao nível 0,01 (unilateral); * a correlação é significativa ao nível 0,05 (unilateral). ROA - rentabilidade sobre o ativo total; DIN - grau de dinamismo ambiental; END - grau de endividamento; END x DIN - termo de interação entre o grau de endividamento e o dinamismo ambiental. Esta última variável foi calculada a partir de variáveis centradas a fim de minimizar os problemas de multicolinearidade (Aiken e West, 1991). A variável tamanho é medida em logaritmo natural do ativo total. As variáveis ROA e END estão expressas em percentual.

Em relação às correlações apresentadas na Tabela-5, é importante sublinhar três aspectos: as relações entre as variáveis independentes e dependentes, as relações entre as variáveis independentes elas mesmas e a direção dos relações estabelecidas entre as variáveis.

Analisando as relações entre a variável dependente e as variáveis independentes, constata-se, à exceção do dinamismo ambiental, que elas revelam correlações estatisticamente significativas. Tais correlações sugerem que as variáveis implicadas no modelo teórico sejam capazes de explicar de maneira satisfatória as variações em nível de performance.

A análise das relações entre as variáveis independentes permite constatar que a multicolinearidade não é um problema para a aplicação da técnica de análise regressão múltipla. Isso tende a ser confirmado pelas estatísticas de colinearidade (tolerância e fator de inflação da variância) para todas as variáveis exógenas do modelo que será testado a seguir.

No que diz respeito à direção das relações, convém notar quatro resultados. Em primeiro lugar, constata-se que o dinamismo ambiental estabelece uma relação negativa, mas não significativa, com a medida de performance. Uma possível explicação estaria associada ao fato de que empresas com um grau de dinamismo relativamente forte enfrentam maiores desafios e dificuldades à obtenção de melhores performances. Poderia-se dizer ainda que as empresas apresentam dificuldades em responder favoravelmente às exigências ambientais.

Em segundo lugar, a medida de estrutura de capital (END) revela uma correlação negativa e significativa com a performance (ROA). Essa relação negativa entre dívida e rentabilidade é freqüentemente encontrada na literatura financeira. Normalmente isso significa que quanto mais a empresa for eficiente e rentável, menos ela recorrerá à dívida como fonte de financiamento. Essa relação inscreve-se no âmbito da teoria da hierarquia de financiamentos (*pecking order theory*), desenvolvida por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984). A correlação negativa entre essas duas variáveis é igualmente encontrada em outros estudos: Titman e Wessels (1988), Rajan e Zingales (1995), Fama e French (2002), Brito e Lima (2005), Pereira Filho e Louvet (2008, 2009).

O trabalho de Moraes (2005) também confirma o modelo de *pecking order* por meio da relação negativa entre lucratividade e endividamento. O trabalho de Procianny e Schnorrenberg (2004) testou a relação da estrutura de controle e as decisões de estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa entre 1995 e 2000. O estudo concluiu que, quanto maior o lucro da empresa, menor o seu endividamento. A variável de lucratividade utilizada no trabalho foi a principal determinante nas decisões de estrutura de capital, sugerindo que as empresas brasileiras de capital aberto adotam uma política de financiamento baseada no *pecking order*.

Em terceiro lugar, é importante destacar a correlação negativa e significativa entre o termo de interação estrutura de capital-dinamismo ambiental e a variável de performance. Essa correlação corrobora a expectativa desta pesquisa, indicando que o grau de dinamismo ambiental age sobre a relação entre a estrutura de capital e a performance da empresa. Em outras palavras, sugere que a dívida é fator contraproducente quando o dinamismo ambiental é elevado. Esta questão será retomada no âmbito do teste da hipótese referente ao efeito moderador do dinamismo.

Cabe destacar também a correlação positiva e significativa entre a variável de controle tamanho e a medida de performance. O efeito positivo do tamanho sobre a rentabilidade sugere que a dimensão faz bem à empresa. Ou melhor, ele proporciona à empresa um maior poder de negociação e uma flexibilidade mais expressiva, o que lhe permite superar obstáculos à obtenção de melhores resultados. Tal efeito foi igualmente encontrado em Simerly e Li (2000), Perobeli e Famá (2002), Bertucci e Hirschheimer (2005) e Pereira Filho e Louvet (2008, 2009).

Finalmente, analisando-se as relações estabelecidas entre as variáveis independentes, observa-se também que a variável tamanho está correlacionada positivamente e significativamente com a variável estrutura de capital. A relação positiva entre endividamento e tamanho já era esperada. Os resultados coadunam com a teoria dos custos de falência, indicando que as empresas maiores tendem a ser mais endividadas e possuem maior proporção de dívidas de longo prazo, corroborando também a percepção de que as grandes empresas no Brasil têm maior acesso ao mercado de dívidas. A esse respeito, Titman e Wessels (1988) encontraram uma relação positiva entre tamanho e endividamento a longo prazo, mas negativa em relação ao endividamento a curto prazo. Em geral, quanto maior o tamanho da empresa, maior é a sua capacidade de acesso às fontes de recursos a longo prazo disponíveis.

Essa associação positiva entre tamanho e endividamento pode ser igualmente analisada sob a perspectiva da teoria da agência. De acordo com essa teoria, empresas em fase de maturidade, adultas, com reduzidas oportunidades de crescimento, tendem a utilizar o endividamento em maior intensidade a fim de reduzir o fluxo de caixa livre (excedente) e, conseqüentemente, os custos de agência do capital próprio (JENSEN, 1986b).

4.3 Testando a hipótese da pesquisa

Neste item são apresentados e analisados os principais resultados obtidos mediante os testes realizados com vistas a verificar o efeito moderador do dinamismo ambiental sobre a relação entre estrutura de capital e performance. Antes disso, porém, são discutidas as condições para a aplicação da técnica de regressão múltipla prevista. Satisfazê-las é essencial para provar que os modelos são fiáveis e válidos.

4.3.1 Condições para a aplicação dos testes estatísticos

Para realizar uma análise de regressão múltipla é importante testar as suposições referentes à multicolinearidade, autocorrelação residual, homoscedasticidade e normalidade dos resíduos (PESTANA; GAGEIRO, 2005).

Os testes foram realizados por meio do *software* SPSS®, segundo a metodologia proposta anteriormente. Recorda-se que a variável dependente é a performance (ROA) e as variáveis explicativas são o dinamismo ambiental (DIN), a estrutura de capital (ESTCAP) e o termo de interação entre dinamismo ambiental e estrutura de capital (ESTCAPxDIN). Trata-se, portanto, de uma análise de regressão múltipla com termo de interação (AIKEN; WEST, 1991; JACCARD; TURRISI, 2003). A equação pressupõe igualmente o emprego da variável de controle tamanho (TAM). O objetivo principal dos testes consiste em verificar a existência do efeito moderador da variável dinamismo ambiental, agindo sobre a relação estabelecida entre a estrutura de capital e a performance da empresa.

Multicolinearidade

Em relação à multicolinearidade, Tabachnick e Fidell (2001) afirmam que ela consiste em problemas que ocorrem quando as variáveis estão excessivamente correlacionadas umas com as outras. Esse problema faz com que os coeficientes de regressão parcial percam sua confiabilidade em termos significativos.

Os testes para verificar a existência de multicolinearidade entre as variáveis independentes foram realizados por meio da matriz de correlações (Tabela-4) e das estatísticas de colinearidade denominadas tolerância e fator de inflação da variância (FIV). De acordo com Pestana e Gageiro (2005), a tolerância é calculada para cada variável exógena e refere-se à parte da variância que não é explicada pelas outras variáveis explicativas que integram o modelo. Quanto ao fator de inflação da variância, ele corresponde ao inverso da tolerância. A multicolinearidade não é considerada como um problema se essas estatísticas estão próximas de 1.

As análises sugerem, portanto, a inexistência de problemas de multicolinearidade para o modelo proposto, uma vez que o limite tolerável, segundo Pestana e Gageiro (2000), é 0,9. Foi utilizado também o teste Fator de Inflação da Variância (FIV). Considera-se que, quanto mais próxima de zero estiver este valor, menor será a possibilidade de ocorrer multicolinearidade. Analisando o VIF, verificou-se que todas as variáveis apresentaram valores de tolerância muito próximos de 1, indicando a ausência de multicolinearidade no modelo. Também para o fator de inflação da variância (VIF) todas as variáveis apresentam um valor bem abaixo do valor considerado limite para a presença de multicolinearidade do modelo, isto é, acima de 10.

Homoscedasticidade

Quanto à suposição de homoscedasticidade (dispersão homogênea dos resíduos), esta foi verificada mediante o diagrama dos resíduos padronizados. A homoscedasticidade existe se as observações forem distribuídas de maneira aleatória ao redor da linha horizontal zero (PESTANA; GAGEIRO, 2005).

Normalidade

Outro teste importante para a aplicação da regressão é o da normalidade dos resíduos. A análise dessa condição foi primeiramente realizada por meio dos testes de normalidade de Shapiro-Wilk, cuja hipótese nula refere-se à normalidade da distribuição. Em seguida, utilizou-se também o diagrama Q-Q Gaussien de resíduos padronizados no qual são comparados os valores observados e os esperados numa distribuição normal.

Autocorrelação residual

A validade da suposição relativa à independência das observações foi analisada por meio do teste Durbin-Watson. Na prática, uma estatística de Durbin-Watson entre 1,5 e 2,5 indica a ausência de autocorrelação significativa entre os resíduos. Os resultados encontrados mostram que a estatística de D-W situa-se no intervalo normalmente recomendado.

A realização dos testes supramencionados permite dizer que as condições de aplicação da técnica de regressão múltipla foram adequadamente observadas, assegurando, por conseguinte, a validade e a confiabilidade do modelo desenvolvido.

4.3.1.1 Teste de hipótese para os coeficientes da regressão (Teste t)

De acordo com Pestana e Gageiro (2000), a qualidade do ajustamento deve ser analisada por meio de testes de inferências estatísticas que permitem não apenas saber se a relação estimada pode ser inferida para o universo, como também conhecer a qualidade das predições feitas. Neste sentido, utilizam-se os testes de hipóteses t e F .

A estatística t é utilizada para testar a hipótese de que o verdadeiro valor de um coeficiente específico é zero (DOWNING; CLARK, 2000). É o teste estatístico com $n-k$ graus de liberdade, que pode ser usado para testar a hipótese nula de que não há relação linear entre X e Y .

Analisando as estatísticas t referentes aos resultados que serão apresentados a seguir, observa-se que todos os seus valores para as variáveis explicativas são superiores aos valores de t tabelados para 95% de confiança, o que representa níveis de significância inferiores a 0,05. Esses valores permitem rejeitar a hipótese segundo a qual os coeficientes são iguais a zero. Pode-se dizer, portanto, que as variáveis independentes do modelo exercem influência sobre a performance, uma vez que seus coeficientes são diferentes de zero.

4.3.1.2 Teste de hipótese para a significância global da regressão múltipla (Teste F)

O teste F é usado para testar a hipótese nula de que o coeficiente de determinação múltipla na população (R^2) é zero (DOWNING; CLARK, 2000). Dessa forma, a estatística é utilizada para testar a hipótese de que o verdadeiro valor de cada coeficiente em uma regressão é zero. O valor de F (8,208; p -value < 0,001) encontrado (Tabela-5 a seguir) sugere uma forte adequação do modelo de regressão para a explicação do comportamento da variável dependente (ROA).

A utilização dos testes mencionados anteriormente permite dizer que as condições de aplicação da técnica de regressão múltipla foram adequadamente observadas, o que valida os resultados do modelo.

4.3.2 Principais resultados das regressões

São apresentados aqui os principais resultados obtidos por meio da aplicação dos procedimentos descritos na metodologia cujo objetivo é verificar o papel moderador do dinamismo ambiental na relação estabelecida entre a estrutura de capital e a performance. Os testes do modelo de regressão proposto foram realizados a partir de dados econômico-financeiros de empresas brasileiras entre 2003 e 2007. Os resultados encontrados são acompanhados de análises e discussões acerca de suas implicações teóricas e práticas.

Na Tabela-6 são apresentados os resultados obtidos a partir da regressão realizada sobre o conjunto do período de estudo e de acordo com a variável dependente utilizada.

Tabela 6: Resultados da regressão tendo como variável dependente a rentabilidade sobre o ativo total (ROA)

<i>Variáveis independentes</i>		<i>Coefficientes</i>		<i>Estatística t</i>	<i>Significância</i>
		<i>b</i>	<i>β</i>		
Grau de endividamento		-0,171	-0,301	-3,674	0,000
Dinamismo ambiental		36,931	0,073	0,881	0,380
Grau de endividamento x Dinamismo ambiental		-7,088	-0,161	-1,939	0,055
Tamanho		1,405	0,359	4,170	0,000
Constante		-11,453		-2,301	0,023
R ²	0,205				
R ² ajustado	0,180				
Valor de <i>F</i>	8,208 (sig. 0,000)				
Durbin-Watson	1,744				

Notas: $N=151$. O “b” refere-se ao coeficiente de inclinação não padronizado, enquanto o “β” refere-se ao coeficiente padronizado. O modelo de regressão foi desenvolvido utilizando-se a média das variáveis no período de estudo. O tamanho foi calculado sob a forma de logaritmo natural. As outras variáveis foram tomadas em suas formas originais.

Examinando os resultados apresentados na Tabela-6, referentes à variável dependente rentabilidade sobre o ativo total (ROA), encontra-se suporte para a hipótese do efeito moderador do grau de dinamismo ambiental sobre a relação entre a estrutura de capital e a performance. Mais precisamente, o efeito moderador é verificado de maneira significativa (b_3

= -7,088; *p-value* < 0,10). Este resultado encontra acolhida nos trabalhos de Simerly e Li (2000), Andersen (2005) e Pereira Filho e Louvet (2008, 2009).

Constata-se ainda a relação negativa entre o grau de endividamento e a performance ($b_1 = -0,171$; *p-value* < 0,001). Tal relação foi igualmente encontrada nos trabalhos de Titman e Wessels (1988), Rajan e Zingales (1995), Fama e French (2002), Barcelos (2002), Brito e Lima (2005), Grzebieluckas *et al.* (2008) e Pereira Filho e Louvet (2008, 2009).

É importante ainda chamar a atenção sobre o efeito positivo e altamente significativo do tamanho da empresa sobre sua performance ($b_4 = 1,405$; *p-value* < 0,001). Este resultado foi igualmente encontrado nos estudos de Simerly e Li (2000), Perobeli e Famá (2002), Bertucci e Hirschheimer (2005) e Pereira Filho e Louvet (2008, 2009). O efeito positivo do tamanho sobre a rentabilidade sugere que este faz bem à empresa. Mais precisamente, ele proporciona à empresa poder de negociação com diferentes colaboradores e flexibilidade mais expressivos, o que lhe permite superar obstáculos à obtenção de melhores resultados.

O valor de R^2 ajustado do modelo foi de 0,180. Este coeficiente indica, em termos percentuais, a variação da performance que pode ser explicada pelos atributos teóricos definidos como importantes. Isso significa que as variáveis presentes na pesquisa explicam 18% da performance. Evidentemente, inúmeras outras variáveis não foram integradas ao modelo e que poderiam melhor explicar a performance das empresas. Entretanto, é importante destacar que não é esse o objetivo principal desta pesquisa. Na realidade, o importante é mostrar que o dinamismo ambiental é uma variável moderadora que age sobre a relação estabelecida entre a estrutura de capital e a performance. Esta última é considerada como a variável que exprime as economias em matéria de custos de agência e de transação obtidas por meio de uma adequação judiciosa entre a escolha da estrutura de capital e o grau de dinamismo ambiental do setor no qual a empresa opera e, conseqüentemente, a estratégia competitiva considerada como a mais adequada e economicamente viável (SIMERLY; LI, 2000; O'BRIEN, 2003; PEREIRA FILHO; LOUVET, 2008, 2009).

O efeito moderador do dinamismo ambiental é igualmente verificado mesmo quando o modelo de regressão não incorpora a variável de controle tamanho. Neste caso, o coeficiente $b_3 = -10,421$ (*p-value* < 0,01), o valor de $F = 4,562$ (*p-value* < 0,01) e a estatística de Durbin-Watson é 1,798.

A partir dos coeficientes estimados pela regressão, pode-se dizer que os efeitos observados das variáveis independentes consideradas no modelo sobre a variável dependente (ROA) estão em conformidade aos esperados por esta pesquisa. A Tabela-7 mostra esses efeitos esperados e observados. O sinal “+” indica um efeito positivo e o sinal “-” indica um efeito negativo.

Tabela 7: Efeitos esperados e observados sobre a performance

Fator	Relação esperada	Relação observada
Estrutura de capital	-	-
Dinamismo ambiental	não significativa	não significativa
Estrutura de capital x dinamismo	-	-
Tamanho	+	+

Os resultados indicam que todos os efeitos esperados foram observados no presente estudo. Quanto à variável dinamismo ambiental, considerada como moderadora, os resultados permitem constatar que ela modera, de fato, a relação entre a estrutura de capital e a performance. Ademais, o dinamismo é “puro moderador” (SHARMA; DURAND; GURARIE, 1981), na medida em que não estabelece uma relação significativa, seja com a variável dependente (rentabilidade – ROA), seja com a variável independente (estrutura de capital – END). Os coeficientes de correlação (r) de Pearson mostrados na Tabela-5 confirmam essa condição de “puro moderador”. É importante retomar aqui que esse tipo de moderador age sobre a forma (β) da relação entre as variáveis independente e dependente. Assim sendo, pode-se afirmar que, conforme demonstrado logo a seguir, o efeito da variável independente (estrutura de capital) sobre a variável dependente (performance), ou seja, o coeficiente de inclinação, varia de acordo com os diferentes valores do moderador (dinamismo ambiental).

Equação de regressão simples

Pretende-se aqui mostrar o efeito moderador do dinamismo ambiental agindo sobre a forma (β) da relação entre a variável a estrutura de capital e a performance. Para isso, utiliza-se o mesmo procedimento sugerido por Aiken e West (1991) e igualmente empregado por Simerly e Li (2000) e Pereira Filho e Louvet (2008; 2009). Trata-se da transformação da equação de regressão múltipla obtida (conforme dados da Tabela-6) em uma equação de regressão simples, como apresentado a seguir. A equação de regressão múltipla obtida é a seguinte:

$$PERF_i = -11,453 - 0,171ESTCAP_i + 36,931DIN_i - 7,088(ESTCAP_i \times DIN_i) + 1,405TAM_i \quad (12)$$

Assim, a equação de regressão simples pode ser escrita como a seguir, ignorando-se o termo de erro:

$$PERF_i = (-0,171 - 7,088DIN_i)ESTCAP_i + (36,931DIN_i + 1,405TAM_i - 11,453) \quad (13)$$

A partir da equação de regressão simples acima é possível analisar as mudanças da performance associadas aos efeitos da estrutura de capital como uma função de diferentes valores do grau de dinamismo ambiental. Quanto aos valores deste último, tomou-se como referência valores médios, altos e baixos (SIMERLY; LI, 2000). A Tabela-8 mostra os efeitos da estrutura de capital sobre a performance a partir de diferentes graus de dinamismo ambiental.

Tabela 8: Efeitos da estrutura de capital sobre a performance segundo o grau de dinamismo ambiental

Graus de dinamismo	Coefficiente da ESTCAP (-0,171-7,088DIN)
0,0520	-0,5395
0,0380	-0,4403
0,0240	-0,3411
0,0100	-0,2418
-0,0040	-0,1426
-0,0180	-0,0434
-0,032	0,0558

Notas: Os graus de dinamismo ambiental referem-se ao valor médio (0,0240), dois desvios-padrão acima e quatro abaixo. Desvio-padrão igual a 0,0140. ESTCAP – estrutura de capital (medida pelo grau de endividamento) e DIN – grau de dinamismo ambiental.

Os valores da Tabela-8 mostram que o dinamismo ambiental é uma variável muito importante e que deve ser observada na tomada de decisões de financiamento das empresas brasileiras a fim de se conseguir melhor performance. Mais precisamente, ele modera, de fato, a relação estabelecida entre a estrutura de capital e a performance, mostrando que um maior endividamento agiria desfavoravelmente sobre a performance quando o grau de dinamismo for elevado. Por outro lado, seu efeito será favorável quanto o grau de dinamismo for reduzido. Esses resultados encontram suporte no quadro teórico estratégico-financeiro desenvolvido neste trabalho.

Como visto no referencial teórico, em ambientes dinâmicos as empresas são levadas a adotar estratégias competitivas baseadas na inovação para superar a concorrência e assegurar a continuidade. Nesse contexto, a escolha da estrutura de capital assume um papel igualmente importante na medida em que lhe cabe o levantamento dos recursos necessários à implementação das estratégias (PEREIRA FILHO; LOUVET, 2009).

Segundo Pereira Filho e Louvet (2008), a importância da escolha da estrutura de capital em ambientes dinâmicos explica-se essencialmente por duas razões: a primeira refere-se à organização interna da empresa, enquanto a segunda diz respeito às suas relações com o mercado financeiro. Em termos de organização interna, a dívida é fonte de constrangimento para a estratégia e reprime a inovação, que é fator crítico de sucesso num contexto dinâmico. Mais precisamente, os mecanismos adotados pelos credores financeiros a fim de proteger seu patrimônio representam um dos obstáculos mais significativos à realização de investimentos estratégicos. Sob condições de concorrência acirrada, uma governança mais flexível e acostumada ao risco torna-se fundamental para o sucesso da empresa, o que não corresponde efetivamente à dívida (WILLIAMSON, 1975, 1988).

No que se refere às relações da empresa com o mercado financeiro, o custo dos financiamentos externos, entre os quais se inclui a dívida, é aumentado em decorrência dos custos de assimetria de informação, de agência e de transação associados ao fato de que uma empresa inovadora é mais difícil de ser apreciada pelos investidores externos. Ainda segundo Pereira Filho e Louvet (2008), o que normalmente ocorre é que a inovação restringe a capacidade dos financiadores de prever os fluxos de caixa. É por isso que os capitais de terceiros são, em princípio, hostis ao financiamento de projetos baseados em inovação. Racionar ou mesmo recusar a emprestar os recursos são tidos por eles como meios de mitigar ou evitar os custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976). Nesse caso, torna-se essencial construir uma adequação entre os meios de financiamento e o grau de dinamismo ambiental, de modo que a empresa possa atingir uma maior performance. Esta é, por conseguinte, considerada como um produto das economias obtidas, sobretudo em matéria de custos relacionados às imperfeições do mercado de recursos.

Assim, à medida que o dinamismo ambiental aumenta, o financiamento por meio de capital próprio deveria ser utilizado em maior proporção a fim de reduzir os custos de agência e de transação associados à estratégia de inovação geralmente escolhida. Isso porque o capital

próprio é mais afeito ao risco, conferindo à empresa uma maior liberdade e flexibilidade na implementação de estratégias que envolvem criação ou desenvolvimento de ativos intangíveis ou específicos.

As evidências mostram, de fato, que empresas que possuem alto investimento em ativos intangíveis, como aqueles ligados à inovação, revelam níveis inferiores de endividamento quando comparadas a empresas de setores que possuem ativos predominantemente tangíveis (KAYO, 2002; LI e SIMERLY, 2002; O'BRIEN, 2003; KUNIY, 2008).

4.4 Considerações sobre os resultados

Os resultados encontrados nesta pesquisa permitem comprovar a hipótese referente ao efeito moderador do dinamismo ambiental sobre a relação entre a estrutura de capital e a performance. Esse efeito foi testado pelo coeficiente não padronizado (b_3) da equação de regressão múltipla obtida. De acordo com os resultados encontrados, pode-se dizer que a hipótese foi verificada, uma vez que o dinamismo ambiental age como uma variável moderadora, influenciando a estrutura de capital para afetar a performance. Pode-se dizer ainda que o dinamismo ambiental é “um puro moderador”. Isso porque ele não estabelece relação estatisticamente significativa com as variáveis independente (estrutura de capital) e dependente (performance).

Nos termos do quadro teórico desenvolvido ao longo deste trabalho, um ambiente relativamente mais dinâmico acarreta numerosas conseqüências à empresa, principalmente em matéria de decisões de investimento e financiamento. Em primeiro lugar, ele leva as empresas a escolher estratégias preferencialmente baseadas na inovação, a fim de criar e desenvolver ativos estratégicos que lhes permita rivalizar mais eficazmente no mercado. Um ambiente mais dinâmico submete as empresas a um maior risco econômico e a uma maior assimetria de informação. Nesse contexto, a política de financiamento assume uma condição muito importante, uma vez que lhe cabe a tarefa de dotar a empresa das condições financeiras necessárias e adequadas para levar a bom termo a estratégia competitiva escolhida. Considerando esses elementos, o endividamento revela-se contraproducente quando o ambiente é marcado por forte dinamismo, onde inovar é uma palavra de ordem. Assim, a

utilização de fundos próprios torna-se a escolha mais pertinente e eficaz (PEREIRA FILHO; LOUVET, 2009).

Ainda segundo Pereira Filho e Louvet (2009), a verificação da hipótese do efeito moderador do dinamismo ambiental sugere que o quadro teórico transversal de natureza estratégico-financeira é viável e, portanto, que a consideração da interação entre a política financeira e o grau de dinamismo ambiental é relevante se a empresa quer agir sobre sua performance. Acrescenta-se ainda que além de viável, o referido quadro teórico parece ser devidamente utilizado pelas empresas.

5 CONCLUSÕES

Este estudo buscou verificar as relações estabelecidas entre a performance das empresas, a estrutura de capital e o dinamismo das empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, por meio de uma regressão múltipla com termo de interação. Serviram de amostra um total de 151 empresas distribuídas em 16 (dezesesseis) setores distintos da economia. Os dados foram obtidos por meio dos relatórios contábeis elaborados e publicados pelas empresas e presentes no banco de dados Economatica®.

Esta dissertação foi baseada principalmente no trabalho de Simerly e Li (2000), que trata da problemática relativa ao efeito moderador do dinamismo sobre a relação entre estrutura de capital e performance no contexto de empresas estadunidenses. A avaliação conjunta dessas três dimensões com vistas à explicação de comportamentos e de avaliação de resultados empresariais é relativamente nova no Brasil, embora, gradativamente, ocupe um espaço cada vez maior nas literaturas nacional e estrangeira, colaborando com a teoria financeira e estratégica. Tal conhecimento pode ser de grande valia para as organizações que pretendem investir em novas estratégias a fim de melhorar a performance.

Estatísticas descritivas utilizadas no trabalho permitiram verificar que entre os dezesseis setores estudados, o setor de Papel e Celulose mostrou-se o setor com o menor grau de dinamismo ambiental, enquanto o setor de Alimentos e Bebidas apresentou-se como o setor que apresenta o maior dinamismo ambiental. Pode-se dizer que os setores que mostraram-se com alto dinamismo ambiental são mais sensíveis as mudanças ocorridas no mercado brasileiro.

Quanto ao endividamento, esta pesquisa permitiu constatar que as empresas brasileiras estão endividando-se pouco. Encontrou-se um nível de endividamento de 19,9 %. Dentre as razões apresentadas destaca-se as altas taxas de juros praticadas na economia brasileira.

Verifica-se também que a Rentabilidade sobre o Ativo Total (ROA) da amostra pesquisada revelou-se igualmente baixa (5,04%). Destaca-se que os indicadores utilizados nesta pesquisa são de natureza contábil, o que permite considerar que tais valores podem diferir da rentabilidade real das empresas constantes na amostra.

Os resultados encontrados nesta pesquisa encontram suporte nas conclusões encontradas por Simerly e Li (2000), Andersen (2005) e Pereira Filho e Louvet (2008, 2009) e permitem comprovar o efeito moderador do dinamismo ambiental sobre a relação entre a estrutura de capital e a performance. Esse efeito foi testado especificamente por meio do coeficiente não padronizado (b_3) da equação de regressão múltipla com termo de interação utilizada neste trabalho, permitindo concluir que o dinamismo ambiental age como um avariável moderadora, influenciando a estrutura de capital e afetando a performance. Conclui-se também que o dinamismo ambiental é um puro-moderador, conforme Sharma, Durand e Gur-Arie (1991), pois não estabelece-se uma relação estatisticamente significativa com as variável independente (estrutura de capital) e dependente (performance).

Como ressaltado no referencial teórico, empresas que operam em setores marcados por acentuado grau de dinamismo ambiental devem adotar estratégias baseadas na inovação, a fim de criar um diferencial competitivo e superar a concorrência no mercado. Ademais, cabe destacar que as relações encontradas, sobretudo no que se refere ao termo de interação, encontra, acolhida notadamente nas teorias da agência e dos custos de transação. O dinamismo ambiental leva as empresas à escolha de estratégias voltadas à inovação como uma estratégia de adaptação da empresa às condições do ambiente. Outro fator importante a ser destacado refere-se ao maior risco assumido pelas empresas inseridas em ambientes mais incertos e instáveis. Este fato faz com que os gestores e acionistas sejam expostos a assimetrias de informação mais elevadas em relação a empresas que operam em ambientes mais estáveis. Empresas inseridas em ambientes dinâmicos precisam buscar uma adequação entre a estratégia competitiva escolhida (geralmente de inovação) e os recursos necessários à sua implementação, como forma de alcançarem uma performance superior. Nesse caso, os capitais próprios, por conta de suas características, tornam-se a fonte de recursos mais pertinente do ponto de vista econômico e de governança.

Ressalta-se também a importância do tamanho da empresa sobre a rentabilidade. Os resultados da presente pesquisa permitem concluir que empresas maiores possuem um maior poder de negociação e maior flexibilidade junto a seus credores o que permite à obtenção de melhor performance.

Esta dissertação teve o intuito de colaborar com a associação dos estudos de finanças e de estratégia. Apesar das diferenças existentes entre esses dois campos de estudos, a utilização de

uma abordagem transversal pode colaborar de maneira significativa para uma melhor compreensão de determinados fenômenos organizacionais, como é o caso das decisões de investimento e financiamento. Assim como o trabalho de Simerly e Li (2000), esta pesquisa enfatiza particularmente a importância do ambiente externo na escolha da estratégia competitiva e da estrutura de financiamento das empresas.

Acredita-se que este trabalho possa servir de estímulo a outros pesquisadores para um aprofundamento do tema por meio de uma investigação com novas abordagens e métodos.

Quanto aos objetivos propostos nesta pesquisa, pode-se afirmar que eles foram atendidos. Os resultados encontrados permitem concluir que o dinamismo ambiental é um fator importante e que deve ser inteligentemente levado em conta no âmbito das decisões de financiamento das empresas se estas pretendem agir eficazmente sobre a performance. Em outras palavras, ele modera, de fato, a relação estabelecida entre a estrutura de capital e a performance, mostrando que um maior endividamento age desfavoravelmente sobre a performance quando o grau de dinamismo ambiental é elevado. Por outro lado, seu efeito é favorável quando o grau de dinamismo é reduzido. Esses resultados permitem, portanto, verificar a hipótese do efeito moderador do dinamismo ambiental, encontrando suporte no quadro teórico estratégico-financeiro desenvolvido neste trabalho.

Limitações e propostas para trabalhos futuros

No que diz respeito aos limites da pesquisa, pode-se citar a medida utilizada para capturar o grau de dinamismo ambiental. Esta mereceria ser estudada a fim de se encontrar uma medida capaz de apreender da melhor maneira possível o dinamismo ambiental do setor. Neste trabalho optou-se por utilizar uma medida já empregada em estudos precedentes. Foi uma escolha baseada, sobretudo na maior facilidade de comparação dos resultados encontrados. Novas abordagens metodológicas poderiam ser igualmente experimentadas em outros estudos.

Frente à complexidade dos assuntos envolvidos nesta pesquisa, este estudo, assim como outros, não esgota o tema. Espera-se, contudo, ter contribuído para novas reflexões quanto à necessidade de trabalhos empíricos que busquem entender melhor o inter-relacionamento

entre as variáveis dinamismo ambiental, estrutura de capital e performance, especialmente em cenários dinâmicos como o Brasil.

A partir dos resultados apresentados por esta pesquisa, sugere-se ainda estudar a capacidade de inovação das empresas brasileiras, com ênfase sobre suas estratégias de financiamento, tema este de grande importância na atualidade.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRAS Michel A.; BERTUCCI Luiz A. Estratégia e finanças corporativas: testes empíricos sobre elos de ligação. *In: 1º Encontro de Estudos em Estratégias*. Anais do 3Es. Curitiba: ANPAD, 2003.

ABRAS, M.A *et al.* Finanças corporativas e estratégia empresarial: alavancagem financeira, turbulência do ambiente e performances empresariais. *In: Encontro anual da Associação Nacional de Pós Graduação e Pesquisa em Administração*, 27, 2003. Atibaías. **Anais**. ENANPAD, 2003, p.1-16.

ABE, Edson Roberto; FAMA, Rubens. A utilização da *duration* como instrumento de análise financeira: Um estudo exploratório do setor de eletrodoméstico. *In: Caderno de pesquisas em administração*, São Paulo, 1999, v. 1, nº10, p. 1-12.

ABREU, Mônica C. **Modelo de avaliação da estratégia ambiental: uma ferramenta para a tomada de decisão**. 2001, 232f. Tese (Doutorado de Engenharia)- Programa de Pós Graduação da Universidade de Santa Catarina. Florianópolis- SC.

AGUILAR, F. J. *Scanning the business environment*. New York: The Macmillan Company, 1967.

AIKEN, Leona S. e WEST Stephen G. - **Multiple regression: testing and interpreting interactions**. - Newbury Park: Sage Publications, 1991.

ALDRICH. **Organizations and environments**. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, 1979.

AMIT, Raphael *et all.* - *Creating Value: Winners in the New Business Environment*. - Oxford, UK: Blackwell Publishing, 2002. - 280 p.

ANDERSEN, T. J. *Risk management, capital structure, and performance: a real options perspective*. **Global Business & Economics Anthology**, v. 24, n. 2, p. 1-19, Sept. 2005.

ANDERSON, R.C.; BATES, T.W.; BIZJAK, J.M.; LEMMON, M.L. Corporate Governance and Firm Diversification. **Financial Management**, Spring, p. 5-22, 2000.

ANDREASSI, Tales. **Estudo das Relações entre Indicadores de P&D e indicadores de Resultado Empresarial em Empresas Brasileiras**,1999. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo.

ANSOFF, H. Igor. **Estratégia empresarial**. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1965.

ANSOFF, H.I, McDONNEL, E. J. **Implantando a Administração estratégica**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1993.

ARAÚJO, Adriana M. P. de. **Ajustes na Contabilidade Tradicional para uma Contabilidade Baseada em Valor**. 2002. Tese (Doutorado)- Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo.

ARCHUBUGI, D. *Patents as Indicator of Technological Innovation*. **Science and Public Policy**, vol. 17, nº 6, p. 299-313, 1992.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 1. ed. São Paulo : Atlas, 2003.

BAH, Rahim; DUMONTIER, Pascal. R&D intensity and corporate financial policy: some international evidence. **Journal of business Finance & accounting**. v.28, n.5 e 6, p.671-692, June/ July 2001.

BAILEY, K. D. **Methods of Social Research**. New York: The Free Press, 1992.

BALAKRISHNAN, Srinivasan e FOX, Isaac. Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure. **Strategic Management Journal**. v.14, p.3-16, 1993.

BARCELOS, L. C. **Teoria e evidências empíricas: determinantes do acesso ao crédito empresarial no Brasil**. 2002. 84 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

BARTON, S. L.; GORDON, P. J. Corporate strategy and capital structure. **Strategic Management Journal**, v. 9, n. 6, p. 623-632, Nov./Dec. 1988

BASSO, L. F. C. et al. Ativos intangíveis e estrutura de capital: a influência das marcas e patentes sobre o endividamento. **Revista de administração**, São Paulo, v.41, n.2, p.158-168, abr./maio/jun. 2006

BCG/FGV. **O desafio da geração de riqueza para o acionista**. São Paulo: BCG, 1998.

BELLUZO, J. **Crise Mundial: Brasil não está livre da recessão**. Jornal Folha de São Paulo. 10/11/2008.

BERTUCCI, J. L. O. ; HIRSCHHEIMER, Eduardo. Sistemas de Avaliação de Performance em Empresas do Setor de Serviços: O Desafio de Alinhar Estratégias e Processos. **Administração em Diálogo**, São Paulo, v. 7, n. 7, 2005

BETTIS, Richard A. Modern Financial theory, corporate strategy and public policy: three conuntrums. **The academy of management review**, v.8, n.3, p.406-515, July, 1983.

BETTIS, R. A.; PRAHALAD, C. K. The dominant logic: retrospective and extension. **Strategic . Management Journal**, v. 16, n. 1, p. 5-14, 1995.

BOGAN, Christopher E.; ENGLISH, Michael J. **Benchmarking: Aplicações práticas e melhoria contínua**. São Paulo: MAKRON Books, 1996.

BOOTH Laurence *et al.* Capital structures in developing countries. **The Journal of Finance**, 2001, vol. 56, n° 1, p. 87-130.

BOURGEOIS III L. J. Strategy and environment: a conceptual integration. **Academy of Management Review**, 1980, vol. 5, n° 1, p. 25-39.

BRADLEY Michael, JARRELL Gregg A. KIM Han E. - On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence. - **The Journal of Finance**, vol. 39, n° 3, p. 857-880, 1984.

BREALEY, R.A.; MYERS S.C. **Princípios de finanças empresariais**. 5.ed. Lisboa, Portugal, Mc Graw Hill, 1992.

BRIGHAM, Eugene F.; GAPENSKI, Louis C.; EHRHARDT, Michael C. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2001.

BRIGHAM, E. F.; HOUSTON, J. F. **Fundamentos da Moderna Administração Financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

BRITO, R. D. e LIMA, M. R. A Escolha da Estrutura de Capital sob Fraca Garantia Legal: O Caso do Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v.59, n.2, Abr/Jun p.177- 208, 2005.

BRITO, L. A. L.; VASCONCELOS, F. C. Firm performance in an extremely turbulent environment: year, industry and firm effects. In: Encontro Nacional dos Programas de Pós-graduação e pesquisa em administração, 27, 2003, Atibaia. **Anais**. Atibaia: ANPAD, 2003

BROOKS Chris. **Introductory econometrics to finance**. New York: Cambridge University Press, 2004.

BRYMAN, Alan. **Research methods and organizations studies**. London, Routledge, 1988.

CERVO, A. L., BERVIAN, P. A. **Metodologia científica**. 5ª Edição. São Paulo: Ed. Prentice Hall, 2002.

CHANDLER, A.D. **Strategy and struture**. Massachussets: M.I.T. Press, 1976.

CHILD, John. Organizational structure, environment and performance: the role of strategic choice. **Sociology**, v.6, p. 1-22, 1972.

CHUNG Kee H. - Asset characteristics and corporate debt policy: an empirical test. **Journal of Business Finance & Accounting**, 1993, vol. 20, n° 1, p. 83-98.

COASE, R. H., (1937), "*The Nature of the Firm*". *Economica*. v. 4, p. 386, nov. 1937.

COMBS, James G.; CROOK, Toledo R.; SHOOK, Carole L. The dimension of organizational performance and its implications for strategic management research. In: KETCHEN, David J.; BERGH, Donald D. **Research methodology in strategy and management**. San Diego: Elsevier, 2004. p. 259-286.

CONEJERO, MARCO A. **Marketing de crédito de carbono: um estudo exploratório**. 2006. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo. São Paulo.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas: Valuation**. São Paulo: Makron Books, 2000.

CROZATTI, J; GUERREIRO, R. - O Uso de Conceitos de Mensuração Avaliação de Desempenho em Relatórios Gerenciais e a Relação com Indicador Financeiros de Desempenho: um estudo em companhias abertas brasileiras. **Anais VIII Congresso Del Instituto Internacional de Custos. IIC. Punta del Leste, Uruguai, 2003.**

DAMODARAN, Aswath. **A face oculta da avaliação: avaliação de empresas de velha tecnologia, da nova tecnologia e da nova economia**. São Paulo, Makron Books. Tradução: Allan Vidiga, 2001.

DAMANPOUR, F. Organizational complexity and innovation: developing and testing multiple contingency models. **Management Science**. New Jersey, v. 42, n. 5, p. 693, 1996.

DAROIT, Dorian ; NASCIMENTO, L. F. . A busca da qualidade ambiental como incentivo à produção de inovações. *In: Encontro Anual dos Programas de Pós-Graduação em Administração*, 2000, Florianópolis.

DE ANGELO, Harry; MASULIS, Ronald W. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. **Journal of Financial Economics**, n. 8, p. 3-29, March 1980.

DESS, G.G.; BEARD, D.W. "Dimensions of organizational task environments", **Administrative Science Quarterly**, Vol. 29, n.1 p. 52-73. 1984.

DE NEGRI, João Alberto; SALERNO, Mario Sergio. **Inovações, padrões tecnológicos e desempenho das firmas industriais brasileiras**. Brasília: IPEA, 2005.

DILL, W.R. Environment as an influence on managerial autonomy. **Administrative Science Quarterly**, v.2, n.4, p.409-443, Mar. 1958.

DOSI, G.. Sources, procedures, and microeconomic effects of innovation. **Journal of Economic literature**, v. 36, p. 1120-1171, 1998.

DOWNING, D. CLARK, J. **Estatística Aplicada**. São Paulo: Saraiva, 2000.

DUNCAN, R. B. Characteristics of organizational environments and perceived environmental uncertainties. **Administrative Science Quarterly**, v 17, n° 3, 1972.

EHRBAR, Al. EVA – **Valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

ESTÉVEZ Vanessa Yanes. - Percepciones del entorno y riesgo estratégico asumido: la influencia de 'lo exterior' en el proceso estratégico. -**Management**, vol. 6, n° 2, p. 49-71, 2003.

EUROSTAT. **Third community innovation survey (CIS 3)**. Luxemburgo, Community Innovation Statistics, Statistical Office of the European Communities, Eurostat. 2004. Disponível em: <http://www.epp.eurostat.ec.europa.eu>. Acesso em 27 mar. 2009.

FAMA, R.; MELHER, S. A estrutura de capital na América Latina: existiria uma correlação com o lucro das empresas? *In: SEMEAD –SEMINÁRIO EM ADMINISTRAÇÃO*, 4. São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 1999, p. 1-16.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. **Review of Financial Studies**, 15, p. 1-33, 2002.

FARINA, Elizabeth M. M. et al. **Competitividade: mercados, Estado e organizações**. São Paulo: Singular, 1997.

FASSINA, P. H.; HEIN, N.; OLINQUEVITCH, L. Um Sistema Especialista Difuso na Análise do Endividamento de Empresas. *In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS*, 6, 2006, Vitória, **Anais...** Vitória: SBFIN, 2006.

FERRI, M.; JONES, W. Determinants of financial structure: a new methodological approach. **The Journal of Finance**, v. 34, n. 3, June 1979.

FIANI, Ronaldo. A teoria dos custos de transação. *In: Kupfer, D.; Hasenclever (org). Economia industrial: fundamentos teóricos e práticas no Brasil*. Rio de Janeiro: Campus, p. 267-306. cap. 12. 2002.

FRIEDLOB, George T.; PLEWA Franklin J., Jr. **Understanding on return investment**. New York: John Wiley & Sons, 1996.

GHEMAWAT, P. **A estratégia e o cenário dos negócios**. Porto Alegre: Bookman, 2000.

GIMENEZ, Fernando A P; GRAVE, P. S.. **Dinamismo ambiental e escolha estratégica: uma abordagem cognitiva. Comportamento Organizacional e Gestão**. Lisboa/Portugal, v.8, n.2, p.211-223, 2002. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/eneo/2000/dwn/eneo2000-28.pdf>. Acesso em 04/11/2008.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. Porto Alegre: Bookman, 2002

GOMES, G.; LEAL, R. Determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsas de valores. *In: Leal, R. and Costa Jr., N., & Lemgruber, E. (editores), Finanças Corporativas*. Atlas, São Paulo. 2001.

GOMES, Cláudia Maffini, KRUGLIANSKAS, Isak. Gestão de Fontes Externas de Informação Tecnológica e Desempenho Inovador nas Empresas. **XXXI Encontro da ANPAD**. Rio de Janeiro/Rj. Set/ 2007.

GONÇALVES, Carlos A.; DIAS, Alexandre T.; MUNIZ, Reynaldo M. Análise discriminante das relações entre fatores estratégicos, indústria e desempenho em organizações brasileiras atuantes na indústria manufatureira. **RAC**, Curitiba, PR, Brasil v.12, p.287-311, Abr./Jun. 2008.

GONÇALVES, Carlos Alberto; MEIRELLES, Anthero de Moraes. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 2004.

GRADILONE, C. **Em todo lugar**. *Revista Exame*, ano 36, n. 10. p. 88, 2002

GRAPELLI, A. A.; EHSAN, Nikbakht. **Administração financeira**. 3º ed. São Paulo: Saraiva, 1998.

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. **Financial markets and corporate strategy**. New York: McGraw-Hill Companies Inc., 2002.

GRZEBIELUCKAS, Cleci; MARCONB, Rosilene; ALBERTONC, Anete; BANDEIRA-DE-MELLO, Rodrigo. Estrutura de capital e a performance das firmas: uma análise empírica em companhias abertas no Brasil. REBRAE. **Revista Brasileira de Estratégia**, Curitiba, v. 1, n. 1, p. 73-88, jan./abr. 2008.

GRUPO DE CONJUNTURA DA FUNDAP. **O mercado de crédito no Brasil: tendências recentes**. Jun. 2008. Disponível em: www.fundap.sp.gov.br/debatesfundap/pdf/conjuntura/O_mercado_de_crédito_no_Brasil.pdf - Acesso em: 10/04/09.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria básica**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

HALL, R. H. **Organizações: estrutura e processos**. Rio de Janeiro: Prentice-Hall do Brasil, 1984.

HAMEL Gary. - Strategy, innovation and the quest for value. - **Sloan Management Review**, 1998, vol. 39, nº 2, p. 7-14.

HARRINGTON, R. et al. A question of fit: the links among environment, strategy formulation, and performance. **Journal of Business and Management**, 2004, v.10, n. 1, p. 15-38.

HARRIS Milton; RAVIV Artur. - The theory of capital structure. **The Journal of Finance**, vol. 46, nº 1, p. 297-355, 1991.

HAX, A. C. e N. S. MAJLUF. "The concept of strategy and strategy formation process", **Interfaces**, 1988, vol.18, no.3, p. 99-109.

HITT, Michael A.; HOSKINSSON, Robert E. ; KIM, Hicheon. International diversification: effects on innovation and firm performance in product diversified firms. **Academy of Management Journal**. v.40. p.767-798. 1997.

HITT Michael A.; KEATS Barbara W.; DeMARIE Samuel M. Navigating in the new competitive landscape: building strategic flexibility and competitive advantage in the 21st century. **Academy of Management Executive**, 1998, vol. 12, nº 4, p. 22-42.

HITT Michael A. The new frontier: transformation of management for the new millennium. **Organizational Dynamics**, 2000, vol. 28, nº 3, p. 7-16.

HITT, M. A.; BOYD, Brian K.; LI, D. The state of strategic management research and a vision of the future. In: KETCHEN, David J.; BERGH, Donald D. **Research methodology in strategy and management**. San Diego: Elsevier, 2004. p. 1-31.

HOJI, Masakazu. **Administração financeira: uma abordagem prática**. – 5. ed. – São Paulo: Atlas, 2004.

IBGE- 2005. **Panorama da economia brasileira 2000-2005**. Disponível em: www.ibge.gov.br/home/estatistica/economia/contasnacionais/referencia2000/2005/comentario.pdf. Acesso em: 20/04/2009.

IBGE- 2009. **Economia brasileira 2006-2007**. Disponível em: www.ibge.gov.br. Acesso em: 20/04/2009.

JACCARD James e TURRISI Robert. - **Interaction effects in multiple regression**. 2.ed. Thousand Oaks: Sage Publications, 2003.

JENSEN Michael C. The takeover controversy: Analysis and evidence. **Midland Corporation Finance Journal**. 4 (4) 6-32, 1986a.

JENSEN Michael C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, 1986b, vol. 76, n° 2, p. 323-329.

JENSEN, Michael C.;MECKLING, William H.Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, n.4, p.305-360, 1976.

KAYDOS, W. Performance measurement and performance management. In: **Measuring managing and maximizing performance**. Portland: Productivity, 1991. cap.3, p.33–52

KAYO, Eduardo k. **A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas: uma contribuição ao estudo de valoração de empresas**, 2002. 126 p. Tese (Doutorado)- Departamento de Administração da Faculdade de São Paulo, São Paulo.

KAYO, Eduardo Kazuo; FAMÁ,Rubens. Teoria da agência e crescimento: evidencias empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento. **Caderno de pesquisa em administração**, v.2, n.5, p.1-8, 2. sem.1997.

KAPLAN, R. S. e NORTON, D. P. **Estratégia em Ação**. Campus. Rio de Janeiro, 1997.

_____. **Organização Orientada para a Estratégia**. Campus. Rio de Janeiro, 2000

KASSAI, J. R; KASSAI, S; ASSAF NETO, A. Índice de Especulação de Valor Agregado – IEVA. *Revista de Contabilidade & Finanças*, n. 30, p. 32-45, 2002.

KATZ, D. , KAN, R.L. **Psicologia Social nas Organizações**. São Paulo, Atlas, 1976.

KAZMIER, Leonard J. **Estatística aplicada à economia e administração**. São Paulo: Pearson. Makron Books, 2004

KEATS, Barbara, HIIT, Michael. A causal model of linkages among environmental dimensions, macro organizational characteristics and performance. **Academy of Management Journal**., pp.570-598, September, 1988.

KIYAN, F. M. **Proposta para desenvolvimento de indicadores de desempenho como suporte estratégico**. 2001. Dissertação (Mestrado) – Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, 2001.

KOCHAR, R. Strategic assets, capital structure, and firm performance. **Journal of Financial and Strategic Decisions**, v. 10, n. 3, p. 23-36, 1997.

KOCHAR, R.; HITT, M.A. Linking corporate strategy to capital structure: diversification strategy, type and source of financing”, **Strategic Management Journal**, Vol. 19, pp. 601-610, 1998.

KOTLER, Philip. **Administração de marketing** . São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2000.

KUNIY, Mario. **Estudo sobre a estratégia da inovação e estrutura de capital em empresas brasileiras no período de 2002-2006**. 2008, p.128. Dissertação (Mestradi em Administração)- Universidade Pesbiteriana Mackenzie.

LAMBERT, Richard A. Contracting theory and accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, January, 2001, p. 3-87.

LAKATOS, E.M.;MARCONI,M.A. **Fundamentos da metodologia científica**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2000.

LAWRENCE, P.R.; LORSH, J.W. **As empresas e o ambiente: diferenciação e integração administrativas**. Petrópolis: Vozes, 1973.

LE SON Anh; WALTERS Bruce; KROLL Mark. The moderating effects of external monitors on the relationship between R&D spending and firm performance. **Journal of Business Research**, 2006, vol. 59, n° 2, p. 278-287.

LELAND, H.E.; PYLE, D.H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. **The Journal of Finance**, Vol. 32, n° 2, pp. 371 - 387, May 1977.

LEEDY, P. D.; ORMROD, J. E. **Practical research: planning and design**. 8.ed. Prentice Hall, 2004. 352 p.

LEV,B. **Intangibles Management, Measurement and reporting**. Washington: Brookings, 2001.

LI, Mingfang; SIMERLY, Roy L.: Environment dynamism, capital structure and innovation: an empirical test. **The internacional Journal of Organization Analysos**, vol. 10. n.2, pp. 156-171, 2002.

LUMPKIN, G. T.; DESS, Gregory G.. Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance. **Academy of Management Review**, Nova Iorque, v. 21, n. 1, p. 135-172, 1996.

MACEDO-SOARES, T. DIANNA L. V.; RATTON, Cláudio A.. Medição de desempenho e estratégias orientadas para o cliente: resultados de uma pesquisa de empresas líderes no Brasil. **RAE- Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 46-59, 1999.

MACHADO, M.R; VERAS MACHADO, M.A; HOLANDA, F.M.A **Indicadores de desempenho utilizados pelo setor hoteleiro, 2003**. Disponível em: <http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos62006/598.pdf>. Acesso em 20/08/2009.

MARTINS, E. EBITDA, o que é isso? Informações objetivas. **Caderno Temática Contábil e Balanços**. Informações objetivas IOB. São Paulo, n. 19, 1997.

MARQUES, B.R. **Estrutura de capital e desempenho financeiro: análise da industria de capital aberto no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração)-Universidade Federal do Paraná. Curitiba- Paraná Disponível em: <http://dspace.c3sl.ufpr.br/dspace/bitstream/1884/18504/1/BRUNO%20MARQUES-%20dissertacao-completa-pdf>- Acesso em 20 set. 2009.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise Financeira de Balanços: abordagem básica e gerencial**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

MELO, L. M. . **O financiamento da inovação nas empresas**. Valor Econômico, Rio de Janeiro, p. A14 - A14, 23 jul. 2007.

MESQUITA, J. M. C.; LARA, J. E. Capital structure and profitability: the Brazilian case. **ACADEMY OF BUSINESS AND ADMINISTRATION SCIENCES CONFERENCE**, Vancouver, 2003.

MILES, R. H. **Macro organizational behavior**. Glenview, Illinois: Scott Foresman and Company, 1980

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

MILLER, Danny; The structural and environmental correlates of business strategy. **Strategic Management Journal**; Vol. 8, 55 – 76, 1987.

MILLER, D.; P.H. FRIESEN Strategy- Making and Environment: The Third Link. **Strategic Management Journal**, vol. 4, p. 221-235, 1983.

MILLIKEN, F. J. **Three types of perceived uncertainty about the environment: State, effect, and response uncertainty**. *Academy of Management Review*, v. 12, n. 1, p. 133-143, 1987.

MINISTÉRIO DE DESENVOLVIMENTO, INDÚSTRIA E COMÉRCIO- 2009.
Desenvolvimento produtivo. Disponível em:
<http://www.mdic.gov.br/pdp/index.php/sitio/conteudo/index/1>. Acesso em: 20/04/2009.

MINTZBERG ,H **The rise and fall of strategic planning: reconceiving roles for planning, plans, planners.** New York: The free press, 1994

MINTZBERG ,H., AHLSTRAND,B. & LAMPEL.J., **Safári de Estratégia – Um roteiro pela selva do Planejamento Estratégico** – Bookman,Porto Alegre,2000.

MYERS, S. Determinants of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, v. 5, n. 2, p. 147-175, 1977.

MYERS, S. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, vol. 39, n° 3, p. 575-592, 1984.

MYERS, S. Capital structure- **Journal of Economic Perspectives**, vol.15, n 2, p.81-102, 2001

MYERS Stewart C.; MAJLUF Nicholas S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **The Journal of Finance**, vol. 13, n° 2, p. 187-221, 1984,

MYERS S.C. e BREALEY, R.A. **Princípios de finanças empresariais.**5ed. Lisboa, Portugal, Mc Graw Hill, 1992.

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

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.

MORAES, E. G. **Determinantes da estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa.** 2002. 88 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRG, Rio Grande do Sul, 2005.

MOREIRA, M. & PUGA, F. Como a indústria financia o seu crescimento: Uma análise do Brasil Pós-Plano Real. **Revista Econômica Contemporânea**, 5:35–67, 2001

MOREZI, Eduardo A.D. **Monitoração ambiental e complexidade.** Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Estudos Sociais Aplicados, Universidade de Brasília, Brasília, 2001.

MORGAN, G. A Natureza entra em Cena: As organizações vistas como organismos. In: **Imagens da Organização.** São Paulo: Atlas, 1. ed. 1996: 9ª tiragem. p. 43-52.

NAKAMURA, Wilson T *et al.* Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro - análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Rev. Contabilidade e finanças.** vol.18 no.44 São Paulo May/Aug. 2007

NEELY, A. GREGORY, M.; PLATTS, K. Performance measurement system design: A literature review and research agenda. **International Journal of Production Economics**. n. 4, p. 80-116, 1995.

NEVES, M. S.; NEVES, C. Interações entre Estratégia e Finanças: uma Abordagem Exploratória. In: XXII ENEGEP - Encontro Nacional de Engenharia de Produção, 2002, Curitiba. **Anais do XXII ENEGEP - Encontro Nacional de Engenharia de Produção**. Curitiba, 2002.

O'BRIEN, Jonathan P. The capital structure implications of pursuing a strategy of innovation. **Strategic Management Journal**, v.24, n.5, p.425-431, 2003.

OLIVEIRA, Virginia I. **Determinantes da inovação em empreendimentos internacionais sediados no Brasil**. 2000. Casos no setor de fundição. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte.

OTLEY, D. Measuring performance: The accounting perspective. *In: NEELY, A. (Ed) Business performance measurement: theory and practice*. Cambridge: Cambridge University Press, 2003. p. 3-21.

PAIVA, Ely Laureano ; FENSTERSEIFER, Jaime Evaldo ; ROTH, Aleda . A Relação entre Competitividade e o Processo Estratégico na Área de Produção - uma Análise Baseada no Conhecimento Organizacional. In: XXIV ENANPAD, 2000, Florianópolis - SC. **Anais do XXIV ENANPAD**, 2000. v. 1

PEREIRA, S. B. C. Análise da relação entre valor e alavancagem no mercado brasileiro. In: Encontro Anual da Associação Nacional de Pós- graduação e pesquisa em administração, 24., 2000, Florianópolis. **Anais...** Florianópolis: EnANPAD, 2000. p. 1-16

PEREIRA FILHO, Antonio D. **Estratégia de Financiamento das empresas alimentícias e eletroeletrônicas em tempos de real**. 1997, 128p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte.

PEREIRA FILHO, Antonio D; LOUVET, Pascal. A estrutura financeira, o dinamismo ambiental e a performance econômica: uma análise no contexto das empresas brasileiras. **FACEF Pesquisa**, 2008, v. 11, n. 3. p. 292-408.

PEREIRA FILHO, Antonio D.; LOUVET, Pascal. **As relações entre a estrutura de capital e a performance à luz do ambiente econômico das empresas brasileiras**. Relatório final de projeto de pesquisa. Programa de auxílio à pesquisa de recém-doutores. Universidade Federal de Minas Gerais: Pró-Reitoria de Pesquisa, 2009. 108p.

PEROBELLI, F. & FAMÁ, R. Determinantes da estrutura de capital: Aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, 37, 2002.

PESTANA, M. H.; GAGEIRO, J. N. **Análise de dados para ciências sociais - a complementaridade do SPSS**. Lisboa: Edições Silabo, 2000.

PESTANA, M. H.; GAGEIRO, J. N. **Descobrimos a regressão: com a complementaridade do SPSS**. Lisboa: Edições Sílabo, 2005.

PETERSON, Pamela P.; PETERSON, David R. **Performance de empresas e medidas de valor adicionado**. Virginia: Fundação de Pesquisa do Instituto de Analistas Financeiros Certificados, 1996.

PINHEIRO, Bruno R.; FERREIRA, Paulo S.S. **Conjuntura Internacional e Setor Externo Brasileiro: Uma Análise do Período 2003/2006- Ag/2007**. Disponível em: www.nec.ufba.br/.../Setor_Externo...Internacional/.../2006.10%20%20Conjuntura%20Internacional%20e%20Setor%20E. Acesso em: 23 abr. 2009.

PINTEC- **Pesquisa de Inovação Tecnológica 2005**. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/economia/industria/pintec/2005/default.shtm>. Acesso em: 28/04/2009.

PRAHALAD, C.K.E HAMEL,G. The Core competence of the Corporation. **Harvard Business Review**: May- June, p.79-91, 1990.

PORTER, M. **Estratégia Competitiva-Técnicas para análise de indústrias e da concorrência**. Editora Campus, 1980.

PORTER, M. **A vantagem competitiva das nações**. Rio de Janeiro: Campus, 1993.

PROCHNIK, Victor; ARAÚJO, Rogério D. Uma análise do baixo grau de inovação na indústria brasileira a partir do estudo das firmas inovadoras, *In*: DE NEGRI, João Alberto; SALERNO, Mario Sergio. **Inovações, padrões tecnológicos e desempenho das firmas industriais brasileiras**. Brasília: IPEA, 2005, cap. 6, p.193

PROCIANOY, J. L.; SCHNORRENBERGER, A. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v. 58, n. 1, p. 122-146, jan./mar. 2004.

RAJAN,R.and L. ZINGALES. Is there an optimal capital structure? Some evidences from International Data. **Journal of Finance**, vol.50, pp.1421-1460, 1995.

RASHEED, J.E. PRESCOTT . "Towards and objective classification scheme for organizational task environments", **British Journal of Management**, Vol. 3 pp.197 – 206, 1992.

ROESCH, Sylvia M. A. **Projetos de estágio e pesquisa em Administração**. São Paulo: Atlas, 1999.

ROSS, Stephen A. The determination of financial structure: The Incentive – Signalling Approach. **The Bell Journal of economics**, vol.8, n.1, p.23-40, Spring, 1977

ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W.; JAFFE, J.F. **Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.

ROSS, S.A; WESTERFIELD, R. W. e JAFFE, J. F. **Administração Financeira: Corporate Finance**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

SANDRINI, João. **Setor de papel e celulose terá 2009 difícilimo**. Portal EXAME, 16 de março de 2009. Disponível em: portalexame.abril.com.br/.../setor-papel-celulose-tera-2009-dificilimo-428289.html. Acesso em 15.02.2010.

SANTOS, Juliana Bonomi. **Uma proposta de conceituação e representação do desempenho empresarial**, 2008. Dissertação (Mestrado) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio, São Paulo.

SCHUMPETER, Joseph Alois. **Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico**. São Paulo: Abril Cultural, 1982

SCHUMPETER J. A. **Capitalismo, Socialismo e Democracia**. Zahar Editores. Edição brasileira, 1961.

SCHLEIFER, A., VISHNY R.W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**. Vol.LII, n.2 1997

SHARMA Subhash; DURAND Richard M.; GUR-ARIE Oded. Identification and analysis of moderator variables. **Journal of Marketing Research**, 1981, vol. 18, nº 3, p. 291-300.

SHARFMAN, Mark P.; DEAN JR., W. James. Conceptualizing and measuring the organizational environment: a multidimensional approach. **Journal of Management**. Dez. 1991. Disponível em: http://findarticles.com/p/articles/mi_m4256/is_n4_v17/ai_11817363/pg_3/ - 36k. Acesso em 29/04/2009.

SHYAM-SUNDER, Lakshmi; MYERS, Steward C. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. **Journal of financial Economics**, v. 51, n.2,p.219-244, February 1999.

SIMERLY, Roy L. and LI, Mingfang. Environmental dynamism, capital structure and performance: a theoretical integration and an empirical test. **Strategic Management Journal**.v. 21, p. 31-49, 2000

SIMON, H. A. **Comportamento administrativo: estudo dos processos decisórios nas organizações administrativas**. 2. ed. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1965.

SINGH, Manohar; MATHUR,Ike; GLEASON, Kimberly C.; ETEBARI, Ahmad. An empirical examination of the trend and performance implications of business diversification. **The journal of business and economic studies**. v.7,n.2, p.25-80, Fall, 2001.

SKELY, W. S.; COLLINS, J. M. Cultural influences on international capital structure. **Journal of International Business Studies**, v. 19, n. 1, p. 87-100, 1988

STEINER NETO, P. J. "**A percepção dos resultados esperados pelos beneficiários como fator de influência no processo decisório**". 1998. Tese (Doutorado). Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP, São Paulo.

STRATEGOR. **Stratégie, Structure, Décision, Identité** - Politique Générale d'entreprise, Inter Editions, Paris-1993.

SOKOLOSHI, Paola K.M. **O relacionamento entre incerteza ambiental percebida, estratégia organizacional, grupos estratégicos e desempenho**, 2007. Dissertação (Mestrado em Administração): Centro de Ciências Sociais Aplicadas. Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Paraná. Disponível em: <http://biblioteca.universia.net/ficha.do?id=31920370>. Acesso em: 20 mar. 2009.

SOLOMON, Ezra. **Teoria da Administração Financeira**. 3. Ed., São Paulo: Zahar, 1977.

SVEIBY, K.E.. **A nova riqueza das organizações- gerenciando e avaliando patrimônios de conhecimento**. 7 ed. Rio de Janeiro: Editora Campus. 1998.

TABACHNICK, B. & Fidell, L. **Using multivariate statistics** (4th ed.; cap. 5, pp. 111-176). Boston: Allyn and Bacon, 2001.

THIES Clifford F. et KLOCK Mark S. - Determinants of capital structure. - **Review of Financial Economics**, 1992, vol. 1, n° 2, p. 40-52.

TITMAN Sheridan e WESSELS Roberto- The determinants of capital structure choice- **The Journal of Finance**, vol. 43, n° 1, p. 1-19, 1988.

TRIVIÑOS, Augusto Nivaldo Silva. **Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação**. São Paulo: Atlas, 1987.

UTTERBACK, James M., **Environmental analysis and forecasting in Strategic management**. USA, Little, Brown and Company, 1979.

VASCONCELLOS FILHO, P. **Planejamento e controle: uma proposição brasileira**. Rio de Janeiro. Livros técnicos e científicos. Editora S.A, 1983.

VASCONCELOS, Yumara Lúcia. EBITDA: como instrumento de avaliação de empresas. **Revista Brasileira de Contabilidade**. Brasília, ano XXXI, n° 136, p. 39-47, jul./ago. 2002.

VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de. **Fundamentos de Economia**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2004.

VICENTE- LORENTE, Jose David. Specificity and capacity as resource-based determinantsof capital structure: evidence for Spanishmanufacturing firms. **StrategicManagementJournal**, v.22 ,n.2, p.157-177, 2001.

VON BERTALANFFY, L. **Teoria geral dos sistemas**. Petrópolis: Vozes, 1973.

WESTON, J. F. & BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da Administração Financeira**. 10ª Ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

WILLIAMSON, Oliver. **Markets and hierarchies, analysis and antitrust implications**. New York: The Free Press, 1975.

WILLIAMSON, Oliver. **The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting**. New York: The Free Press, 1985. 450 p.

WILLIAMSON, Oliver. Corporate Finance and Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 3, p. 567-591, 1988.

WILLIAMSON, Oliver. **The mechanism of governance**. New York: Oxford University Press, 1991.

WILLIAMSON, Oliver. Comparative economic organization: the analysis of discrete structural alternatives. **Administrative Science Quarterly**, 1991, v. 36, n° 2, p. 269-296.

WILLIAMSON, Oliver. **The mechanisms of governance**. New York: Oxford University Press, 1996. 429 p.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à Econometria: Uma abordagem moderna**-Thomson, 2006.

YOUNG, David S.; O'BYRNE, Stephen F. **EVA and value-based management: a practical guide to implementation**. USA: McGraw Hill, 2001.

ZANI, João. **Estrutura de Capital: Restrição Financeira e Sensibilidade do Endividamento em Relação ao Colateral**. 2005. 249 p. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.

ZONENSCHAIN, C.N. **Estrutura de capital e as empresas no Brasil**. Revista do BNDES, v. 5, n. 10, p. 63-92, 1998. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/rev1003.pdf>. Acesso em 24/02/2009.