
Uso da estrutura de capital por empresas agroindustriais

Letícia de Oliveira¹
Luiz Marcelo Antonioli²

Resumo

O objetivo do trabalho foi identificar e caracterizar as empresas agroindustriais em relação ao uso da teoria de estrutura de capital para sua atividade financeira. A estrutura de capital apresenta-se como de grande importância, envolvendo investimentos e financiamentos (capital de terceiros e próprio). Metodologicamente, a pesquisa foi caracterizada como descritiva conclusiva, por meio de uma amostra intencional de 69 empresas agroindustriais do sul de Minas Gerais. Buscou-se conhecer as características quanto a constituição do capital próprio e de terceiros, em função de suas operações de investimentos e financiamento. Os resultados demonstraram que, de modo geral, a ação da estrutura de capital em gerar valor para a empresa não tem sido aplicada. A sua utilização pela maioria das empresas está relacionada a mudar a estrutura de capital pela taxa média de retorno. Portanto, as empresas estão preferindo trabalhar com capital próprio em relação ao capital de terceiros, pois consideram que o custo de capital dos empréstimos existentes no mercado esteja alto. Assim, as decisões financeiras estão mais relacionadas às oportunidades de investimento do que com a combinação ótima de capital próprio ou capital de terceiros.

Palavras-chave: estrutura de capital, financiamento e agroindústria.

The use of capital structure by agribusiness companies

Abstract

The objective of the work was to identify and characterize the agribusiness companies concerning the use of the theory of capital structure for its financial activity. The capital structure is one of great importance, involving both investments and financings (both the capital of external parties' and their own). Methodologically, the research was characterized as descriptive conclusive, through an intentional sample of 69 agribusiness companies in the south of Minas Gerais. The objective was to know the characteristics as to the constitution of their own capital and that of external parties, in function of its investments and financing operations. The results showed that, in general, the action of the capital structure in generating values for the company has not been applied. Its use by most of the companies is related to the change of the capital structure through the medium rate of return. Therefore, the companies will rather work with their own capital in relation to the external capital, because they consider that the cost of capital of the existing loan policies in the market is high. Thus, the financial decisions are more related to investment opportunities than to the optimum combination of their own capital or the external capital.

Key words: structure of capital, financing and agribusiness.

¹ Administradora e Mestranda do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Lavras, Rua Ilomêna Augusta Cabral, nº 64/101, Centro, 37.200-000, Lavras, MG, oliveira.l@ufsla.com.br

² Doutor em Administração, Professor da Universidade Federal de Lavras, Caixa Postal 37, 37.200-000, Lavras, MG, lmarcelo@ufsla.br

1 Introdução

A estrutura de capital foi estudada com base no famoso artigo publicado, em 1958, por Modigliani e Miller (MM), relativo ao mérito do financiamento das empresas, por meio do capital de terceiros e do capital próprio. A idéia central destes autores foi de que, a partir de certos pressupostos, as proporções de endividamento e de capital próprio são irrelevantes para determinar o valor do mercado da empresa.

Posteriormente, Modigliani & Miller (1963) modificaram sua teoria proposta em 1958, passando a considerar que os juros pagos pelas empresas são dedutíveis do lucro tributável, o que poderia induzir ao pensamento de que as empresas poderiam, com baixos níveis de risco, tornar altamente endividadas.

Teoricamente, as empresas poderiam ser totalmente financiadas com capital de terceiros, visto que, na medida em que cresce o endividamento da empresa, o risco pelo lado dos credores em não receber o retorno sobre o capital investido seja aumentado. Desse modo, os empresários devem analisar os riscos antes de assumir dívidas.

O gerente financeiro das empresas responsabiliza-se pela obtenção de fundos para a empresa, quando esta tem necessidade deles. O dilema está em definir a que fonte de financiamento recorrer. Para tanto, o critério deve ser o de escolher uma combinação de fontes que maximize a riqueza da empresa. Ainda, poder-se-ia dizer, em termos gerais, que deve-se escolher aquela combinação de fontes que proporciona a maior quantidade de recursos ao custo mais baixo possível. Esta combinação de fontes constitui a estrutura de capital da empresa, que reflete as decisões de seu funcionamento.

O objetivo geral da presente pesquisa foi identificar e caracterizar as empresas que atuam no setor agroindustrial da região sul do estado de Minas Gerais em relação ao uso da teoria de estrutura de capital para sua atividade financeira. Especificamente, buscou-se: identificar a proporção de capital próprio e de terceiros utilizados pelas empresas; analisar os fatores que determinam a proporção de capital próprio e de terceiros que vêm sendo utilizados pelas empresas; identificar e caracterizar os diferentes grupos de empresas agroindustriais em relação à utilização ou não da estrutura de capital; identificar e verificar as variáveis que contribuem significativamente para a discriminação dos grupos de empresas agroindustriais que utilizam ou não a estrutura de capital e verificar as possíveis diferenças quanto a utilização ou não das informações de estrutura de capital pelas empresas agroindustriais.

2 Referencial teórico

A evolução do estudo de estrutura de capital pode ser dividida em duas grandes fases, todas refletindo a abordagem dada, à época, ao estudo de risco e seu efeito sobre o custo de capital. Na primeira fase, que vai do início do estudo de finanças até a década de 1950, a noção intuitiva da existência de risco não era acompanhada de um instrumental analítico adequado para tratá-lo. Embora empresas consideradas de maior risco, por sua atividade ou baixa capitalização, tivessem acesso a créditos mais caros (maiores taxas de juros), a quantificação desse efeito era bastante limitada, seja pela falta de uma estrutura teórica que permitisse estabelecer uma relação efetiva entre risco e custo de capital, seja pela própria dificuldade em processar uma grande quantidade de informações, dadas as limitações tecnológicas da época.

A segunda fase, que teve início no estudo clássico de Markowitz (1952) e, especificamente para o estudo de estrutura de capital, teve seu grande marco em Modigliani & Miller (1958), quando a incerteza passou a ser considerada. Essa fase, cujos estudos se prolongam até hoje, poderia ser chamada de fase da incerteza dos fatos. Isso porque, na década de 1970, Jensen e Meckling (1976) introduziram, em finanças, o tema do conflito de agência, enquanto Ross (1977)

trazia o tema da informação contida na política de dividendos. Seguido por estudos que consideraram o tema da assimetria de informação, o estudo de Jensen & Meckling abriu caminho para se questionar não meramente a incerteza dos eventos relativos às empresas, mas sobre a forma como os agentes se comportam e a informação disponível ao investidor. Também produziu efeitos sobre a forma como se considerava a estrutura de capital das empresas. A introdução desse conceito não diminuiu o interesse na evolução dos estudos iniciados na fase anterior.

Conforme Brealy & Myers (1992), a teoria tradicional busca a maximização do valor da empresa pela minimização do seu custo médio ponderado de capital (CMPC), ou seja, a média dos custos das diferentes fontes de recursos ponderada pela proporção de cada fonte na estrutura de capital. O ponto ótimo na estrutura de capital é aquele em que o custo médio ponderado de capital da empresa é minimizado. Na abordagem tradicional, as decisões de financiamento influenciam a determinação do valor da empresa.

A estrutura de capital é alcançada em função do fato de que, até um determinado limite, o endividamento propiciaria ganho de valor para as empresas e, após este limite, a situação se inverteria. As vantagens do endividamento, isto é, a oportunidade de criação de valor adicional por meio da decisão de financiamento, só são possíveis ocorrer na presença de imperfeições de mercado, tais como impostos, interferência governamental, barreiras de entrada, desequilíbrio entre demanda e oferta e outros.

A contribuição maior da teoria tradicional foi a estrutura ótima de capital. Esta estrutura ótima é conseguida por meio de uma combinação entre a utilização de capital de terceiros e capital próprio com custo mínimo e quando os recursos de terceiros são mais baratos em função do risco menor que estes oferecem, por terem remuneração fixa, os juros devem ser pagos, independentemente dos resultados da empresa. Por isso, sua utilização diminui o custo médio ponderado de capital da empresa e, portanto, aumenta o seu valor, ou seja, a abordagem sobre estrutura ótima de capital existe para uma estrutura de capital que maximiza o valor da firma.

DeAngelo & Marsulis (1980) desenvolveram um modelo de estrutura ótima de capitais que incorporava o impacto dos impostos sobre os rendimentos das empresas e, ainda, as vantagens fiscais não resultantes do endividamento. Estes autores argumentam, particularmente, que as vantagens fiscais, em face das amortizações e dos créditos de imposto, são substitutas dos benefícios fiscais do financiamento com capital de terceiros, pelo que determinam negativamente o nível de endividamento das empresas. Outros autores (Bradley et al., 1984; Titman & Wessels, 1988; Balakrishnan & Fox, 1993) relacionaram este tipo de vantagens fiscais com a composição dos ativos da empresa, argumentando que o sinal da relação depende dos indicadores utilizados para medir tais vantagens.

De acordo com Brasil (1997), a validade da abordagem da estrutura ótima depende de algumas pressuposições de cunho comportamental. Uma delas se refere à relação entre a taxa e o grau de endividamento. A densidade da função da taxa deve ser tal que, para pequenos valores do grau de alavancagem do endividamento, ela permanece constante. O argumento para isso seria o de que as dívidas, quando representam pequenas proporções do capital total, não ameaçam a segurança dos credores, quanto ao retorno de seus capitais emprestados à firma. Para níveis maiores de endividamento, eles demandam maiores taxas de juros para fazerem frente ao maior risco financeiro. De modo algum, tomar emprestado significa sempre melhorar a situação da empresa. Há casos em que o endividamento eleva o valor da firma, porém, há outros em que o valor da empresa cai e há outros ainda em que qualquer opção de financiamento é equivalente.

Em suma, a teoria tradicional prega que as empresas procurarão sempre uma estrutura de capital "ótima", que minimize ao mesmo tempo os seus custos e riscos. Quanto maiores as vantagens de custo associadas ao nível corrente das taxas de juros e dos impostos, maior a tendência ao uso de endividamento, ocorrendo o inverso quanto maior o risco de falência. O resultado será uma relação endividamento/emissão ótima para a firma.

Particularmente após 1958, a publicação do trabalho de Modigliani & Miller, intitulado "*The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*", deu início à chamada teoria moderna sobre estrutura de capital, por meio de uma política de endividamento. Esta teoria veio contestar as idéias da teoria chamada tradicional, que afirmava haver uma combinação ótima de

dívidas e capital próprio que maximizaria o valor da empresa. Muitos estudos, discussões e controvérsias têm surgido nos últimos anos e o tema ainda não possui um paradigma definido, ou seja, não há ainda consenso.

Em seu trabalho, Modigliani & Miller (1958), baseados nos pressupostos do mercado perfeito e sem impostos, afirmaram que a estrutura de capital é irrelevante para determinar o valor de mercado da empresa. Uma firma alavancada tem o mesmo valor de mercado de uma firma não alavancada.

Assim, Modigliani & Miller (1958) elaboraram três proposições, a partir das quais eles advogaram a irrelevância da estrutura de capital sobre o valor da empresa. Negaram, portanto, a afirmação tradicionalista da existência de um ponto (ou intervalo) ótimo na estrutura de capital, no qual o valor da empresa é maximizado.

As proposições de Modigliani & Miller partem de uma série de pressuposições, entre as quais delineiam:

- seus títulos são negociados em mercados perfeitos, sob concorrência atomística e seus preços são uma proporção dos retornos sobre uma constante de sua classe de risco;
- nos mercados de capitais não há custos de transação;
- indivíduos podem emprestar à taxa livre de risco, agindo racionalmente;
- não há custos de insolvência, pois os investidores possuem expectativas homogêneas a respeito dos lucros futuros das empresas;
- todas as empresas estão na mesma classe de risco;
- não se espera que os lucros tenham crescimento ao longo do tempo;
- o imposto de renda sobre empresas constitui-se na única forma de arrecadação do governo;
- administradores e investidores possuem a mesma informação, não havendo assimetria informacional;
- as empresas distribuem todos os seus lucros na forma de dividendos, não havendo retenção de lucros;
- os administradores agem sempre no interesse da maximização da riqueza, não havendo custos de *agency* (Simões Pereira, 1995).

As três proposições básicas relativas à avaliação de títulos de firmas com diferentes estruturas de capital serão descritas a seguir:

- Proposição I: “O valor de mercado de qualquer empresa é independente de sua estrutura de capital e é dado pela capitalização dos seus retornos esperados a uma taxa constante apropriada para sua classe de risco, assim como seu Custo Médio de Capital (CMC) é igual ao de uma empresa sem dívidas.”

Segundo Modigliani & Miller (1958), o valor da empresa é independente de sua estrutura de financiamento, sendo apenas função de suas decisões de investimento. Em síntese, a proposição I assegura que, sob condições eficientes de funcionamento do mercado de capitais e do comportamento do agente, a proporção de dívidas da empresa relativamente ao total de ativos é irrelevante para seu valor de mercado.

Um mercado eficiente de capitais é aquele no qual os preços dos títulos refletem completamente as informações disponíveis.

A hipótese de mercado eficiente possui algumas implicações, tanto para os investidores quanto para as empresas. Ross et al., (1995) discutem que as informações têm reflexos imediatos nos preços e que os investidores só devem esperar obter uma taxa normal de retorno. Além disso, a tomada de conhecimento da informação apenas no momento em que é divulgada não traz vantagem alguma para o investidor, visto que o preço se ajusta antes que o investidor tenha tido tempo de comprar ou vender a ação. As empresas devem esperar receber o valor justo (valor

presente) pelos títulos vencidos. Portanto, não há, em mercados eficientes de capitais, oportunidades de financiamento que produzam valor em decorrência de se ter enganado os investidores. A consequência lógica da disponibilidade, da análise, da venda e da utilização de toda informação num esforço para obter lucros com a negociação de ações, é fazer com que o mercado se torne eficiente.

Um mercado é eficiente no que diz respeito à informação quando não é possível obter lucros extraordinários utilizando essa informação, ou seja, quando os preços incorporam essa informação. Sem saber alguma coisa especial sobre uma ação, um investidor num mercado eficiente deve esperar apenas o retorno exigido de equilíbrio num investimento qualquer e uma empresa deve esperar pagar um custo de capital de equilíbrio (Ross et al., 1995)

- Proposição II: *“A rentabilidade esperada de uma empresa com dívidas é igual à taxa de capitalização para uma empresa sem dívidas para determinada classe de risco, mais um prêmio de risco proporcional ao nível de endividamento.”*

A rentabilidade esperada de uma empresa alavancada mostra-se positivamente inclinada, sendo função do nível de endividamento. Entretanto, a rentabilidade esperada ou o custo do capital próprio aumentarão apenas o suficiente para manter o custo médio ponderado de capital constante (Brealey & Myers, 1992).

O valor da empresa deve, então, ser definido pelo valor atual líquido de todos os seus investimentos, adicionado pelo valor atual líquido dos benefícios fiscais do endividamento (Modigliani & Miller, 1963). Dessa forma, concluíram os autores que o valor da empresa é maximizado no momento em que o endividamento alcança um nível de 100% da estrutura de capital da empresa, o que, na prática, não aconteceria, pois o nível de endividamento é controlado exogenamente pelo mercado, que evita que ele alcance este nível (Ferreira & Brasil, 1997).

Segundo Krämer (1996), o argumento de MM não encontra sustentação empírica quando considerada a realidade do mercado, em que o emprego da dívida como única fonte de recursos está longe de refletir o padrão adotado pelas empresas.

- Proposição III: *“Conseqüência da anterior, apenas mostra que a política de investimentos da empresa independe do tipo de financiamento usado. O que importaria então como critério de avaliação de investimentos é verificar se a sua rentabilidade é maior que a taxa de capitalização da firma em sua classe determinada.”*

Modigliani & Miller afirmam que suas proposições apenas servem para mostrar que o tipo de instrumento utilizado para financiar os investimentos é irrelevante para se aprovar ou não um projeto e não que a decisão de financiamento seja um problema trivial.

Esta proposição, juntamente com a primeira, forma o postulado da independência das políticas de investimento e financiamento. Essas políticas são vistas por Modigliani & Miller como independentes entre si, no sentido de que podem ser implementadas em separado. Tedeschi (1997) destaca a posição de Modigliani e Miller na separação total das decisões de investimento e de financiamento da firma.

A decisão de investimento é mais importante do que a decisão de financiamento na criação de valor para a empresa (Tedeschi, 1997). Desse modo, a geração de riqueza depende principalmente da decisão sobre a atividade operacional. Portanto, a decisão de investimento não pode mudar em função do tipo de financiamento escolhido e, sim, o contrário, pois não existe separação entre as decisões de investimento e financiamento.

Couto (1995) destaca que a decisão de financiamento objetiva primordialmente encontrar a estrutura de capital que maximiza o valor da empresa, dados os seus ativos e o seu plano de investimento. Logo, se a empresa tem duas fontes de financiamento - dívida e capital próprio - tentará encontrar a proporção de dívida que torne seu valor de mercado tão grande quanto possível. Mas, a empresa recorre a recursos externos quando suas necessidades de caixa superam os fundos gerados internamente.

Em 1963, Modigliani & Miller publicaram o artigo “*Corporate income taxes and the cost of capital*”, no qual fizeram uma correção das proposições feitas no artigo anterior, confirmando sua teoria de que a estrutura de capital não afeta o valor da empresa, mas esse valor pode ser afetado pelas imperfeições do mercado, tais como o imposto de renda. Assim sendo, eles chegaram à conclusão de que o imposto de renda pago pela empresa influi na sua estrutura de capital, uma vez que oferece benefícios fiscais à utilização do endividamento. Desse modo, a estrutura de capital da empresa não pode ser considerada irrelevante quando se computa o benefício fiscal do endividamento. O valor de mercado da empresa passou a ser definido como o valor atual líquido do fluxo de rendimentos, adicionado do valor atual líquido dos benefícios fiscais do endividamento. No artigo anterior (1958), eles já haviam reconhecido que os impostos ofereciam uma pequena vantagem para as dívidas, mas consideraram-nas irrelevantes.

Ao assumir que a estrutura de capital não é mais irrelevante para o valor da empresa, os autores tornaram-se quantitativamente mais próximos dos tradicionais; contudo, a interpretação das duas correntes permanece distante. Para Modigliani & Miller, o efeito da alavancagem sobre a rentabilidade esperada ou custo de capital é só um problema de dedutibilidade dos juros. Para os tradicionais, a alavancagem diminui o custo de capital, independentemente do método de taxação dos lucros da empresa.

Modigliani & Miller (1958), por outro lado, por meio dos mecanismos de arbitragem aplicáveis aos mercados de capitais “perfeitos” em condições de competição atomística, apregoaram a irrelevância da estrutura de capital na determinação do valor da empresa, sendo esta função exclusiva da carteira de investimentos. Mas, em uma versão revisada de seu modelo proposto, Modigliani & Miller (1963) reconheceram que o resultado para o acionista independe da estrutura de capital, exceto pela economia fiscal provocada pelo endividamento, já que as despesas com juros reduzem o imposto de renda a pagar das empresas.

De acordo com Sirihal & Melo (1999), o valor de mercado de uma empresa com dívidas equivale ao valor de mercado de uma empresa sem dívidas, acrescido do benefício fiscal do endividamento. Só que este benefício fiscal não é apenas a alíquota dos impostos aplicada ao valor de mercado das dívidas. Há um redutor em função do menor aproveitamento da dedutibilidade fiscal da correção monetária de balanço sobre o patrimônio líquido contábil, reduzido em função das dívidas.

Os modelos desenvolvidos pelas teorias de estrutura de capital procuram determinar alterações no valor da empresa, proporcionadas unicamente pela sua estrutura de financiamentos, independentemente de alterações nos investimentos. Embora haja algumas controvérsias entre os diversos teóricos, há um certo consenso entre os autores em considerar a existência de um benefício fiscal ao endividamento, traduzido em acréscimo de valor para a empresa endividada. Este benefício decorre simplesmente da economia fiscal proporcionada pela dedutibilidade das despesas com juros.

Miller (1977) publicou, no *Journal of Finance*, o trabalho clássico *Debt and taxes*, complementando a proposição Modigliani & Miller com os impactos da tributação relativa aos rendimentos dos investimentos da pessoa física. Nesse artigo, o autor chegou à conclusão de que, nos casos em que houver progressividade na tributação da pessoa física, sempre que a sua alíquota do imposto de renda for igual ou superior à pessoa jurídica, não haverá ganho ou perda pelo uso de capital de terceiros. Este caso reafirma a convicção anterior de irrelevância da estrutura de capital na determinação do valor da firma. Apenas nas situações em que a alíquota de imposto de renda na pessoa física fosse inferior à pessoa jurídica, permaneceria a vantagem fiscal do endividamento.

3 Metodologia da pesquisa

Em relação aos objetivos gerais, para Gil (1995), é possível classificar a pesquisa em descritiva, na qual se tem como objetivo a descrição das características de determinada população ou fenômeno, bem como o estabelecimento de relação entre variáveis e fatos. Já as pesquisas descritivas conclusivas são caracterizadas por possuírem objetivos bem definidos, procedimentos formais, por serem bem estruturadas e dirigidas para a solução de problemas ou avaliação de alternativas de cursos de ação.

De acordo com Freitas et al. (2000), os métodos de pesquisa podem ser quantitativos (*survey*, experimento, etc.) ou qualitativos (estudo de caso, *focus group*, etc.), devendo sua escolha estar associada aos objetivos da pesquisa. Ambos os tipos possuem vantagens e desvantagens. Não há obrigação alguma de se eleger apenas um método. Cada desenho de pesquisa ou investigação pode fazer uso de diferentes métodos de forma combinada, o que se denomina de multimétodo, ou seja, aliando o qualitativo ao quantitativo (e não só tendo mais de uma fonte de coleta de dados).

Neste contexto é que se insere a proposta da presente pesquisa, classificando-a como descritiva conclusiva, buscando identificar a utilização da estrutura de capital em empresas que atuam no setor agroindustrial do estado de Minas Gerais. Quanto à natureza das variáveis levantadas, classifica-se como dados qualitativos e quantitativos.

Utilizou-se, neste trabalho, a amostragem não-probabilística intencional em que, de acordo com Martins (1994), há uma escolha deliberada dos elementos da amostra. Desse modo, o procedimento de amostragem não-probabilística não permite generalizações estatisticamente confiáveis. Para tanto, escolheu-se uma população de 120 empresas do cadastro industrial da Federação das Indústrias do Estado de Minas Gerais (FIEMG), do ano de 1999, das cidades de Varginha, Poços de Caldas, Juiz de Fora e Belo Horizonte. A maioria dessas empresas não aceitou ser entrevistada, por isso, optou-se pela pesquisa não-probabilística intencional. Sendo assim, a unidade amostral do presente trabalho foi constituída por 69 empresas agroindustriais dessas cidades e que aceitaram ser incluídas na amostra, independente da sua constituição jurídica, do tipo de administração, do controle administrativo, do faturamento e do patrimônio líquido.

No procedimento de coleta de dados, utilizaram-se entrevistas pessoais por meio de questionários estruturados, no período de fevereiro a maio de 2001, o que possibilitou a identificação e caracterização do uso da estrutura de capital nas empresas selecionadas, tendo como respondentes os responsáveis pelo setor financeiro (gerentes, diretores). Cervo & Bervian (1983) destacam os instrumentos de coleta de dados de maior utilização, que são: a entrevista e o questionário. A entrevista é o diálogo orientado para um objetivo específico e ou definido, ou seja, recolher, por meio do interrogatório do informante, dados para a pesquisa; o questionário possibilita medir com maior precisão o que se deseja, por isso, é o meio mais empregado para coletar os dados.

Os dados foram analisados mediante a utilização da estrutura de capital das empresas que atuam no setor agroindustrial do estado de Minas Gerais. A partir desta verificação, caracterizaram-se as empresas de acordo com a utilização ou não da estrutura de capital. Esta análise contribuiu para se compreender as razões das possíveis diferenças quanto à utilização ou não das informações de estrutura de capital pelas empresas agroindustriais.

Os dados foram tabulados e analisados mediante utilização do software *Statistic Package for the Social Science* (SPSS) for Windows versão 10.1, por meio do qual foram obtidas as estatísticas descritivas (distribuição de frequência e tabulação cruzada). Também foram utilizadas duas técnicas de estatística multivariada: análise de clusters e análise discriminante, ambas discutidas por vários autores, entre eles Harris (1975), Hair Jr. et al. (1995) e Malhotra (2001).

A análise de cluster (conglomerados) teve por objetivo agrupar as empresas de forma a apresentar características homogêneas dentro dos grupos e heterogêneas entre grupos. A análise

discriminante permitiu verificar, entre as variáveis da pesquisa, aquelas que mais discriminaram empresas quanto à utilização ou não da estrutura de capital (grupos formados a partir da análise de cluster).

Quanto à descrição das variáveis, foram utilizados, como variável dependente, os grupos formados pela análise de cluster e, como variáveis independentes, as seguintes:

- **venda à vista** – indica a porcentagem de vendas realizadas à vista;
- **venda a prazo** – indica a porcentagem de vendas realizadas a prazo;
- **nível de inadimplência** – mostra a classificação do nível de inadimplência na empresa;
- **lucro das vendas** – mostra a classificação do lucro obtido com as vendas;
- **cursos para diretores** – indica a frequência de cursos para aperfeiçoamento, especialização ou treinamento para diretores;
- **cursos para gerentes** – indica a frequência de cursos para aperfeiçoamento, especialização ou treinamento para gerentes;
- **cursos para funcionários** – indica a frequência de cursos para aperfeiçoamento, especialização ou treinamento para funcionários;
- **porcentagem do empréstimo versus faturamento** – mostra qual a porcentagem do empréstimo em relação ao faturamento total;
- **critério para tomada de novos empréstimos** – capital de giro;
- **critério para tomada de novos empréstimos** – novos projetos;
- **estrutura de capital para novo projeto** – capital próprio;
- **estrutura de capital para novo projeto** – capital de terceiros;
- **nível de risco** – mostra a classificação do nível de risco aceito pela empresa para um novo projeto;
- **custo dos empréstimos** – mostra a classificação do custo de capital dos empréstimos existentes no mercado;
- **custo do capital próprio** – mostra a classificação do custo de capital próprio;
- **proporção de capital próprio** – indica a proporção de capital próprio utilizado pela empresa nos últimos 5 anos;
- **proporção de capital de terceiros** – indica a proporção de capital de terceiros utilizado pela empresa nos últimos 5 anos.

4 Resultados e discussão

Considerando a frequência da amostra de 69 empresas agroindustriais pesquisadas no sul de Minas Gerais, elas foram classificadas de acordo com o seu patrimônio líquido em, 26 pequenas empresas (37,7%), 35 médias empresas (50,7%) e 7 grandes empresas (10,1%), sendo que uma empresa não identificou seu patrimônio líquido. A classificação foi feita com base no patrimônio líquido, considerando-se as seguintes faixas: pequenas empresas (menos de 100 mil a mais de 500 mil reais), médias empresas (menos de 1 milhão a mais de 60 milhões de reais) e grandes empresas (menos de 500 milhões a mais de 1 bilhão de reais).

Quanto ao tipo de constituição jurídica das empresas estudadas, observou-se que 7,2% são sociedades anônimas de capital aberto; 13,0% são sociedades anônimas de capital fechado; 73,9% são empresas de responsabilidade limitada; 4,3% são cooperativas e 1,4% de empresas individuais.

As empresas administradas por familiares totalizaram 72,5%, as administradas por profissionais representam 17,4% e as mistas (familiar/profissional) totalizam 10,1%. Vale ressaltar ainda que 98,6% das empresas possuem controle administrativo privado e 1,4%, controle misto (privado/estatal).

Dessa forma, pode-se dizer que a amostra estudada é caracterizada, predominantemente, por médias empresas limitadas, com administração familiar e, conseqüentemente, de controle administrativo privado.

Com a presente pesquisa, foi possível verificar a relação das vendas realizadas à vista e a prazo pelas empresas; 79,4% das empresas realizam de 0% a 40% de suas vendas à vista, enquanto que 80,9% das empresas têm optado por efetuar acima de 61% do total de suas vendas a prazo. Quanto a esse último grupo, consideram que o grau de inadimplência que vem ocorrendo seja de baixo a muito baixo (75,0%) e o lucro obtido sobre suas vendas seja regular (63,2%).

Os dados obtidos na pesquisa demonstram que, em relação à freqüência de cursos realizados pelas empresas pesquisadas, 46,4%, em média, às vezes realizam cursos para seus diretores, gerentes e funcionários para aperfeiçoamento, especialização ou treinamento.

Pelos dados coletados e tabulados, pôde-se perceber que 59,4% das empresas agroindustriais adquirem empréstimos, das quais 87,8% tomam emprestado até 20% do seu faturamento total. Pôde-se verificar, ainda, que 40,6% das empresas não tomam empréstimos e que 75,0% possuem capital de giro próprio.

Os novos empréstimos solicitados pelas empresas foram utilizados, principalmente, em novos projetos (37,5%) com 81% a 100% do total e, em menor freqüência, de 0% a 40% para capital de giro (46,2%)

Cabe ressaltar que o tipo de estrutura de capital, para 56,9% das empresas estudadas, visando um novo projeto, é de 100% de capital próprio.

Nota-se que o nível de risco normalmente aceito pelas empresas estudadas para novos projetos foi classificado como regular (50,8%) e baixo (33,8%). Pôde-se observar também que o cálculo do fluxo de caixa para esses novos projetos é realizado internamente (83,6%), mas as empresas pesquisadas não possuem um conhecimento específico sobre as técnicas financeiras (44,9%). As empresas que possuem tal conhecimento utilizam a taxa interna de retorno (TIR) para o cálculo do fluxo de caixa do novo projeto (34,2%).

Pelos dados coletados e tabulados, constatou-se que 71,0% das empresas pesquisadas responderam que, atualmente, as taxas de juros vigentes estão entre regulares e altas, o que faz com que elas evitem manter uma estrutura de capital com uma proporção elevada de capital de terceiros. Por outro lado, tais empresas julgam que o custo do capital próprio não esteja tão elevado quanto o do capital de terceiros, o que faz com que 79,4% dos entrevistados o considerem entre baixo e regular.

Verificou-se que a maior parte das empresas estudadas (71,7%) tem utilizado acima de 75% de capital próprio, enquanto que 71,6% das empresas utilizam até 25% de capital de terceiros.

Conforme preconizado na teoria da estrutura de capital, a empresa deve ter uma parcela de seu capital próprio e outra parcela de capital de terceiros, o que, teoricamente, deveria aumentar o seu valor. No entanto, os resultados demonstram haver ainda uma baixa utilização de capital de terceiros pelas empresas, sendo que 43,3% das empresas utilizam 100% de capital próprio.

A partir destes resultados, observa-se que a política de aumento do valor da empresa não tem levado os administradores a manter parte de sua estrutura de capital com recursos financeiros de terceiros.

Quanto às razões que levam as empresas a captarem recursos de terceiros, verificou-se que os novos projetos (42,9%) foram a principal razão para captarem financiamentos externos e também a obtenção de maior lucro (28,6%).

As empresas levam em consideração, na orientação das decisões financeiras, manter sua independência financeira (39,1%) e a sobrevivência de longo prazo (32,8%).

Pelos dados coletados e tabulados, percebem-se que 45,6% das empresas estudadas preferem mudar a estrutura de capital da empresa quando surgir uma nova oportunidade de investimentos. Cabe ressaltar ainda que 48,4% das empresas pesquisadas consideram o controle da empresa como um fator orientador nas decisões financeiras.

Ao aplicar a análise de cluster, empregou-se o procedimento hierárquico, com o método *Ward*, utilizando-se as variáveis independentes, conforme descrito na metodologia. Foram extraídos três grupos distintos de empresas que apresentam similaridade e diferenças quanto à utilização ou não da estrutura de capital. O grupo 1 foi formado por 20 empresas, sendo que 95,0% delas adquirem empréstimos; o grupo 2, formado por 22 empresas, das quais 59,1% adquirem empréstimos e 40,9% não tomam empréstimos e o grupo 3, composto por 27 empresas, das quais 66,7% não adquirem empréstimos e 33,3% que adquirem empréstimos. Devido à característica da análise de cluster, esses grupos são homogêneos entre si e heterogêneos entre grupos, considerando as variáveis processadas.

Quanto às similaridades, pode-se dizer que as empresas dos três grupos são compostas principalmente por empresas limitadas, administradas por família e de controle administrativo privado. Os três grupos também classificam o lucro obtido com as vendas como regular.

Constatou-se também que os três grupos extraídos tendem a considerar que o nível de risco aceito seja regular e que o cálculo do fluxo de caixa para novos projetos é feito internamente. Cabe ressaltar, ainda, que os grupos 1, 2 e 3 classificam o custo do empréstimo no mercado como sendo alto e o custo do capital próprio como regular.

Quanto às diferenças, os resultados apontaram que, na maioria, o grupo 1 é formado por pequenas empresas, o grupo 2 por médias empresas e o grupo 3 é composto por empresas médias e grandes. Por se caracterizarem em tamanhos diferentes, essas empresas também apresentam volume de vendas à vista e a prazo diferentes. O grupo 1 tem um volume de vendas à vista em torno de 0% a 20%, representando 70,0% das empresas, mas tendencioso até 60%, enquanto as vendas a prazo estão em torno de 0% a 20% e 61% a 100%, principalmente de 81% a 100%. O grupo 2 tende a vender de 0% a 80% à vista; sobretudo, 59,1% do todas das empresas vendem até 20% à vista. Para as vendas a prazo, o grupo 2 comercializa de 0% a 20% e 41% a 100%. A maioria das empresas (54,5%) trabalha com 61% a 80% de suas vendas a prazo. O grupo 3 negocia de 0% a 100% de suas vendas tanto à vista como a prazo. Mas ocorre de 37,0% das empresas venderem até 20% à vista e 44,4% de 61% a 80% a prazo.

Uma outra característica que diferencia os grupos é com relação ao nível de inadimplência existente na empresa. O grupo 1 considera que o nível de inadimplência seja baixo (60,0%), o grupo 2 analisa a inadimplência entre baixa a regular (68,2%) e o grupo 3 classifica a inadimplência como muito baixa a baixa (74,0%).

A Tabela 1 mostra com que frequência os grupos realizam cursos para seus diretores, gerentes e funcionários. Nota-se que os grupos 1 e 3, às vezes, realizam cursos para seus diretores, gerentes e funcionários, enquanto que o grupo 2 realiza cursos frequentemente.

TABELA 1 Frequência de realização de cursos para aperfeiçoamento, especialização ou treinamento de diretores, gerentes e funcionários dos grupos 1, 2 e 3.

		Nunca	Quase nunca	Às vezes	Freqüentemente	Sempre	NS/NR
Grupo 1	Diretores	10,0	15,0	65,0	10,0	-	-
	Gerentes	10,0	10,0	65,0	15,0	-	-
	Funcionários	15,0	10,0	55,0	15,0	5,0	-
Grupo 2	Diretores	-	-	22,7	31,8	27,3	18,2
	Gerentes	-	-	27,3	31,8	22,7	18,2
	Funcionários	-	9,1	13,6	45,5	18,2	13,6
Grupo 3	Diretores	25,9	22,2	48,1	3,7	-	-
	Gerentes	29,6	22,2	48,1	-	-	-
	Funcionários	25,9	14,8	51,9	7,4	-	-

Fonte: Dados da pesquisa.

Entre os 95,0% das empresas do grupo 1, que tomam empréstimos, 40,0% adquirem menos de 10% do faturamento total e 45,0% adquirem de 10% a 20% do faturamento total. Do grupo 2, apenas seis empresas tomam menos de 10% do faturamento total e cinco empresas de

10% a 20% do faturamento total. No grupo 3, cinco empresas das que tomam empréstimos, o fazem com menos de 10% do faturamento total. As diversas empresas que não tomam empréstimos de cada grupo não o adquirem por possuir capital de giro próprio e por considerarem que a taxa de juro cobrada no mercado seja alta.

Cabe ressaltar que a fonte de recursos utilizada para novos projetos seja para as empresas do grupo 2 e 3 seus lucros e no grupo 1, 80,0% utilizam os empréstimos bancários.

Os resultados e discussão relativos à estrutura de capital para um novo projeto revelam que o grupo 1 utiliza 25% a 50% de capital próprio (65,0%) e, conseqüentemente, de 50% a 75% de capital de terceiros (60,0%). Das empresas do grupo 2, 50% usam 100% de capital próprio e 0% de capital de terceiros. O grupo 3 caracteriza-se como um grupo de não utilização da estrutura de capital, pois 88,9% das empresas pesquisadas trabalham com 100% de capital próprio para um novo projeto (Tabela 2).

TABELA 2 Estrutura de capital para um novo projeto dos grupos 1, 2 e 3.

	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3
Capital próprio	25% a 50%	100%	100%
Capital de terceiros	50% a 75%	0%	0%

Fonte: Dados da pesquisa.

Pode-se perceber que o grupo 1 tem conhecimento de técnicas financeiras como, por exemplo, a taxa interna de retorno (40,0%). O grupo 2 demonstrou não conhecer as técnicas ou utilizar outras técnicas não citadas na pergunta. Nota-se que o grupo 3 não tem conhecimento de técnicas financeiras.

Os dados da Tabela 3 permitem observar que a proporção de capital utilizado pela metade empresas pesquisadas do grupo 1 é de 50% de capital próprio e 50% de terceiro; para o grupo 2, 45,5% das empresas utilizam 75% de capital próprio e 50% das empresas utilizam 25% de capital de terceiros, e o grupo 3 (74,1 das empresas) utiliza, preferencialmente, 100% de capital próprio e 0% de capital de terceiros para 70,4% das empresas pesquisadas.

TABELA 3: Proporção de capital próprio e de terceiros utilizado pelos grupos.

		0%	25%	50%	75%	100%	NS/NR
Grupo 1	Capital próprio	-	20,0	50,0	25,0	5,0	-
	Capital terceiros	5,0	25,0	50,0	20,0	-	-
Grupo 2	Capital próprio	-	9,1	4,5	45,5	36,4	4,5
	Capital terceiros	31,8	50,0	4,5	9,1	-	4,5
Grupo 3	Capital próprio	-	3,7	3,7	14,8	74,1	3,7
	Capital terceiros	70,4	18,5	3,7	3,7	-	3,7

Fonte: Dados da pesquisa

Pelos dados coletados e tabulados pode-se perceber que os grupos 1 e 2 buscam captar recursos de terceiros para novos projetos, mas eles consideram que a linha de crédito de longo prazo para um financiamento seja com recursos próprios, ou seja, retendo seus lucros.

Dessa forma, pode-se observar também que as empresas que compõem os três grupos levam em consideração, na orientação das decisões financeiras, manter a independência financeira e sobreviver no longo prazo. Nota-se que os grupos 1 e 2 consideram que mudar a estrutura de capital da empresa seja um critério para oportunidade de investimento e o grupo 3 prefere vender outros ativos. Ressalta-se que o grupo 1 apresenta, como fator na orientação das decisões financeiras de sua empresa, a taxa média de retorno e os grupos 2 e 3 optam pelo controle da empresa.

Aplicou-se a análise discriminante, considerando como variável dependente os três grupos extraídos pela análise de cluster e, como variáveis independentes, as variáveis preditoras descritas

na metodologia. Dessa forma, os resultados foram duas funções discriminantes compostas por seis variáveis, sendo elas, em ordem de extração:

- estrutura de capital para novo projeto – capital próprio;
- cursos para diretores;
- proporção de capital próprio (5 anos);
- venda à vista;
- critério para tomada de novos empréstimos – novos projetos;
- proporção de capital de terceiros (5 anos).

Essas funções discriminantes apresentam 100% de significância, formada a partir das características das diversas variáveis em estudo. A primeira função discriminante apresentou coeficiente de correlação canônica de 0,864, indicando que 74,65% ($0,864^2$) da variância total podem ser explicados pelo modelo resultante, que inclui seis variáveis selecionadas pelo procedimento “*Stepwise*”. A segunda função discriminante proporcionou um coeficiente de correlação canônica de 0,789, indicando que 62,25% ($0,789^2$) da variância podem ser explicados pelo modelo resultante que inclui as seis variáveis. Isso demonstra que a função discriminante possui um alto grau de significância, com um alto poder de ajuste dos dados.

Com a aplicação da análise discriminante sobre os três grupos extraídos pela análise de cluster, observou-se que 90,0% das empresas que compõem o grupo 1 foram corretamente classificadas. Para as empresas classificadas erroneamente, verifica-se que 5% apresentam características do grupo 2 e 5% com características do grupo 3. Em relação ao grupo 2, 90,9% das empresas foram classificadas corretamente, tendo 4,5% sido classificadas erroneamente com característica do grupo 1 e 4,5% apresentam características do grupo 3. Para o grupo 3, houve 96,3% de empresas classificadas corretamente e 3,7% de empresas classificadas erroneamente com características do grupo 2. O percentual de acerto na classificação geral das empresas, após a análise discriminante, foi de 92,8%.

A variável estrutura de capital para novo projeto-capital próprio foi a primeira a entrar no modelo. Dessa forma, representa aquela que mais discriminou os três grupos. A variável cursos para diretores foi a segunda a entrar no modelo, ou melhor, foi a segunda que mais discriminou os três grupos.

A variável proporção de capital próprio (5 anos) foi a terceira a discriminar os grupos de acordo com a porcentagem de capital utilizada pelas empresas dos grupos 1, 2 e 3, pois cada grupo tem uma estrutura de capital. A variável venda à vista foi a quarta a entrar no modelo estatístico. A variável critério para tomada de novos empréstimos-novos projetos foi a quinta variável a discriminar os três grupos de empresas agroindustriais e, finalmente, a variável proporção de capital de terceiros (5 anos) foi a última a entrar no modelo estatístico que discriminou as opiniões dos grupos 1, 2 e 3.

5 Conclusões

De acordo com os objetivos propostos, este trabalho visou identificar e caracterizar as empresas que atuam no setor agroindustrial da região sul do estado de Minas Gerais em relação ao uso da estrutura de capital proposto pela teoria, a partir de uma amostra de 69 empresas.

Considerando-se a amostra, no geral, observou-se que 59,4% tomam empréstimos e o restante (40,6%) não toma empréstimos.

A análise de cluster identificou três grupos de empresas, entre as 69 empresas estudadas: o grupo 1 foi formado por 20 empresas, das quais 95,0% adquirem empréstimos; o grupo 2 foi formado por 22 empresas, das quais 59,1% adquirem empréstimos e 40,9% não tomam empréstimos; o grupo 3 foi composto por 27 empresas, das quais 66,7% não adquirem empréstimos e 33,3% adquirem empréstimos. Dessa forma, em relação à utilização da estrutura

de capital, constatou-se que, ao contrário do grupo 1, o grupo 3 é composto por uma maior proporção de empresas que não tomam empréstimos. O grupo 2 é composto por empresas que tomam e não tomam empréstimos.

Em relação à não utilização da estrutura de capital pela maioria das empresas agroindustriais estudadas do grupo 3, observou-se que 88,9% utilizam 100% de capital próprio para um novo projeto. Isto evidencia que as empresas preferem trabalhar com capital próprio por considerá-lo com um custo razoável, enquanto que o custo do capital de terceiros é considerado de alto a muito alto. Esta prática é mais diferenciada no grupo 1, em que 95,0% das empresas fazem uso da estrutura de capital de terceiros, reconhecendo sua importância na criação de valor para a empresa.

Os resultados da análise discriminante demonstraram que foram introduzidas no modelo estatístico seis variáveis que mais discriminaram os três grupos extraídos pela análise de cluster, que são: 1) estrutura de capital para novo projeto-capital próprio, 2) cursos para diretores, 3) proporção de capital próprio (5 anos), 4) venda à vista; 5) critério para tomada de novos empréstimos-novos projetos e 6) proporção de capital de terceiros (5 anos). Vale considerar, ainda, que as características deste três grupos mostraram-se estatisticamente diferentes com relação às variáveis introduzidas no modelo discriminante dos três grupos de empresas agroindustriais estudadas. Os resultados das duas funções discriminantes estimadas alcançaram alto grau de precisão relativo à classificação das empresas agroindústrias estudadas. Considerando-se os três grupos em conjunto, 92,8% das empresas foram classificadas corretamente.

A partir da análise geral dos resultados discutidos neste trabalho, pôde-se concluir que, de modo geral, a ação da estrutura de capital em gerar valor para a empresa não tem sido aplicada. Apesar de grande parte das empresas manter alguma estrutura de capital, são poucas as empresas que mantêm uma estrutura ótima de capital para as suas decisões financeiras, visto estarem preocupadas com as políticas de vendas, de investimentos, de mercado e tecnológicas. Além disso, sua utilização pela maioria das empresas está relacionada a mudar a estrutura de capital da empresa e à taxa média de retorno.

6 Referências bibliográficas

BALAKRISHNAN, S.; FOX, I. Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure. **Strategic Management Journal**, New York, v. 14, p. 3-16, 1993.

BRADLEY, M.; JARREL, G. A.; KIM, E. H. On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence. **The Journal of Finance**, New York, v. 39, n. 3, p. 857-880, Jul. 1984.

BRASIL, H. G. **Endividamento**: um estudo do comportamento financeiro da firma. 1997. 156 p. (Doutorado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Princípios de finanças empresariais**. Portugal: McGraw-Hill de Portugal, 1992.

CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A. **Metodologia científica**: para uso dos estudantes universitários. 3. ed. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1983. 249 p.

COUTO, M. A. F. **Estrutura de capital**: um estudo acerca da relevância da decisão de financiamento para um setor industrial. 1995. 196 p. (Mestrado em Administração Contábil e Financeira) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.

- DEANGELO, H.; MARSULIS, R. W. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. **Journal of Financial Economics**, Madson, v. 8, p. 3-29, Mar. 1980.
- FERREIRA, L. de S.; BRASIL, H. G. Estrutura de capital: um teste preliminar da "pecking order hypothesis". In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 21., 1997, Rio das Pedras. **Anais...** Rio das Pedras: ANPAD, 1997. 1 CD-ROM.
- FREITAS, H.; OLIVEIRA, M.; SACCOL, A. Z.; MOSCAROLA, J. O método de pesquisa *survey*. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 35, n. 3, p. 105-112, jul./set. 2000.
- GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1995. 159 p.
- HAIR JUNIOR, J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Multivariate data analysis**. 4.ed. Englewood cliffs: Prentice Hall, 1995. 745 p.
- HARRIS, R. J. **A primer of multivariate statistic**. New York: Academic Press, 1975. 332 p.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 3, p. 305-360, Out. 1976.
- KRÄMER, R. Estrutura de capital: um enfoque sobre a capacidade máxima de utilização de recursos de terceiros das empresas negociadas na bolsa de valores de São Paulo. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 20., 1997, Angra dos Reis. **Anais...** Angra dos Reis: ANPAD, 1996. 1 CD-ROM.
- MALHOTRA, N. K. **Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada**. Porto Alegre: Bookman, 2001. 719 p.
- MARKOWITZ, H. Portfolio selection. **The Journal of Finance**, New York, v. 7, n. 1, p. 77-91, Mar. 1952.
- MARTINS, G. de A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1994. 116 p.
- MILLER, M. H. Debt and taxes. **The Journal of Finance**, New York, May. 1977.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and cost of capital: a correction. **American Economic Review**. Nashville, v. 53, n. 3, p. 433-443, Jun. 1963.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, Nashville, v. 48, n. 3, p. 261-297, Jun. 1958.
- ROSS, S. A. The determination of financial structure: the incentive-signaling approach. **The Bell Journal of Economics**, Spring, n. 8, p. 23-40, 1977.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 1995. 698 p.
- SIMÕES PEREIRA, A. A. N. V. **Estrutura de capital: uma exploração preliminar da abordagem pecking order**. 1995. p. 89 (Mestrado em Administração) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.

SIRIHAL, A. B.; MELO, A. A. de O. Estrutura de capital: benefícios e contra-benefícios fiscais do endividamento. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 23., 1999, Foz do Iguaçu. **Anais...** Foz do Iguaçu: ANPAD, 1999. 1 CD-ROM.

TEDESCHI, P. **Estrutura de capital**: uma investigação sobre seus determinantes no Brasil. 1997. p. 143 (Doutorado em Administração Contábil e Financeira) - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. **The Journal of Finance**, New York, v. 43, n. 1, p. 1-19, Mar. 1988.

ARTIGO

Recebido em: 01/10/03

Aprovado em: 11/05/04