

ESTRUTURA DE CAPITAL: UM ESTUDO BIBLIOMÉTRICO EM PRODUÇÕES DO BRASIL E EXTERIOR

CAPITAL STRUCTURE: A BIBLIOMETRIC STUDY OF SCIENTIFIC PRODUCTION IN BRAZIL AND ABROAD

Ana Lúcia de Araújo Lima Coelho¹

Yeda Maria Pereira Pavão²

Simone Sehnem³

Anete Alberton⁴

Rosilene Marcon⁵

Resumo: O objetivo deste artigo consiste em identificar quais as principais teorias adotadas pelos pesquisadores atinentes à estrutura de capital nos estudos associados às empresas nacionais e internacionais. A operacionalização foi feita por meio de publicações relacionadas a estrutura de capital, entre 2000 a 2008, publicadas nos periódicos nacionais e internacionais "A", na área de Administração, Ciências Contábeis e Turismo, classificadas pela *Qualis/CAPES* referentes ao triênio 2007/2009. O processo metodológico realizado foi o de estudo bibliométrico, análise documental e análise citacional. Do universo de 130 periódicos (57 internacionais e 73 nacionais) foram selecionados 42 para compor a amostra. Destes, 26,19% (11 artigos) são publicações internacionais, enquanto que 73,81% (31 artigos) são publicações nacionais. Notadamente, há uma concentração de autores nacionais que publicaram no período de 2000 a 2008 sobre estrutura de capital, com 78,26% das ocorrências. Enquanto que 21,74% das ocorrências de autoria estão em publicações internacionais. Dentre os estudos que compuseram a amostra, a teoria *Pecking Order* foi recorrentemente citada na maioria deles.

Palavras-chave: Estrutura de Capital. *Pecking Order*. Estudo Bibliométrico.

Abstract: The aim of this paper is to identify the main theories adopted by researchers relating to the capital structure in studies related to national and international companies. Publications related to capital structure, from 2000 to 2008, published in national and international "A" journals in Administration, Accounting and Tourism, sorted by *Qualis / CAPES* for the triennium 2007/2009 were analyzed. The methodological process was conducted through bibliometric study, document analysis and citational analysis. From the universe of 130 journals (57 international and 73 national), 42 were selected for the study sample. From these, 26.19% (11 articles) are international publications, while 73.81% (31 articles) are national publications. Notably, there is a concentration of national authors who published during the period 2000 to 2008 on capital structure, with 78,26% of cases. While 21,74% of events are of in international authorship publications. Among the studies that formed the sample, it was identified that the *Pecking Order* theory has often been cited in most areas.

Key-words: Capital Structure. *Pecking Order*. Bibliometric Study.

¹ Doutora em Administração e Turismo pela UNIVALI-SC, alalcoelho@gmail.com

² Doutora em Administração e Turismo pela UNIVALI-SC, yedapavao@uol.com.br

³ Doutora em Administração e Turismo pela UNIVALI-SC, simonesehnem_adm@yahoo.com.br

⁴ Doutora em Engenharia de Produção pela UFSC-SC, anete@univali.br

⁵ Doutora em Engenharia de Produção pela UFSC-SC, rmarcon@univali.com

1 Introdução

A temática estrutura de capital já é recorrente há décadas em debates e estudos produzidos no ambiente acadêmico. Para Eid Junior (1996) o custo e a estrutura de capital são assuntos que geram mais controvérsias dentro da administração financeira. Revela que a discussão da estrutura de capital inicialmente era apenas teórica, e possui como precursores Modigliani e Miller – MM, os quais debatem a irrelevância da decisão sobre a estrutura de capital dentro de um mercado perfeito. O autor aborda também que não havia sido efetuado até o ano de 1996 um estudo sistemático sobre estrutura de capital nas empresas instaladas no Brasil. Esse aspecto denota a existência de um distanciamento entre teoria e prática, no que tange a assessoria e ao ensino.

Nos estudos de Eid Junior (1996) há que se retomar alguns aspectos considerados relevantes a esta pesquisa. Ele aponta, por exemplo, que: (i) dentro da administração financeira, provavelmente, o campo que gera mais controvérsia, é o estudo de custo e estrutura de capital; (ii) essa discussão era absolutamente teórica; (iii) de um lado estão defensores da teoria conhecida como MM (Modigliani e Miller) acerca da irrelevância da decisão sobre estrutura de capital em um mercado perfeito; e (iv) de outro aqueles que pregam a existência de imperfeições de mercado de tal ordem que inviabilizariam a aplicação prática preconizada por MM. Desse modo, Modigliani e Miller levam a crer a existência de um nível ótimo de endividamento que contribui na maximização do valor de mercado da empresa. Portanto, a “evidência empírica apresentada por diversos estudos indicou que mudanças na estrutura de capital podem afetar o seu valor de mercado, dando suporte aos defensores da hipótese de mercados imperfeitos” (EID JUNIOR, 1996, p.52).

Eid Júnior (1996) apresenta ainda, a partir desses resultados supramencionados, que dois modelos básicos buscam descrever o comportamento das empresas frente ao problema de estrutura de capital: (i) o modelo de Relação Estática ao destacar que as empresas mantêm uma meta de nível de endividamento que contribui na maximização do seu valor e na minimização dos custos das imperfeições do mercado; e (ii) o modelo da Teoria de Assimetria de Informações, que parte do pressuposto das empresas estarem subavaliadas pelo mercado, visto que os seus administradores têm informações que o mercado não possui sobre novos projetos e possíveis ganhos. Essa teoria é validada por meio de testes empíricos que mostram que a emissão de novas ações pelas empresas é vista como uma má notícia pelo mercado. Diante disso, os gestores das empresas tendem a evitar a emissão de ações subavaliadas, preferindo outras fontes de recursos. Essa teoria é denominada de Hipótese da Ordem de Captação – *Pecking Order Hypothesis*.

Contudo, é importante salientar que a decisão de financiamento é o reflexo da estrutura de capital da empresa. Para Cherobim (2008, p.40) a estrutura de capital representa a “composição das dívidas de longo prazo e do patrimônio líquido da empresa”. Referente à composição das fontes de financiamento de longo prazo, proveniente de capitais de terceiros e de capitais próprios da empresa, a autora acrescenta que algumas categorias determinantes consistem em:

(i) conflitos de interesse entre os vários grupos com reivindicações sobre os recursos das empresas, incluindo seus dirigentes - a abordagem da agência;

- (ii) comunicar informações privadas aos mercados de capitais ou mitigar os efeitos de seleções adversas - a abordagem da informação assimétrica;
- (iii) influenciar a natureza dos produtos ou da competição nos mercados de produtos/insumos; e,
- (iv) influenciar o resultado de disputas pelo controle corporativo.

As firmas, em geral, financiam suas atividades, nesta ordem, por meio de lucros retidos, emissão de dívida e emissão de ações. As desvantagens de abrir o capital devem superar as vantagens, pois as emissões estão raras, têm custo elevado e tendem a ocorrer com mais frequência em períodos de euforia no mercado. Quanto a aspectos relacionados ao valor da empresa, o mesmo está positivamente associado ao pagamento de dividendos e à recompensa de ações, mas a influência da tributação sobre a política de dividendos não foi evidenciada por esses autores (LEAL; SAITO, 2003).

O objetivo desta pesquisa consiste em identificar quais são as principais teorias adotadas pelos pesquisadores atinentes à estrutura de capital em produções científicas no Brasil e no exterior. Neste trabalho, espera-se identificar as principais teorias, propostas ou aplicadas, em publicações relacionadas à estrutura de capital, entre 2000 a 2008, reunidas nos periódicos nacionais e internacionais "A", na área de Administração, Ciências Contábeis e Turismo, classificadas pela *Qualis/CAPES* referentes ao triênio 2007/2009. A classificação adotada está pautada no critério da CAPES - Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior, vigente até 2008. Considera-se que, uma pesquisa dessa natureza, apresente relevância, além de proporcionar informações acerca dos estudos sobre estrutura de capital no Brasil e exterior. Mais especificamente, indaga-se: Quais as principais teorias relacionadas à decisão de estrutura de capital em produções científicas publicadas no Brasil e no exterior?

Nesse contexto, procura-se aprofundar a reflexão sobre as principais teorias, propostas ou aplicadas, em publicações científicas relacionadas à estrutura de capital e desencadear futuras pesquisas. Para tanto, este estudo foi dividido em cinco partes: (i) a consolidação do aporte teórico subdividido em estrutura de capital, teoria da irrelevância da estrutura de capital, teoria de estrutura ótima de capital, teoria da hierarquia, custo de agência, componentes da estrutura de capital e contribuições da estrutura de capital no Brasil e no exterior; (ii) descrição dos procedimentos metodológicos; (iii) apresentação e análise dos dados; e (iv) discussões e resultados (v) conclusões e sugestões para estudos futuros. Nesse sentido, apresentam-se a revisão fundamentos teóricos que conduziram este estudo.

2 A estrutura de capital: componentes e contribuições

A estrutura de capital consiste na composição das dívidas de longo prazo e do patrimônio líquido da empresa (CHEROBIM, 2008). Essa estrutura reflete a decisão de financiamento da empresa, incluindo o endividamento de longo prazo e o montante de capital próprio da empresa. Logo, difere da estrutura financeira que, por sua vez, engloba as dívidas de curto prazo, representadas no capital circulante do Balanço Patrimonial. Cherobim (2008) argumenta que o estudo da estrutura de capital diz respeito às fontes de financiamento da empresa, divididas em: (a) capital próprio, isto é, os recursos que os acionistas aplicam na

empresa; e (b) capital de terceiros que consiste nas diferentes formas de endividamento de longo prazo.

Quanto ao mercado de capitais no Brasil, conforme apontam Matsuo, Rochman e Eid Junior (2008), é necessário destacar que é recente e incipiente, com a bolsa de valores concentrada em um pequeno número de ações e empresas. Além disso, não há um mercado secundário líquido para os títulos de dívida de empresas privadas, o que torna as cláusulas de garantia e a repactuação arriscadas para o investidor. Se as empresas brasileiras forem comparadas a de outros países, não são suficientemente endividadas, limitando a velocidade de crescimento. Diante de tal situação, se forem replicados testes efetuados em outros países, a primeira limitação encontrada é a amostragem pouco representativa encontrada no Brasil.

Leal e Saito (2003) complementam que o mercado de capitais brasileiro é conhecido como imperfeito. Além disso, o alto custo de capital leva as empresas a lançarem ações e títulos nas janelas de oportunidade, ou seja, vinculados aos momentos de crescimento de mercado ou euforia. Igualmente, existe carência na proteção dos acionistas minoritários, levando o investidor à demanda de um retorno maior. E ainda, os autores constataram que os preços de ofertas públicas são muito baixos, provocando altos retornos na emissão inicial. Nesse contexto, a próxima seção trata dos componentes da estrutura de capital, seguido pelas teorias da estrutura de capital, assim como uma breve abordagem acerca dos estudos envolvendo essa temática e que foram efetuados no Brasil e no exterior.

2.1 Componentes da Estrutura de Capital

De maneira genérica os autores estão habituados a classificar as fontes de financiamento em capital próprio e dívidas. Cherobim (2008) aduz que o capital próprio pertence aos acionistas, e podem ter origem diferentes, não constituindo um bloco único. Já o endividamento, pode ser contratado via formas diferenciadas, prazos, custos e formas de garantia diferentes.

No que tange ao capital próprio, o mesmo pode ser expresso em forma de ações. Estas, por sua vez, podem ser ordinárias, preferenciais ou de fruição. Já os lucros gerados no exercício da atividade da empresa, que não são distribuídos aos acionistas na forma de dividendos, também constituem forma de recursos próprios. Enquadram-se na categoria de recursos próprios ainda os lucros retidos, as reservas legais e o *American Depositary Receipt* – os títulos emitidos nos Estados Unidos para a captação de recursos próprios para empresas não americanas (CHEROBIM, 2008).

Cherobim (2008) destaca os títulos híbridos, que consistem em todas as formas de captação de recursos em que o direito aos fluxos de caixa da empresa assume características peculiares a dívidas, em função da preferência no recebimento e outros aspectos inerentes ao capital próprio, face ao acesso aos fluxos residuais. Os principais títulos híbridos são as ações preferenciais, as debêntures conversíveis em ações, o *leasing* ou arrendamento, as opções e o *warrant*. Nesse ínterim, o capital de terceiros engloba os empréstimos, os financiamentos, os títulos de dívidas de emissão privada, as debêntures e o endividamento do exterior. Portanto, os componentes da estrutura de capital, mesmo tendo origem em apenas dois blocos – recursos próprios e recursos de endividamentos, apresentam uma subclassificação que representa diversas possibilidades de origem de recursos para as empresa.

2.1.1 Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital – Modelo MM

Considerados autores seminais do assunto, Franco Modigliani e Merton Miller, em 1958, apresentaram o teorema da irrelevância da estrutura de capital. Conforme menciona Cherobim (2008), Modigliani e Miller partiram dos pressupostos de que:

- (i) o ambiente econômico no qual as empresas estão inseridas é livre de impostos;
- (ii) o mercado é perfeito, isto é, a informação é livre, não havendo custos de transação;
- (iii) não existem custos de falência; e,
- (iv) a relação entre acionistas, credores e executivos é transparente, o que corrobora para a isenção de custos de agência.

Contudo, Cherobim (2008) reitera de que o valor da empresa é representado pelo somatório dos valores das dívidas e das ações da empresa. Portanto, esses valores de mercado e não aqueles escriturados nas demonstrações financeiras da empresa. Essa forma de mensuração financeira está relacionada aos papéis, títulos de dívida e ações que serão negociados em mercado e não por seus contadores. MM (1958, 1984) afirmam que a irrelevância está no fluxo de saída dos recursos da empresa. Porém, não diz respeito ao destino desses recursos do caixa, quer sejam os mesmos utilizados para o pagamento de dividendos, remuneração do capital próprio ou para pagamento de juros da dívida. O foco dessa teoria está no montante total de saída de recursos para pagar o custo de diversas fontes de financiamento.

Outra maneira de analisar as fontes de financiamento da empresa consiste no fluxo de caixa livre da empresa, denominado de LAJIDA (Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização) das empresas. Porém, é importante salientar que as empresas não têm custos diferenciados sobre as duas formas de financiamento e os investidores não pagam tributos sobre seus rendimentos. Diante disso, Cherobim (2008) salienta que o rendimento líquido dos dois investidores são iguais. Essa constatação foi efetuada pautada nos autores clássicos do tema, principalmente Modigliani e Miller (1958, 1984) e Miller (1977).

2.1.2 Teoria da Estrutura Ótima de Capital – *Trade Off Theory*

O assunto Teoria da Estrutura Ótima de Capital é recorrentemente citado no ambiente acadêmico. Dentre os autores que abordam esta temática encontram-se também Eid Junior (1996) e DeAngelo e Masulis (1980). Contrapõem-se à teoria da irrelevância da estrutura de capital preconizada por MM, reiterando que existe sim uma estrutura ótima de capital, que minimiza os custos de captação de recursos da empresa. Ponderam sobre o efeito de outros benefícios fiscais, além da dívida, na análise da estrutura de capitais da empresa, e que a vantagem fiscal proporcionada pela dívida é limitada, na medida em que aumenta o nível de endividamento, maior é a possibilidade dos resultados operacionais da empresa se situarem a um nível que não permite a utilização dos benefícios fiscais disponíveis. Os autores concluem que:

The presence of corporate tax shield substitutes for debt such as accounting depreciation, depletion allowances, and investment tax credits is shown to imply a market equilibrium in which each firm has a unique interior optimum leverage decision (with or without leverage-related costs) (DeANGELO; MASULIS, 1980, p.01).

Ademais, as empresas podem aderir a dívida para financiar seus projetos. Tais recursos aliam-se ao capital próprio e possibilitam atividades que geram lucro bruto. Contudo, a dedução dos custos financeiros dessas atividades, expressos por meio do montante de juros pagos, mais os custos administrativos, mercadológicos e outros, resultam no lucro operacional. Esse valor corresponde ao saldo das receitas e despesas não operacionais, e é responsável pelo lucro a ser tributado. Para Cherobim (2008) é essa tributação que requer que o administrador financeiro diferencie o uso do capital próprio do uso do endividamento. Entretanto, a remuneração do acionista, no que diz respeito à forma de distribuição de lucros, ocorre somente depois dos impostos pagos. Além disso, o acionista também paga impostos sobre o recebimento de dividendos, ou seja, existe uma dupla tributação, e os pagamentos dos juros da dívida diminuem a base de cálculo do imposto a ser pago pela empresa, podendo resultar lucro líquido maior. As alíquotas de impostos sobre o lucro da empresa e sobre os ganhos do acionista favorecem o endividamento. Diante disso, é viável a empresa tomar empréstimos e emitir títulos de dívida para alavancar os resultados.

Bastos, David e Bergmann (2008) destacam que essa teoria também é conhecida no mercado como corrente teórica *Trade Off* ou contrabalanço. Com base nessa teoria as empresas buscam um ponto ótimo de endividamento considerando os benefícios fiscais assim como os custos de dificuldades financeiras. Nesse sentido, considera-se o valor da empresa composto por:

- (i) o valor da empresa desalavancada, isto é, financiada completamente por capital próprio;
- (ii) (+) o valor do benefício fiscal, que compreende os juros da dívida que propiciam a dedução do imposto de renda; e,
- (iii) (-) o valor das dificuldades financeiras, que englobam custos diretos e indiretos de falência e custos de agência.

Importante ressaltar também, que Myers (1984) ao estudar a Teoria do *Trade Off* constatou que conforme a empresa vai elevando seu endividamento, vai ampliando seu benefício fiscal, contribuindo para o aumento do valor da empresa. Contudo, conforme aumenta o endividamento, aumentam também os custos de dificuldades financeiras. O autor comprovou que, a partir desta teoria, a empresa deve mensurar os impactos do benefício fiscal e das dificuldades financeiras, de tal maneira que atinja um ponto de endividamento que maximize o valor da empresa.

2.1.3 Teoria da Hierarquia – *Pecking Order*

De acordo com a *pecking order theory of finance*, Zonenschain (2002) em seu estudo sobre a estrutura de capital no Brasil, aborda que as firmas preferem sempre recursos próprios a recursos de terceiros e, quando estes últimos se tornam necessários, recorrerão sempre primeiro ao endividamento e depois à emissão de ações. A autora comenta também que, em contraposição a análise de Modigliani e Miller, “[...] a estrutura de capital da empresa e sua política de dividendos são aspectos que influenciam diretamente a formação dos preços das ações pelo mercado” (p.3). Com esse posicionamento confirmaria a não-neutralidade do padrão de financiamento adotado. A autora Zonenschain (2002) remete essa abordagem para os estudos de Myers (1984) e as referências contidas em Singh (1993): Donaldson (1961), Myers (1985) e Fazzari, Hubbard e Peterson (1988).

Myers e Majluf (1984) investigaram que as empresas preferem investir seus recursos gerados internamente, para depois ir buscar recursos externos. Essa característica apresenta oposição às duas teorias elucidadas anteriormente. Além disso, os executivos possuem mais informações sobre a empresa do que os investidores externos, o que corresponde à assimetria informacional, pois os gestores da empresa sabem mais sobre seus projetos, seus riscos e sua valorização do que o investidor externo. Cherobim (2008) também destaca que o custo de endividamento é menor, é dispendioso e arriscado convencer os acionistas sobre as boas perspectivas de retorno dos projetos da empresa. Em decorrência disso, as mesmas deveriam comprar as ações das empresas a preços justos. Sobretudo, é mais interessante reaplicar os lucros da empresa nos novos projetos do que investir em novas captações junto a acionistas. É necessário destacar que a divulgação é trabalhosa e tem custos, além de municiar a concorrência com informações sobre produtos a serem lançados, sobre novas tecnologias e sobre detalhes do planejamento. Outro aspecto que merece ser considerado está associado ao fato de que a emissão de ações é sempre mais demorada, complicada e dispendiosa do que a emissão de títulos de dívidas.

Matsuo, Rochman e Eid Junior (2008) contribuem ao pontuarem que os determinantes da estrutura de capital consistem no tamanho, rentabilidade, tangibilidade do ativo e oportunidade de crescimento. Além disso, nos trabalhos analisados pelos autores, os mesmos constataram que existe uma correlação negativa entre rentabilidade e alavancagem. Esse aspecto evidencia na validação do modelo de *pecking order*, por caracterizar a preferência por lucros retidos ao invés de dívida.

Frank e Goyal (2003) também desenvolveram estudo acerca do emprego da teoria *pecking order* em 768 empresas americanas de capital aberto. Tais autores elucidaram que as empresas buscam levantar fundos externamente, de maneira intensa, obtidos, geralmente, por meio de emissão de ações. Os autores evidenciaram que: os fatores diretamente relacionados à alavancagem financeira como valor *market to book*, receita de vendas, lucratividade, total de ativos fixos não explicavam a estrutura de capital das empresas; a estrutura de capital é motivada pela assimetria de informação, e como tal, é característica presente em empresas de pequeno porte que apresentam elevadas oportunidades de crescimento. O resultado do estudo diagnosticou o contrário, mostrando que a teoria do *pecking order* opera melhor para grandes empresas e que atuam em ambientes estáveis.

2.1.4 Custo de Agência

Para Jensen e Meckling (1976) a teoria da agência é outra grande contribuição ao estudo da estrutura de capital. O centro dessa teoria é o relacionamento entre principal e agente, pelo qual o primeiro contrata o segundo para a execução de algum tipo de serviço. De acordo com esses autores os modelos baseados em custos de agência preconizam de que há um nível de endividamento que maximiza o valor da empresa, por meio da minimização do conflito de interesses entre acionistas e administradores, assim como entre acionistas e credores. No Brasil, a maioria das empresas é de controle familiar, em que o maior acionista e principal administrador são geralmente a mesma pessoa. Desse modo, o foco de conflito de agência é o relacionamento entre majoritários e minoritários e/ou entre acionistas e credores.

Jensen (1986) relata que em decorrência da teoria da agência, passou-se a elucidar a estrutura de capital sob uma ótica diferenciada, isto é, a partir de um certo nível de endividamento, uma empresa poderia ter mais oportunidades de crescimento. Portanto, o autor defende um maior nível de endividamento, o que, por sua vez, obriga os administradores a serem mais eficientes, sem contar que as dívidas reduzem os custos de agência do fluxo de caixa livre, tornando menos arbitrárias as decisões dos administradores.

De acordo com Kayo e Famá (1997), o endividamento serviu para reduzir os custos de agência e pode apresentar variação, de acordo com o nível de maturidade da companhia. No período de 1992 a 1996 as empresas cresceram utilizando o seu capital próprio. Desse modo, o endividamento foi maior nas companhias com lucros estáveis, que atingiram sua fase de maturidade. Foi constatado também que o endividamento é negativamente relacionado com as oportunidades de crescimento, confirmando as proposições baseadas no modelo de custo de agência.

Já para Ross, Westerfield e Jaffe (2002) os custos de agência consistem nos custos de resolução de conflitos de interesse entre administradores e acionistas. Englobam desde os custos de monitoramento pelos acionistas e pelos custos de implantação de mecanismos de controle. Matsuo, Rochman e Eid Junior (2008) salientam de que tem sido observado que, geralmente, há um relacionamento negativo entre o endividamento e a concentração de controle. Sobretudo, há aversão ao risco da gerência – comumente o maior acionista é quem opera com razões subótimas de alavancagem, emitindo ações para reduzir os seus passivos.

2.2 Contribuições da Estrutura de Capital no Brasil e no exterior

Ao analisarem as contribuições para o estudo da estrutura de capital no Brasil nas últimas décadas, Matsuo, Rochman e Eid Junior (2008) evidenciaram que a dedutibilidade do imposto dos juros sobre o capital próprio é importante, sendo que a mesma passou a ser utilizada a partir de 1995, quando entrou em vigência a Lei n. 9.249/95. Outra evidência encontrada pelos autores está relacionada às empresas preferirem financiar pelos lucros retidos, dívidas e capital próprio, seguindo a *pecking order*. Porém, as escolhas são limitadas em decorrência às restrições do mercado de capitais, e conseqüentemente, o seu crescimento. Pontuam, ainda, que os lucros retidos são a principal fonte de financiamento, correspondendo a mais de 50% do total, seguido pela dívida e capital próprio. Assim, mesmo na ausência de mercados secundários, a importância das debêntures vem aumentando, o que contribui para o sucesso são as sofisticadas restrições e garantias para as empresas e para os investidores. E por último, de que as exposições aos mercados externos por meio de ADRs (*American Depositary Receipts*) reduzem a assimetria de informação, reduzindo a volatilidade e os retornos anormais e negativos.

Eid Junior (1996) destaca que no Brasil alguns teóricos revelam que a idéia do oportunismo na captação de recursos, no que concerne a captação de recursos, acontece na medida em que surgem boas oportunidades, sem se preocuparem com a hierarquia de preferências, muito menos com uma estrutura meta. O autor evidencia que no exterior alguns estudos descrevem que a Hipótese da Ordem de Captação – *Pecking Order Hypothesis* explica melhor o comportamento dos administradores.

Wald (1999), em um estudo acerca da estrutura de capital das empresas na França, Alemanha, Japão, Reino Unido e Estados Unidos, constatou que, apesar dos fatores específicos das empresas serem similares no nível de endividamento, o que diz respeito aos fatores institucionais difere significativamente entre países. Detalhando tais diferenças surgiram da correlação entre dívida de longo prazo e o risco do negócio, lucratividade, tamanho e crescimento. Entretanto, o autor explica estas diferenças pautadas na política tributária diferenciada dos países, dos problemas de agência, incluindo diferenças nos custos de falência, assimetria de informações e conflitos entre acionistas e credores.

O estudo realizado por Booth *et al* (2001) analisou a estrutura de capital de empresas de países em desenvolvimento. Os autores evidenciaram que as variáveis relevantes que contribuem para a explicação da estrutura de capital de empresas nos EUA e na Europa são também relevantes para empresas de países em desenvolvimento, apesar da grande diferença de fatores institucionais nos países em desenvolvimento. Igualmente, os custos de agência e a assimetria de informações exercem um forte impacto nas decisões de financiamento das empresas, o que se deve a fraqueza institucional desses países. Em síntese, os autores constataram que os índices de endividamento das empresas de países em desenvolvimento parecem ser afetados pelas mesmas variáveis que impactam o endividamento de empresas de países desenvolvidos. Sobretudo, existem diferenças sistemáticas, no que diz respeito a fatores específicos do país, como é o caso do crescimento econômico, da taxa de inflação e do desenvolvimento do mercado de capitais, que afetam o endividamento das empresas nos diferentes países em desenvolvimento.

3 Abordagem metodológica da pesquisa

Esta pesquisa compreende um estudo bibliométrico efetuado a partir das publicações reunidas nos periódicos nacionais e internacionais "A" segundo a classificação *Qualis/CAPES* referente triênio 2007/2009. Do total de 130 periódicos (57 internacionais e 73 nacionais) classificados nas áreas de Administração, Ciências Contábeis e Turismo, foram selecionados 42 para compor a amostra (Tabela 1), por enfocarem o tema em análise, estrutura de capital.

Objetivou-se na triagem selecionar apenas os artigos relacionados à estrutura de capital, que abordam a decisão desta nas empresas do Brasil e exterior. Os termos-chave usados para fazer a primeira triagem foram: *Estrutura de Capital (Capital Structure)* e *Fontes de Recurso (Source of Resource)*. O critério utilizado para a seleção dos artigos consistiu na ocorrência das terminologias supra-citadas no título, no resumo e/ou nas palavras-chave dos artigos. Esse mapeamento foi efetuado nos artigos publicados no período compreendido entre 2000 a 2008.

Os periódicos internacionais foram consultados na base de dados *Business Source Premier* da EBSCOhost, no mês de Fevereiro de 2009, limitando-se a data de consulta aqueles artigos que, por ventura, não estavam disponibilizados. A *Business Source Premier* é uma base de dados de pesquisa de negócios mais utilizada do setor, incluindo o texto completo de mais de 2.300 artigos de revistas especializadas e mais de 1.100 publicações analisadas por especialistas.

A pesquisa assume um caráter de análise documental e bibliométrico, uma vez que a seleção da amostra se justifica pelo fato dos periódicos serem uma importante fonte de disseminação

do conhecimento da área em questão. Trata-se de um estudo de natureza descritiva, que se propõe a apresentar as principais teorias, propostas e/ou aplicadas, para decisão de estrutura de capital, publicadas nos periódicos em análise. O processo de elaboração do estudo foi dividido na etapa bibliométrica e no mapeamento. No que diz respeito ao estudo bibliométrico, procurou-se conhecer quantitativamente os artigos investigados por meio dos seguintes critérios: (a) autores, instituição e departamento de origem que os autores mais representativos pertencem; e (b) *ranking* dos periódicos da amostra. Na fase do mapeamento foi elaborada pelos autores, a sistematização das informações e a análise de conteúdo.

Tabela 1 – Periódicos que compõem a amostra

Seq	Periódicos que compõem a amostra	Nº de Artigos	Qualis/Capes A
1	<i>Strategic Management Journal</i>	4	Internacional
2	<i>Journal of Monetary Economics</i>	2	Internacional
3	<i>Journal of International Business Studies</i>	1	Internacional
4	<i>Journal of Economic Behavior & Organization</i>	1	Internacional
5	<i>Journal of Air Transport Management</i>	1	Internacional
6	<i>International Journal of Production Economics</i>	1	Internacional
7	<i>World Development</i>	1	Internacional
8	RAUSP. Revista de Administração	8	Nacional
9	RAC - Revista de Administração Contemporânea	5	Nacional
10	RBE - Revista Brasileira de Economia	4	Nacional
11	RAE - Revista de Administração de Empresas	3	Nacional
12	Revista Brasileira de Finanças	3	Nacional
13	Revista Contabilidade & Finanças	3	Nacional
14	RAE Eletrônica	2	Nacional
15	REAd - Revista Eletrônica de Administração	2	Nacional
16	Cadernos EBAPE.BR (FGV)	1	Nacional
Total de Artigos		42	

Dentre os 130 periódicos nacionais e internacionais consultados, foram identificados 42 (quarenta e dois) artigos sobre estrutura de capital entre os anos de 2000 a 2008. Dos artigos selecionados, ressalta-se que 26,19% (11 artigos) são publicações internacionais da Qualis/CAPES “A”. Enquanto que 73,81% (31 artigos) do total da amostragem são publicações nacionais. Todavia, isto não significa necessariamente que nacionalmente se publica mais sobre o tema, mas que muitos periódicos internacionais não devem estar ainda mapeados na *Ebscohost*.

4 Apresentação e análise dos dados

Pelo estudo bibliométrico realizado apresenta-se o resultado que consiste em 16 periódicos identificados durante a pesquisa que tratam da estrutura de capital (Tabela 2). Em relação ao tema em tela, verifica-se que há uma concentração em periódicos nacionais, com destaque para a Revista de Administração (RAUSP) com 8 artigos, perfazendo 19,05% da amostra.

Tabela 2 – Número de artigos distribuídos por ano nos periódicos analisados

Periódico	Número de artigos por período consultado									Total
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
NACIONAIS										
RAUSP. Revista de Administração	-	1	2	-	2	-	1	2	-	8
RAC. Revista de Administração Contemporânea	-	-	-	1	-	-	-	-	4	5
RBE - Revista Brasileira de Economia	-	-	-	1	1	1	-	1	-	4
RAE Revista de Administração de Empresas	-	-	-	-	1	-	-	-	2	3
Revista Brasileira de Finanças	-	-	-	-	-	1	-	1	1	3
Revista Contabilidade e Finanças	-	-	-	-	-	1	-	2	-	3
RAE Eletrônica	-	-	-	1	-	-	-	1	-	2
REAd. Revista Eletrônica de Administração	-	-	-	1	1	-	-	-	-	2
Cadernos EBAPE.BR (FGV)	-	-	-	-	-	1	-	-	-	1
Subtotal	0	1	2	4	5	4	1	7	7	31
INTERNACIONAIS										
<i>Strategic Management Journal</i>	2	1	-	1	-	-	-	-	-	4
<i>Journal of Monetary Economics</i>	-	-	-	-	1	-	-	1	-	2
<i>International Journal of Production Economics</i>	-	-	-	-	-	-	-	1	-	1
<i>Journal of Air Transport Management</i>	-	-	-	1	-	-	-	-	-	1
<i>Journal of Economic Behavior & Organization</i>	-	1	-	-	-	-	-	-	-	1
<i>Journal of International Business Studies</i>	-	-	1	-	-	-	-	-	-	1
<i>World Development</i>	-	-	-	-	1	-	-	-	-	1
Subtotal	2	2	1	2	2	0	0	2	0	11
Total de artigos / ano	2	3	3	6	7	4	1	9	7	42

Destaque para os periódicos Revista de Administração Contemporânea (RAC) com 5 artigos publicados sobre o tema, representando 11,90% da amostra. Em terceiro lugar no *ranking* de publicações tem-se destaque para *Strategic Management Journal* e a Revista Brasileira de Economia (RBE) ambos com 4 artigos (9,52%).

Tanto no cenário nacional quanto internacional, percebe-se que 2007 foi o ano de destaque sobre publicações a respeito do tema Estrutura de Capital. Na sequência, a Tabela 3 destaca o número de ocorrência de autores por ano que publicaram nos artigos selecionados pela pesquisa sobre o tema. Há uma concentração de autores nacionais que publicaram no período de 2000 a 2008 sobre a temática estrutura de capital, com 78,26% das ocorrências. Enquanto que 21,74% das ocorrências de autoria estão em publicações internacionais. Constata-se que 2007 foi o ano no qual houve a publicação de maior número de artigos sobre o assunto em análise, seguido por 2004 e 2008, em situação de empate. Há uma recorrência de publicações de artigos com mais de uma autoria.

Tabela 3 – Número de ocorrência de autoria distribuídos por ano nos artigos da amostra

Periódico	Número de ocorrência de autoria por período consultado									Total
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
NACIONAIS										
RAUSP. Revista de Administração	-	2	2	-	3	-	3	7	-	17
RAC. Revista de Administração Contemporânea	-	-	2	-	-	-	-	-	10	12
Revista Contabilidade e Finanças	-	-	-	-	-	2	-	9	-	11
RBE - Revista Brasileira de Economia	-	-	-	1	2	2	-	2	-	7
RAE Revista de Administração de Empresas	-	-	-	3	-	-	-	-	3	6
REAd. Revista Eletrônica de Administração	-	-	-	2	4	-	-	-	-	6
Revista Brasileira de Finanças	-	-	-	-	-	-	3	1	2	6
RAE Eletrônica	-	-	2	-	-	-	-	2	-	4
Cadernos EBAPE.BR (FGV)	-	-	-	-	-	3	-	-	-	3
Subtotal	0	2	6	6	9	7	6	21	15	72
INTERNACIONAIS										
<i>Strategic Management Journal</i>	4	1	-	1	-	-	-	-	-	6
<i>Journal of International Business Studies</i>	-	-	3	-	-	-	-	-	-	3
<i>Journal of Monetary Economics</i>	-	-	-	-	1	-	-	2	-	3
<i>International Journal of Production Economics</i>	-	-	-	-	-	-	-	2	-	2
<i>Journal of Air Transport Management</i>	-	-	-	2	-	-	-	-	-	2
<i>Journal of Economic Behavior & Organization</i>	-	2	-	-	-	-	-	-	-	2
<i>World Development</i>	-	-	-	-	2	-	-	-	-	2
Subtotal	4	3	3	3	3	0	0	4	0	20
Total de ocorrência de autores / ano	4	5	9	9	12	7	6	25	15	92
Artigos nacionais/ano	0	1	2	4	5	4	1	7	7	31
Artigos internacionais /ano	2	2	1	2	2	0	0	2	0	11
Total de artigos / ano	2	3	3	6	7	4	1	9	7	42
Média de Autores / Artigo	2,0	1,67	3,0	1,50	1,71	1,75	6,0	2,78	1,30	2,19

Para reforçar esses dados, tem-se na tabela 4 que a maioria dos autores tem suas publicações envolvendo “duas autorias”, seguidas de artigos com “três autores” e com “mais de três autores”. Enquanto que artigos de uma autoria apresentaram um índice pouco superior a 8%. Todavia, tem-se como limitação neste estudo, a ausência dos artigos que fizeram parte da seleção inicial para compor a amostra, mas não estavam disponíveis na internet no período da consulta para análise documental do mesmo, bem como nem todos os trabalhos apresentaram a tipicidade teórica envolvendo a estrutura de capital sendo desconsiderados da amostra. Há que se destacar que os autores que não integraram este estudo, quando da busca, não foram identificados, em decorrência das respectivas seleções (palavras-chave, título ou resumo) apresentarem estrutura de capital ou *structure of capital*, apenas no conteúdo. Contudo, isso não significa que suas contribuições não sejam relevantes para um estudo dessa natureza.

Tabela 4 – Tipo de autoria

Tipo de autoria	Própria	Com dois autores	Com três autores	Mais de três autores	Total de autores
	8	44	30	10	92
	8,7%	47,83%	32,61%	10,87%	100%

Infere-se, a partir dos resultados alcançados neste estudo, que exista uma integração entre pesquisadores de diversas instituições, criando uma rede de relacionamento científico. Apresentam-se a seguir a análise a partir de autores que tiveram, no período analisado, dois ou mais artigos publicados sobre estrutura de capital (Tabela 5).

Tabela 5 – Autores mais representativos da amostra

Ranking	Autores Mais Representativos da Amostra	Afiliação	Ocorrência de Autoria
1º	Rubens Famá	FEA/USP	6
2º	Eduardo Kazuo Kayo	Universidade Presbiteriana Mackenzie	3
2º	Fernanda Finotti Cordeiro Perobelli	UFJF-MG e FEA-USP	3
2º	Mauricio Ribeiro do Valle	FEA-RP/USP	3
3º	Alexandre Di Miceli da Silveira	Universidade Presbiteriana Mackenzie e FEA/USP	2
3º	Ariadine de Freitas Silva	FEA-RP/USP	2
3º	Cecílio Elias Daher	UEG/GO e UnB	2
	Dante Mendes Aldrighi	FEA/USP	2
3º	Diógenes Manoel Leiva Martin	Universidade Presbiteriana Mackenzie	2
3º	Hudson Fernandes Amaral	UFMG	2
3º	Lucas Ayres Barreira de Campos Barros	Universidade Presbiteriana Mackenzie e FEA/USP	2
3º	Luiz Alberto Bertucci	UFMG	2
3º	Otávio Ribeiro de Medeiros	Universidade de Southampton e UnB	2
3º	Ricardo Pereira Câmara Leal	UFRJ	2
3º	Walter Lee Ness Junior	PUC-RJ	2
3º	Wilson Toshiro Nakamura	Universidade Presbiteriana Mackenzie	2

Todos os autores listados na Tabela 5 publicaram em periódicos nacionais, ou seja, os artigos internacionais analisados, não apresentam dupla incidência de autoria. Destes, destaque para *Rubens Famá* da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo que publicou seis artigos (14,29% do total de artigos da amostra). Ressalta-se ainda *Eduardo Kazuo Kayo* (Universidade Presbiteriana Mackenzie-SP), *Fernanda Finotti Cordeiro Perobelli*, (UFJF-MG e FEA-SP/USP) e *Mauricio Ribeiro do Valle* (FEA-RP/SP) com três artigos (7,14% do total de artigos da amostra).

Os autores com dois artigos contribuem, cada um, com 4,76% do total de artigos da amostra. Considerando a afiliação dos autores, percebe-se que a FEA/USP e Mackenzie são as instituições que mais se destacam, nos artigos da amostra, com autores que publicam sobre estrutura de capital, ainda que a afiliação desses autores tenha sido extraída quando da publicação do artigo no periódico. Após análise documental na referida amostra da pesquisa, num total de 42 artigos, verificou-se que apenas 22 artigos da amostra, correspondendo

52,38%, relacionam algum tipo de teoria alusiva a estrutura de capital, sendo todas publicações nacionais, conforme tabela 6:

Tabela 6 – Artigos versus teorias na amostra

Artigos/Teorias	Amostra	Porcentagem
Relacionam	22	52,38%
Não relacionam	20	47,62%
TOTAL	42	100%

Desta maneira, 20 artigos não foram analisados nesta etapa, apesar de compor a amostra inicial, por não relacionarem nenhum tipo de teoria em relação à estrutura de capital. No intuito de corroborar com os dados, mostram-se as teorias relacionadas à estrutura do capital com a ocorrência em cada um dos 22 artigos que apresentam tais teorias (Quadros 1 e 2).

Seq	Autores	Nome Periódico	Ano	Título Artigo	Tipo de estudo		Teoria Relacionada
					T*	TE**	
1	Perobelli e Famá	RAC. Revista de Administração Contemporânea	2003	Fatores Determinantes da Estrutura de Capital para Empresas Latino-Americanas		X	Teoria da Hierarquia – Pecking Order
2	Martins, Carvalho e Assaf Neto		2008	Anatomia do Valor de Empresas	X		Uso do WACC Fluxo de caixa livre
3	Silveira, Perobelli e Barros		2008	Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil		X	Teoria da Hierarquia – Pecking Order
4	Medeiros e Daher		2008	Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras		X	Static Tradeoff e Teoria da Hierarquia – Pecking Order
5	Leal e Saito	RAE Eletrônica	2003	Finanças Corporativas no Brasil	X		Custos de Agência
6	Rego e Ness Junior		2007	A Preferência por subscrições privadas de ações no Brasil		X	Teoria da Hierarquia – Pecking Order
7	Soares e Kloeckner	RAE Revista de Administração de Empresas	2008	Endividamento em firmas com alta propensão à expropriação: o caso de firmas com um controlador		X	Static Tradeoff, Teoria da Hierarquia – Pecking Order e Custos de agência
8	Ness Junior e Zani	RAUSP. Revista de Administração	2001	Os juros sobre o capital próprio versus a vantagem fiscal do endividamento		X	Modelo MM
9	Perobelli e Famá		2002	Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras		X	Teoria da Hierarquia – Pecking Order
10	Kayo, Teh e Basso		2006	Ativos intangíveis e estrutura de capital: a influência das marcas e patentes sobre o endividamento		X	Teoria da Hierarquia – Pecking Order
11	Bomfim, Santos e Pimenta Júnior		2007	Processo de abertura de capital de empresas brasileiras em 2004 e 2005: razões e percepções		X	Teoria da Hierarquia – Pecking Order
12	Terra		2007	Estrutura de capital e fatores macroeconômicos na América Latina		X	Teoria da Hierarquia – Pecking Order
13	Gava e Vieira	REAd. Revista Eletrônica de Administração	2003	Investimento, lucratividade e endividamento: o que financiou o crescimento das empresas brasileiras no período pós-plano real		X	Custos de Agência e Teoria da Hierarquia – Pecking Order

Continuação

14	Kayo, Fama, Nakamura e Martin	REAd. Revista Eletrônica de Administração	2004	Estrutura de capital e criação de valor: os determinantes da estrutura de capital em diferentes fases de crescimento das empresas		X	Custos de Agência e Teoria da Hierarquia – Pecking Order
15	Aldrighi	RBE - Revista Brasileira de Economia	2003	The Mechanisms of Corporate Governance in the United States: An Assessment	X		Static Tradeoff, Custos de Agência e Teoria da Hierarquia – Pecking Order
16	Procianoy e Schnorrenberger		2004	A Influência da Estrutura de Controle nas Decisões de Estrutura de Capital das Companhias Brasileiras		X	Teoria da Hierarquia – Pecking Order
17	Brito e Lima		2005	A Escolha da Estrutura de Capital sob Fraca Garantia Legal: O Caso do Brasil		X	Static Tradeoff e Teoria da Hierarquia – Pecking Order
18	Aldrighi e Mazzer Neto		2007	Evidências sobre as Estruturas de Propriedade de Capital e de Voto das Empresas de Capital Aberto no Brasil		X	Static Tradeoff e Custos de Agência
19	Rossi Junior	Revista Brasileira de Finanças	2007	The Use of Currency Derivatives by Brazilian Companies: An Empirical Investigation		X	Static Tradeoff
20	Medeiros e Daher	Revista Contabilidade & Finanças	2005	Testando a teoria de hierarquização de fontes de financiamento nas empresa brasileiras		X	Teoria da Hierarquia – Pecking Order
21	Nakamura, Martin, Forte, Carvalho Filho, Costa e Amaral		2007	Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003		X	Static Tradeoff, Custos de Agência, Teoria da Hierarquia – Pecking Order e Modelo MM
22	Brito, Corrar e Batistella		2007	Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil		X	Custos de Agência e Teoria da Hierarquia – Pecking Order

*T = teórico

**TE = teórico-empírico

Quadro 1 – Artigos que relacionam as teorias de Estrutura de Capital

De acordo com a expectativa da pesquisa, ficou evidenciado que as principais teorias relacionadas à decisão de estrutura de capital nos artigos analisados não deixam evidente, no conteúdo do artigo, qual a teoria está relacionada à pesquisa, embora tratem do tema em questão. Destaca-se que dos artigos que fizeram parte da amostra, três foram classificados como sendo estudos teóricos e 19 artigos como teórico-empíricos.

Seqüência dos Artigos	Teorias relacionadas a Estrutura de Capital					Total
	Pecking Order	Static Tradeoff	Modelo MM	Custo de Agência	Outros	
1	X					1
2					X	1
3	X					1
4	X	X				2
5				X		1
6	X					1
7	X	X		X		3
8			X			1
9	X					1
10	X					1
11	X					1
12	X					1
13	X			X		2
14	X			X		2
15	X	X		X		3
16	X					1
17	X	X				2
18		X		X		2
19		X				1
20	X					1
21	X	X	X	X		4
22	X			X		2
Ocorrência	17	7	2	8	1	35
Porcentagem	48,57%	20%	5,71%	22,86%	2,86%	100%

Quadro 2 – Ocorrências das teorias relacionadas nos artigos da amostra

Confirmando a literatura abordada neste estudo pautada principalmente no autor Myers (1984) que tratam da estrutura de capital, a Teoria da Hierarquia, também conhecida por *Pecking Order*, teve uma participação mais significativa correspondendo a 48,57%, seguido por Custo de Agência (22,86%), *Static Tradoff* (20%), Modelo MM (5,71%) e outros (2,86%).

5 Discussão dos resultados

Nesta pesquisa, buscou-se apresentar um panorama da estrutura de capital abordada nos comunicados escritos nacionais e internacionais a partir do mapeamento dos 42 artigos das publicações que compuseram a amostra (31 artigos nacionais e 11 internacionais). Dentre os estudos analisados houve recorrência maior para a teoria *Pecking Order*, nos estudos relatados nos periódicos nacionais. Com relação aos autores foram catalogados 72 autorias nacionais e 20 internacionais, totalizando 92 autores, distribuídos em 22 artigos identificados na amostragem, com média de 2 autores por artigo. Neste recorte da amostra, o periódico RAUSP foi o que mais publicou artigos científicos, seguido por RAC, *Strategic Management Journal* e Revista Brasileira de Economia.

Nestes artigos, verificou-se que há uma preferência em publicar artigos com mais de uma autoria. Ainda, em relação aos autores, acredita-se que exista uma integração entre pesquisadores de diversas instituições, criando uma rede de relacionamento científico. Nesse sentido, com base na pesquisa bibliométrica realizada foi constatado que dentre as teorias envolvidas na estrutura de capital destacou-se a *pecking order* com 48,57%, custo de agência com 22,86%, *trade-off*, 20%, a MM com 5,71%, e outros 2,86%. Evidenciou-se que a *pecking order* continua sendo a mais referenciada e utilizada na teoria. A partir dos estudos seminais de Franco Modigliani e Merton Miller criaram-se a referência que deu origem à discussão das principais teorias da estrutura de capital que permeiam as decisões financeiras. Desta maneira, com base nas evidências apresentadas em diferentes obras, identificou-se que as organizações passaram a refletirem acerca dos critérios que a circundam.

Diante das evidências arroladas neste estudo, suscitam-se as seguintes reflexões: (i) apesar das pesquisas versarem sobre estrutura de capital, percebeu-se que nem todas se reportam as especificidades das teorias *trade-off*, custos de agência, *pecking order*, e irrelevância de estrutura de capital; (ii) os pesquisadores simpatizantes da temática analisada, desenvolvem estudos embrionários na área, o que demonstra a existência de uma lacuna a ser preenchida; (iii) evidencia-se que os 22 dos artigos analisados, retratam que 77,2% tem preferência à teoria *pecking order* em seus estudos o que permite inferir que as empresas analisadas pelos autores, utilizam a idéia central da estrutura de capital. Assim, indaga-se os motivos que a levam a tomar tal decisão e que respondem a pergunta de pesquisa, é que as empresas preferem investir seus recursos gerados internamente, para depois ir buscar recursos externos.

6 Conclusões

O objetivo deste artigo consistiu em identificar quais são as principais teorias adotadas pelos pesquisadores atinentes à decisão de estrutura de capital, por meio dos artigos publicados nos Periódicos Nacionais e Internacionais "A", classificadas pela Qualis/CAPES referentes ao triênio 2007/2009, no período de 2000 a 2008. Os autores que preconizaram os aspectos norteadores desta pesquisa e suas respectivas concepções revelaram a evolução entre as principais teorias da estrutura de capital, proporcionando aos pesquisadores combinarem e realizarem junções e/ou a utilização da melhor teoria que corresponda ao contexto organizacional, ao buscarem o equilíbrio em suas decisões. Desta maneira, com base nas evidências apresentadas em diferentes

obras, identificou-se que os pesquisadores passaram a projetar e refletirem acerca da perspectiva Estrutura de Capital, ao analisarem a composição das dívidas de longo prazo e do patrimônio líquido das organizações.

No que tange as limitações neste estudo, destaca-se a ausência dos artigos que fizeram parte da seleção inicial para compor a amostra, mas não estavam disponíveis na internet no período da consulta para análise documental do mesmo, bem como nem todos os trabalhos apresentaram a tipicidade teórica envolvendo a estrutura de capital sendo desconsiderados da amostra. Há que se destacar que os autores que não integraram este estudo, quando da busca, não foram identificados, em decorrência das respectivas seleções (palavras-chave, título ou resumo) apresentarem estrutura de capital ou *structure of capital*, apenas no conteúdo. Contudo, isso não significa que suas contribuições não sejam relevantes para um estudo dessa natureza. Recomenda-se para futuras pesquisas a replicação deste estudo com uso de um ferramental estatístico multivariado e ainda na análise de conteúdo do texto na íntegra.

Referências

- BASTOS, Douglas Dias; DAVID, Marcelino; BERGMANN, Daniel Reed. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina no período 2001-2006. In: EnANPAD, 32, 2008, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.
- BOOTH, Laurence et al. Capital structures in developing countries. **The Journal of Finance**, v.56. n.1, p.87-130, feb. 2001.
- CHEROBIM, A. P. Estrutura de capital – revisão teórica. In: SAITO, R.; PROCIANOY, J. L. **Captação de Recursos de Longo Prazo**. São Paulo: Atlas, 2008, p. 38-65.
- DeANGELO, H.; MASULIS, R. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. **Journal of Financial Economics**, v.8, p.3-29, 1980.
- DONALDSON. Corporate debt capacity. Boston Graduate School of Business Research/Harvard University, 1961. [Trabalho citado em SINGH (1993).]
- EID JUNIOR, W. Custo e estrutura de capital: o comportamento das empresas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v.36, n.4, p.51-59, out/nov/dez 1996.
- FAZZARI, HUBBARD E PETERSON. Financial constraints and corporate investment. *Brooking Paper on Economic Activity*, v. 1, 1988. [Trabalho citado em SINGH (1993).]
- FRANK, M; GOYAL, V. Testing the pecking order theory of capital structure. **Journal of Financial Economics**, v.67, n.2, p.217-248, feb. 2003.
- JENSEN, M. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. **The American Economic Review**, v.76, n.2, p.323-329, 1986.
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v.3, n.4, p.305-360, Oct. 1976.

- KAYO, E. K.; FAMÁ, R. Teoria de agência e crescimento: evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento. **Caderno de Pesquisa em Administração**, São Paulo, FEA/USP, v.2, n.5, 2 sem. 1997.
- LEAL, R. P. C.; SAITO, R. Finanças Corporativas no Brasil. **RAE-Eletrônica**, v.2, n.2, p.1-15, jul-dez 2003.
- MARTELANC, R. Proposição e avaliação de política de hierarquização de fontes de financiamento sob restrições de capital. 1998. **Tese** (Doutorado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.
- MATSUO, A. K., ROCHMAN, R. R.; EID JUNIOR, W. Estrutura de capital no Brasil: uma revisão teórica dos estudos de 1988 até 2005. In: SAITO, R.; PROCIANOY, J. L. **Captação de Recursos de Longo Prazo**. São Paulo: Atlas, 2008. p. 66-95.
- MILLER, M. Debt and taxes. **Journal of finance**. May, 1977.
- MYERS, S.C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v.39, n.3, p.575-592, July, 1984.
- MYERS, S.C.; MAJLUF, N.S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have. **Journal of Financial Economics**, 1984, n.13, p. 575-592.
- MODIGLIANI, F; MILLER, M. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. **American Economic Review**, June 1958; reply em Set.1958.
- _____; _____. Taxes and the cost capital: a correction. **American Economic Review**, June 1963; reply em Jun. 1965. In: MYERS, S. The capital structure puzzle. **Journal of Finance**, v.39, Jul. 1984.
- ROSS, S; WESTERFIELD, R; JAFFE, J. **Administração financeira: corporate finance**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- SINGH, A. The stock-market and economic development: should developing countries encourage stock-markets? **Unctad Review**, n. 4, 1993.
- WALD, J. K. How firm characteristics affect capital structure: an international comparasion. **The Journal of Finance Research**, v.22, n.2, p.161-187, summer 1999.
- ZONENSCHAIN, C. N. Estrutura de Capital das Empresas no Brasil. **Revista Conhecimento**. Disponível na internet: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/rev1003.pdf>>. Acesso em 12 Dez. 2008.

<p>Ana Lúcia de Araújo Lima Coelho é Doutora e Professora do Departamento de Administração da Universidade Federal da Paraíba (UFPB) Centro de Ciências Sociais Aplicadas Programa de Pós-Graduação em Administração, alalcoelho@gmail.com. Cidade Universitária – CEP: 58.051-900 - João Pessoa - PB – Brasil.</p>	<p>Yeda Maria Pereira Pavão é Doutora e Professora do Departamento de Administração da Universidade Estadual do Paraná (UNESPAR/FECILCAM), yedapavao@uol.com.br Av. Comendador Norberto Marcondes, 733, Centro, CEP: 87303-100 – Campo Mourão – Paraná – Brasil.</p>
<p>Simone Sehnem é Doutora e Professora Permanente do Mestrado Profissional em Administração na UNOESC e Professora Colaboradora do Mestrado Acadêmico em Administração da Universidade do Sul de Santa Catarina (UNISUL), simonesehnem_adm@yahoo.com.br Rua Condá, Edifício Ilha de Creta, n.1178E, apto 103, Bairro Presidente Médice, CEP: 89801-131- Chapecó – Santa Catarina – Brasil.</p>	<p>Anete Alberton é Doutora e Professora Doutora do Programa de Pós-Graduação em Administração e Turismo da Universidade do Vale do Itajaí (UNIVALI), anete@univali.br Rua João Coan, 400 - Sala 408 - Bloco 1 Centro – CEP: 88160-000 - Biguaçu - Santa Catarina – Brasil.</p>
<p>Rosilene Marcon é Doutora e Professora Doutora do Programa de Pós-Graduação em Administração e Turismo da Universidade do Vale do Itajaí (UNIVALI), rmarcon@univali.com Rua João Coan, 400 - Sala 408 - Bloco 1 Centro – CEP: 88160-000 - Biguaçu - Santa Catarina – Brasil.</p>	