UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

FACULDADE DE CIÊNCIAS APLICADAS

TAMIRES FARIA CAMPOS

AS EMPRESAS BRASILEIRAS E AS TEORIAS DE ESTRUTURA DE CAPITAL: estudo de caso segundo a abordagem de sistemas sociais de Luhmann em uma empresa do setor elétrico

Limeira

2012

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

FACULDADE DE CIÊNCIAS APLICADAS

TAMIRES FARIA CAMPOS

AS EMPRESAS BRASILEIRAS E AS TEORIAS DE ESTRUTURA DE CAPITAL: estudo de caso segundo a abordagem de sistemas sociais de Luhmann em uma empresa do setor elétrico

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Gestão de Empresas à Faculdade de Ciências Aplicadas da Universidade Estadual de Campinas.

Orientador: Prof. Dr. Johan Hendrik Poker Junior.

Limeira

2012

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELA BIBLIOTECA *PROF. DR. DANIEL JOSEPH HOGAN* DA FACULDADE DE CIÊNCIAS APLICADAS

C157e

Campos, Tamires Faria

As empresas brasileiras e as teorias de estrutura de capital: estudo de caso segundo a abordagem de sistemas sociais de Luhmann em uma empresa do setor elétrico / Tamires Faria Campos. - Limeira, SP: [s.n.], 2012.

49 f.

Orientador: Johan Hendrik Poker Junior

Monografia (Graduação) – Universidade Estadual de Campinas, Faculdade de Ciências Aplicadas

1. Finanças. 2. Processo decisório. 3. Infraestrutura. 4. Energia elétrica - Brasil. I. Poker Junior, Johan Hendrik. II. Universidade Estadual de Campinas. Faculdade de Ciências Aplicadas. III. Título.

Título em inglês: Brazilian companies and the capital structure theories: a case study according to Luhmann's social systems approach in a company of the electric sector

Keywords: - Finance;
- Decision Process;
- Infraestructure;
- Eletric energy – Brazil.

Titulação: Bacharel em Gestão de empresas.

Banca Examinadora: Prof. Dr. Johan Hendrik Poker Junior
Prof. Dr. Márcio Marcelo Belli

Data da defesa: 07/12/2012.

Autor: Tamires Faria Campos

Título: As empresas brasileiras e as teorias de estrutura de capital: estudo de caso segundo a abordagem de sistemas sociais de Luhmann em uma empresa do setor elétrico

Natureza: Trabalho de Conclusão de Curso em Gestão de Empresas

Instituição: Faculdade de Ciências Aplicadas, Universidade Estadual de Campinas

Aprovado em: __/__/____.

BANCA EXAMINADORA

_____
Prof. Dr. Johan Hendrik Poker Junior - Presidente
Faculdade de Ciências Aplicadas (FCA/UNICAMP)

_____
Prof. Dr. Márcio Marcelo Belli – (Avaliador)
Faculdade de Ciências Aplicadas (FCA/UNICAMP)

Esse exemplar corresponde à versão final de apresentação à banca examinadora

_____
Prof. Dr. Johan Hendrik Poker Junior
Faculdade de Ciências Aplicadas (FCA/UNICAMP)

A meus professores do Cursinho Práxis Limeira e da ETEC Trajano Camargo, que me forneceram o conhecimento que me faltava para ingressar na universidade; o que fizeram por mim não tem preço e lhes serei eternamente grata.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, o grande maestro da minha vida e que está sempre ao meu lado, pois sem ele nada disso teria sido possível.

Aos meus pais, Francisco Alves Campos e Márcia Faria Campos, que me deram os dois maiores presentes que se pode esperar: a vida e o amor incondicional. Palavras me faltam para expressar a gratidão que sinto por tudo o que sempre se esforçaram para me proporcionar. *Muito* obrigada.

A meu noivo, Heber Kiiler, por sua paciência em me ouvir e apoiar em todos os momentos vividos em conjunto nesses quase seis anos de convivência, pela imensa compreensão quanto ao adiamento de planos importantes devido a meus estudos e vida acadêmica.

A meus futuros sogros e cunhada, pela compreensão, apoio e auxílio. Um agradecimento especial à meu futuro sogro, por abrir as portas de sua empresa para a realização de meu estágio obrigatório.

Ao restante da minha família, e a meus amigos. Principalmente minhas amigas do curso de graduação Marcela Alves de Mello, Bruna Franciele Angelo Braga, Michele Leopoldino Rodrigues e Lucinéia Aparecida Vicelli, por todos os momentos especiais compartilhados durante estes últimos quatro anos de convivência diária.

Um agradecimento muito especial a meu orientador, Prof. Dr. Johan Hendrik Poker Junior, por sua grande ajuda, prestatividade, paciência, atenção e apoio nos momentos mais críticos e relevantes da elaboração do presente trabalho; assim como pelas orientações pertinentes a minha formação e carreira profissional, que me foram de grande valia na identificação da área com a qual mais me identifico dentro da gestão, que são os aspectos financeiros.

Agradeço imensamente a Coordenadora do Setor Financeiro da empresa analisada no presente trabalho, por sua disposição em participar do estudo e sua prestatividade nos esclarecimentos posteriores.

Também agradeço de modo especial, a todos os meus professores do C.E. SESI – 340, Etec Trajano Camargo e Cursinho Práxis, assim como todos os demais professores que estiveram e que ainda estarão presentes em minha vida, fornecendo-me a única riqueza que ninguém pode me tirar, o conhecimento adquirido ao longo da vida.

Os agradecimentos se estendem ainda a todos aqueles que contribuíram direta ou indiretamente para a elaboração e conclusão deste trabalho.

“O trabalho é um bem do ser humano – é um bem da sua humanidade – porque, mediante o trabalho, o ser humano não somente transforma a natureza, adaptando-a às suas próprias necessidades, mas também se realiza a si mesmo como ser humano e até, num certo sentido, <<se torna mais humano>>.” João Paulo II, Laborem exercens, n.º 9.

RESUMO

O presente estudo procurou realizar uma análise da influência das teorias de estrutura de capital no processo decisório de uma empresa de capital fechado do setor elétrico, considerando o momento vivido, de transição em sua escala de atuação de médio para grande porte; visando a contribuição para o entendimento da aplicação das teorias de estrutura de capital em empresas brasileiras. Para isso utilizou-se a metodologia do estudo de caso, por meio de uma única entrevista em profundidade, realizada com a Coordenadora do Setor Financeiro da empresa em estudo. Posteriormente realizou-se uma análise da mesma segundo uma abordagem adaptada das propostas de Seidl & Becker (2010), onde se buscou observar a empresa como um sistema social Luhmanniano, o que possibilitou a identificação de várias influências referentes ao modo como as teorias de estrutura de capital, as práticas e estruturas organizacionais, o mercado e órgãos reguladores, as rotinas cognitivas e a cultura organizacional influenciam no processo de tomada de decisão financeira. Foram encontradas evidências relativas ao emprego das teorias do *Pecking Order* e da teoria do *Trade-off* simultaneamente; do mesmo modo foram identificadas evidências das teorias de agência e sinalização no que se refere às escolhas das fontes de financiamento ante determinadas situações.

Palavras-chave: Estrutura de capital; processo decisório; empresas brasileiras; sistema social Luhmanniano.

ABSTRACT

The present study sought to conduct an analysis of the capital structure theories' influence in the decision process of a private company in the electrical sector, considering the lived moment of transition in their acting scales of medium to large, aiming at contributing to the understanding of the capital structure theories' application in Brazilian companies. For this, it was used the methodology of the case study research, using a single in-depth interview conducted with the Financial Sector Coordinating of the company under study. Later it was conducted an analysis of this interview according to an adapted approach of the proposals of Seidl & Becker (2010), which sought to observe the company as a Luhmann's social system, which allowed the identification of several influences relating to the way as the capital structure theories, organizational practices and structures, and market regulators, cognitive routines and organizational culture influence the financing decision process. It was found evidences relating to the Pecking Order and Trade-off theory simultaneously, likewise it has been identified evidences of agency and signaling theories with regard to the choices of financing sources faced with certain situations.

Keywords: Capital structure; decision process; Brazilian enterprises; Luhmann's social system.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Estrutura Organizacional do Setor – Novo Modelo 31
Figura 2 – Ilustração das Decisões de Financiamento como Decisões Comunicativas 37

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Síntese dos Fatores Determinantes da Estrutura de Capital das PMEs .25
Quadro 2 - Mudanças no Setor Elétrico Brasileiro 29

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABRAGEL	Associação Brasileira dos Geradores de Energia Elétrica Limpa e Renovável
ANEEL	Agência Nacional de Energia Elétrica
BDMG	Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais
BNB	Banco do Nordeste do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CCEE	Câmara de Comercialização de Energia Elétrica
CMSE	Comitê de Monitoramento do Setor Elétrico
CNI	Confederação Nacional da Indústria
EPE	Empresa de Pesquisa Energética
GISE	Comitê de Gestão Integrada de Empreendimentos de Geração do Setor Elétrico
PCHs	Pequenas Centrais Hidrelétricas
PMEs	Pequenas e Médias Empresa
PND	Plano Nacional de Desestatização
SEB	Setor Elétrico Brasileiro
SIN	Sistema Interligado Nacional
UHEs	Usinas Hidrelétricas com capacidade instada superior a 30 MW

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 13
1.1 Objetivo Geral 15
1.2 Objetivos Específicos 16
2 REFERENCIAL TEÓRICO 17
2.1 Visão Geral das Teorias de Estrutura de Capital 17
2.2 As Teorias de Estrutura de Capital e as Empresas Brasileiras 19
2.3 As Teorias de Estrutura de Capital e as Pequenas e Médias Empresas Brasileiras 22
2.4 O Setor de Negócio Analisado e a Estrutura de Capital 28
3 METODOLOGIA 33
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS 36
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS 43
6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS 45

1 INTRODUÇÃO

Os estudos das estruturas de capital tiveram como grande marco a publicação em 1958 do trabalho de Modigliani e Miller que, apesar das críticas recebidas, introduziu uma teoria de estrutura de capital propriamente dita a tal campo de estudo. Após esse marco vários estudos se seguiram enriquecendo ainda mais o arcabouço de conhecimentos na área, dentre esses alguns se destacam pela grande relevância de sua contribuição, como o trabalho publicado em 1976 por Jensen e Meckling, que contribuiu com a proposição da Teoria da Agência; o trabalho publicado em 1977 por Ross e que apresentou a Teoria da Sinalização; e o trabalho de Myers, publicado em 1984, abordando os contrastes entre duas teorias, a *Trade-off* e a *Pecking Order*.

Essas teorias foram desenvolvidas tendo como realidade mercados com economias equilibradas, onde o endividamento de longo prazo é dominante, o que não ocorre no Brasil onde há escassez deste tipo de recursos para o financiamento da maior parte das empresas, e o endividamento de curto prazo se faz dominante em detrimento ao de longo prazo (ASSAF NETO, 2010), salvo exceções referentes a alguns setores da economia brasileira, como por exemplo, o setor da empresa analisada no presente trabalho (setor elétrico), que conta com o incentivo de bancos do governo (SIFFERT FILHO *et al.*, 2009).

Há pesquisadores brasileiros que trabalham com a abordagem de tal aspecto, e buscam identificar a aplicação de tais teorias à realidade vivenciada pelas empresas brasileiras, no entanto, o que se observa na literatura de estrutura de capitais é que a maior parte dos estudos se concentra na análise de grandes corporações cujas ações são comercializadas em bolsas de valores (NAKAMURA *et al.,* 2010; PEÑALOZA & FIGUEIREDO, 2011), e por meio de abordagens metodológicas quantitativas. Desse modo buscou-se analisar a aplicação das teorias de estrutura de capital em uma empresa brasileira de capital fechado, por meio de uma abordagem metodológica qualitativa.

A empresa[1] objeto do presente estudo é uma empresa familiar de capital fechado, que faz parte do setor elétrico brasileiro, atuando no segmento de geração de energia elétrica. Encontra-se ligada a uma empresa *holding* (controladora), pois é subsidiária de um grupo econômico, que conta com outras empresas que também operam em segmentos de infraestrutura, este que se classifica como de grande porte segundo a classificação do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), que ao conceder recursos para o financiamento de projetos da empresa, segundo a entrevistada, analisa o grupo econômico ao qual esta pertence e não a empresa isoladamente. Sendo assim o porte da empresa encontra-se vinculado ao grupo econômico ao qual pertence, no entanto, conforme colocado pela entrevistada, o setor de atividade da empresa estudada é novo em tal grupo econômico, além de ser uma nova entrante em seu mercado de atuação, e ter seus parques de geração de energia ainda na fase de implantação, não contando assim com sua operação, de modo que ainda não possui geração de receita. Além disso, possui uma estrutura baste enxuta.

Tal configuração a coloca em uma fase híbrida, onde conta com características de grandes empresas, tais como maior profissionalização da empresa, bom nível de formação e capacitação da equipe de trabalho e dos gestores-proprietários (neste caso que se encontram alocados na empresa *holding*, configurando a personalidade do controlador, ou seja, da instituição controladora), maior divisão de tarefas e cargos gerenciais, missão e valores declarados explicitamente, e planejamento estruturado; contudo também apresenta características apresentadas pelas PMEs (Pequenas e Médias Empresas), tais como estrutura simples e enxuta, posição de destaque dos proprietários nas tomadas de decisão, proximidade entre funcionários, disseminação mais rápida de informações, e ausência de grandes normas explícitas que devam ser adotadas e seguidas.

Essa particularidade a torna um objeto de exploração interessante para o presente estudo, pois possibilita a identificação da influência das teorias de estrutura e capital em uma *spin-off* dentro de uma grande empresa brasileira. Por analisar uma empresa com tal particularidade, abordou-se referencial teórico voltado tanto

[1] Devido à solicitação da entrevistada o nome da empresa será mantido em sigilo.

para grandes empresas como para PMEs, possibilitando uma comparação da influência das teorias na empresa estudada e nas grandes empresas e PMEs.

Deste modo na segunda seção é apresentada a revisão da literatura que conta com quatro subseções, a primeira que apresenta as principais teorias de estrutura de capital existentes na literatura, a segunda que expõe os principais trabalhos referentes à aplicação dessas teorias a grandes empresas, a terceira que expõe os principais trabalhos referentes a aplicação dessas teorias às PMEs, e a última onde se apresenta uma descrição do setor de atuação da empresa estudada, ou seja, do setor elétrico, e de se suas implicações na estrutura de capital da empresa em estudo.

Na terceira seção busca-se apresentar a metodologia empregada no estudo, abordando os objetivos específicos do mesmo, a coleta de dados e o tratamento empregado, e a teoria dos sistemas sociais de Luhmann, a qual serviu como base para a análise dos dados obtidos na entrevista em profundidade realizada.

Na quarta seção apresenta-se a análise dos resultados, tendo como base de sua elaboração a teoria dos sistemas sociais de Luhmann. E finalmente na quinta seção são expostas as considerações finais e sugestões para estudos futuros.

1.1 Objetivo Geral

O objetivo geral do presente estudo constituiu-se na realização de uma analise da aplicação das teorias de estrutura de capital nas empresas brasileiras, mais especificamente em uma empresa brasileira de capital fechado, por meio de uma abordagem metodológica qualitativa.

1.2 Objetivos Específicos

Desse modo foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos para o presente estudo:

1. O modo como as teorias de estrutura de capital se fazem presentes nas decisões da empresa;
2. A forma como a empresa se financia;
3. A maneira que as decisões de financiamento são tomadas;
4. As informações que norteiam as tomadas de decisão da empresa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Visão Geral das Teorias de Estrutura de Capital

"A estrutura de capital de uma empresa refere-se à composição de suas fontes de financiamento a longo prazo, oriundas de capitais de terceiros (exigível) e de capitais próprios (patrimônio líquido)." (ASSAF NETO, 2010, p. 483); sendo que conforme Assaf Neto (2010), diferentes setores de atividades e empresas de um mesmo setor podem apresentar diferentes estruturas de capital.

O estudo que deu maior destaque e suscitou grande desenvolvimento no campo de estudos sobre estruturas de capitais das empresas, foi o artigo publicado em 1958 por Franco Modigliani e Merton Miller, intitulado "*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*"; neste artigo, considerado introdutor de uma teoria de estrutura de capital propriamente dita, os autores propõem que respeitados certos pressupostos – "[...] ausência de impostos, de custos de transação, de custos falência e de spread da taxa de juros para aplicação e financiamento, havendo perfeita simetria de informações e capacidade ilimitada de financiamento para empresas e indivíduos." (SAITO, *et al*., 2008, p. 64) – a estrutura de capital de uma empresa é irrelevante quanto a seu valor de mercado.

Segundo Saito (2008) ao estabelecerem novos paradigmas Modigliani e Miller foram submetidos à severas críticas nos anos que se seguiram à publicação de 1958, de modo que em 1963 publicaram uma correção ao artigo original, intitulado "*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: a Correction*"; onde incorporaram a existência de imposto de renda para pessoa jurídica nos pressupostos do modelo desenvolvido anteriormente, chegando-se então à conclusão de que a estrutura de capital da empresa afeta sim seu valor de mercado. No entanto, este trabalho ainda continha alguns resultados equivocados, que seriam resolvidos por Miller em 1977 com a publicação de seu trabalho intitulado "*Debt and*

Taxes"; onde incorporou não só o imposto de renda para pessoa jurídica, mas também o imposto de renda para pessoa física, chegando-se a conclusão de que os benefícios da alavancagem financeira ainda que reconhecidamente existentes, na verdade não são tão elevados como proposto em 1963.

Após estes estudos pioneiros outros foram sendo desenvolvidos, tanto no sentido de criticar os trabalhos de Modigliani e Miller como no de admitir suas relevâncias e limitações, e ao mesmo tempo apresentando ampliações do escopo do modelo de Modigliani e Miller (1958), dentre estes últimos, três merecem maior destaque no presente trabalho: Jensen & Meckling (1976), Ross (1977), e Myers (1984).

Jensen e Meckling publicaram em 1976 um artigo intitulado "*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*", onde apresentaram a *Teoria da Agência*, caracterizada pelos relacionamentos de agência, onde uma pessoa (o principal) delega autoridade à outra (o agente), e é de se esperar que o agente nem sempre aja em função do que é melhor para o principal, ou seja, agirá em seu próprio benefício. Diante de tal cenário têm-se os *agency costs* ou custos de agência, que os autores colocam como a soma de "1. the monitoring expenditures by the principal, 2. the bonding expenditures by the agent, 3. the residual loss." (JENSEN & MECKLING, 1976, p. 06); de modo que a estrutura ótima de capital estaria vinculada às "tensões existentes entre *agency costs* e o grau de endividamento." (GALVÃO *et al.*, 2008, p. 478).

Em 1977, Ross publicou artigo intitulado "*The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach*", que trouxe a ideia "de que os investidores utilizam os dados a respeito do endividamento e dos dividendos como sinais relevantes sobre a *performance* da firma. [...]" (GALVÃO *et al.,* 2008, p. 479), vendo com bons olhos o endividamento da empresa, uma vez que sinalizam oportunidades futuras de investimento que levarão à valorização de suas ações, e com maus olhos a emissão de novas ações, que levam a redução do preço das ações já existentes. Esta teoria chamada *Teoria da Sinalização*, propõe que haveria "um ponto ótimo de endividamento, que estabilizaria o *trade-off* entre o ganho provocado pela sinalização com a elevação do endividamento e o aumento do risco

de bancarrota provocado por esse grau de alavancagem maior.” (GALVÃO *et al.*, 2008, p. 479).

Myers apresenta então em 1984 seu artigo intitulado “*Capital Structure Puzzle*”, onde contrasta duas teorias distintas, a *Trade-off* e a *Pecking Order*, na primeira é colocado que “*A firm's optimal debt ratio is usually viewed as determined by a tradeoff of the costs and benefits of borrowing, holding the firm's assets and investment plans constant*.” (MYERS, 1984, p. 4), defendendo-se que a empresa estabelece uma estrutura-meta de capital, onde há o equilíbrio deste *trade-off* entre benefícios e custos de falência, e se move para atingi-la. Nesta teoria considera-se a existência de uma relação direta entre rentabilidade e grau de endividamento, ou seja, quanto mais lucrativa a empresa, maior seu nível de endividamento. Já na *Pecking Order* defende-se a existência de uma hierarquização das fontes de financiamento: “recursos próprios, títulos sem risco, títulos arriscados e, por último, emissão de novas ações.” (DAVID, NAKAMURA & BASTOS, 2009, p. 137), com a existência de uma relação inversa entre rentabilidade e grau de endividamento, ou seja, quanto mais lucrativa a empresa, menor seu nível de endividamento.

2.2 As Teorias de Estrutura de Capital e as Empresas Brasileiras

Segundo Assaf Neto (2010) as linhas de financiamento, disponíveis no mercado financeiro brasileiro, possuem as seguintes características que as diferenciam das oferecidas em economias desenvolvidas: altos custos financeiros; baixa oferta interna de crédito de longo prazo, e restrições à oferta de novas ações e debêntures no mercado, devido ao mercado de capitais brasileiro ser ainda pouco desenvolvido. Essas características fazem com que as empresas brasileiras limitem “[...] investimentos produtivos, inibindo o crescimento e competitividade [...]” (ASSAF NETO, 2010, p. 470), e que priorizem “[...] o financiamento através de recursos próprios, reduzindo sua capacidade de alavancagem financeira, e também

enfrentam dificuldades em crescer, pela reduzida oferta de crédito de longo prazo.” (ASSAF NETO, 2010, p. 470).

Uma vez que no Brasil as fontes de financiamento de longo prazo são escassas e há predominância de fontes de financiamento de curto prazo, as empresas brasileiras tendem a trabalhar com metas de estrutura de capital em prazos mais reduzidos, sendo muitas vezes relevante a inclusão dos passivos onerosos de curto prazo na determinação da estrutura de capital das empresas brasileiras, o que não ocorre nos mercados onde as teorias de estrutura de capital foram desenvolvidas, sendo economias de maior equilíbrio, não consideram o endividamento de curto prazo, mas apenas o de longo prazo (ASSAF NETO, 2010).

Posto isso, Assaf Neto (2010) aponta ainda que a grande maioria das empresas brasileiras adota baixo nível de endividamento, como forma de se protegerem das elevadas taxas de juros presentes na economia; “[...] o coeficiente de endividamento/patrimônio líquido atinge, dentro de uma média dos últimos anos, 0,50. Isso indica que os recursos próprios financiam 67% dos ativos, e as dívidas, somente os 33% restantes.” (ASSAF NETO, 2010, p. 502).

Outro ponto relevante está na legislação tributária brasileira, que “[...] reserva somente às pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real o direito de usufruir incentivos fiscais de dedução do IRPJ.” (GALVÃO, *et al*., 2008, p. 222), estando excluídas de tais benefícios, segundo Galvão, *et al.* (2008), as empresas tributadas com base no lucro presumido, Simples Nacional, e as que tiverem o lucro arbitrado para fins de pagamento de IRPJ.

Os estudos de Procianoy & Schnorrenberger (2004); David, Nakamura & Bastos (2009); Medeiros & Daher (2005); e Medeiros & Daher (2008), que trabalharam com empresas brasileiras não financeiras listadas em bolsa de valores, obtiveram como resultado que a teoria do *Pecking Order* é a que melhor explica a determinação da estrutura de capital das empresas brasileiras. David, Nakamura & Bastos (2009), comprovaram que as empresas brasileiras mais lucrativas são menos endividadas; Medeiros & Daher (2005), apontaram ainda que as empresas brasileiras parecem estar mais próximas à forma forte da *Pecking Order* do que as empresas norte-americanas; Procianoy & Schnorrenberger (2004), encontraram a existência de aversão ao endividamento quanto mais concentrada for a estrutura de

controle da empresa; e Medeiros & Daher (2008), afirmaram que a estrutura de capital das empresas brasileiras se estabelece como resultado de uma hierarquia de financiamento, onde se recorre primeiro aos recursos gerados internamente, depois ao endividamento e em último caso à emissão de novas ações no mercado de capitais, sendo que, na média, esta última é muito pequena se comparada às demais formas de financiamento citadas.

O estudo de Iudícibus & Pohlmann (2010), que também trabalhou com amostra de empresas brasileiras não financeiras listadas em bolsas de valores, considerando a relação entre tributação do lucro e estrutura de capital, confirmou a existência de relação entre o nível de tributação do lucro da empresa e sua decisão de estrutura de capital, sendo que quanto maior a incidência tributária da empresa maior seu endividamento, confirmando uma das principais proposições da teoria do *Trade-off*. Além disso, encontraram que mesmo em relação a "empresas consideradas descapitalizadas, com alto endividamento e baixa tributação, não foi possível descartar a existência de relação positiva entre tributação do lucro e grau de endividamento" (IUDÍCIBUS & POHLMANN, 2010, p. 22), representando reforço à teoria do *Trade-off* em detrimento da *Pecking Order* no que tange ao impacto da tributação do lucro sobre a decisão de endividamento das empresas.

Além de tais estudos que trabalham as duas principais teorias alternativas de estrutura de capital (*Trade-off* e *Pecking Order*) o artigo de Eid Junior (1996), que trabalhou tanto com empresas brasileiras de capital aberto como de capital fechado, encontrou evidências relativas a oportunismo, sendo que "A ideia do oportunismo na captação de recursos, isto é, as empresas captam recursos na medida em que surgem boas oportunidades, sem se preocuparem seja com hierarquia de preferências, seja com uma estrutura meta." (EID JUNIOR, 1996, p. 52). Segundo o que foi encontrado por Eid Junior (1996), descarta-se a ideia de uma relação estática entre os componentes da estrutura de capital. "As empresas indicaram que, em termos de estrutura de capital, são oportunísticas em sua maioria. [...] Destaca-se, também, a existência de um grande número de empresas que seguem uma hierarquia de captação predeterminada [...]" (EID JUNIOR, 1996, p. 58).

Já o estudo realizado por Santos (2006), que também trabalhou com empresas brasileiras não financeiras listadas em bolsa de valores, obteve 50% das

empresas da amostra declarando buscar um mix ideal de financiamento que minimize seu custo médio ponderado de capital, proposição defendida pela teoria do *Trade-off*, contra 28% que declararam seguir uma hierarquia de fontes de financiamento de longo prazo, proposição defendida pela teoria do *Pecking Order*, e 22% que declararam seguir o oportunismo. No entanto, salienta-se um ponto importante de limitação de tal estudo; por tratar-se de uma amostra de apenas 40 empresas, esta pode ser caracterizada como não-probabilística, o que impede que os resultados sejam generalizados à população (SANTOS, 2006).

O estudo de Poker & Gavioli (2012), que trabalhou com o estudo das decisões de financiamento da empresa brasileira Elektro, fazendo uso da metodologia do estudo de caso, através de entrevista semiestruturada e analisada pela abordagem de sistemas sociais de Luhmann, encontrou-se "[...] a adoção em vários momentos de elementos da *pecking order hypothesis* e da *trade-off hypothesis*, inseridas nas premissas decisórias da organização e implicitamente na cultura organizacional e da rotina cognitiva empregada no processo de decisão de estrutura de capital da empresa." (POKER & GAVIOLI, 2012, n. p.).

2.3 As Teorias de Estrutura de Capital e as Pequenas e Médias Empresas Brasileiras

As PMEs brasileiras possuem certos fatores estruturais distintos das grandes empresas brasileiras, sendo assim incongruente falar de sua estrutura de capitais sem considerar tais fatores, de modo que se faz pertinente abordá-los ao longo da explanação.

A estrutura administrativa das PMEs possui algumas características peculiares, entre elas destaca-se a multifuncionalidade de seus colaboradores, que muitas vezes tem de desempenhar inúmeras funções das mais diferentes áreas do conhecimento, fator este muito associado ao número reduzido de funcionários com

os quais pode contar; além disso, como apontado pelo trabalho de Lucato & Vieira Júnior (2006), muitas vezes existem membros da família desempenhando funções importantes para a gestão da empresa, sem se considerar sua real capacitação para tal; ademais dessas questões destaca-se a justaposição entre gestão e propriedade da empresa, uma vez que na maior parte dos casos o proprietário é também o administrador da empresa.

Segundo Peñaloza & Figueiredo (2011) a justaposição de propriedade-gestão faz com que esse último fator destacado mereça certa atenção, devido à sua influência nas decisões sobre estrutura de capital das PMEs. Sendo que os objetivos do gestor-proprietário quanto à exploração de sua empresa são múltiplos, não necessariamente envolvendo caráter pecuniário, chegando a englobar questões como construção de patrimônio familiar e até mesmo desafio pessoal; e suas perspectivas tem grande impacto na escolha da forma de financiamento da empresa. Situação essa que em muitos casos confundem-se os recursos do proprietário com os da empresa. E ainda apontam que:

> "[...] problemas de agência na definição da estrutura de capital, causados pela separação de propriedade e controle tornam-se irrelevantes em pequenas empresas, mostrando, portanto, a inadequação da teoria da agência a pequenas empresas" (PEÑALOZA & FIGUEIREDO, 2011, p. 11).

Peñaloza & Figueiredo (2011) apresentam assertivamente que como resultado dessa característica tornam-se irrelevantes os problemas de agência na definição da estrutura de capital das PMEs, ao que se refere à separação de propriedade e controle da empresa; no entanto isso não torna a teoria da agência inadequada às PMEs, uma vez que a teoria engloba outras inter-relações que não deixam de existir nas PMEs devido ao gestor ser também o proprietário da empresa, como é o caso da relação com credores apontada por Burkowski; Perobelli & Zanini (2009):

> “Adicionalmente, as mesmas empresas não realizam procedimentos de auditoria externa, nem disponibilizam (e tampouco mantêm atualizadas) duas demonstrações contábeis, sugerindo elevadíssimos custos de agência com os credores, tanto financiadores de capital quanto de bens.” (BURKOWSKI; PEROBELLI & ZANINI, 2009, n. p.).

O que Burkowski; Perobelli & Zanini (2009) salientam, sugere ainda outros dois pontos:

1- A inexistência de demonstrações contábeis atualizadas nas PMEs, reflete o descaso dos gestores-proprietários quanto o auxílio das informações contábeis no processo de tomada de decisão, e a visão de que estas são males necessários ao atendimento das exigências fiscais e tributárias (OLIVEIRA, 2001 *apud* LUCATO & VIEIRA JÚNIOR, 2006);

2- As práticas gerenciais inadequadas desenvolvidas pelos gestores-proprietários das PMEs seriam a principal causa da incapacidade de obtenção de recursos necessários à investimentos em bens de capital; visto que ações contrarias às boas práticas de gestão reduzem significativamente a geração de lucros, inviabilizando a utilização de capital próprio como fonte de recursos de longo-prazo, seja por aportes de capital ou lucros retidos (LUCATO & VIEIRA JÚNIOR, 2006).

Outra questão relevante é a escolha do regime tributário adotado pela empresa, segundo Burkowski; Perobelli & Zanini (2009) os benefícios fiscais do endividamento são quase inexistentes, pois geralmente as PMEs são optantes do Simples Nacional (Sistema Integrado de Pagamentos de Impostos e Contribuições das Microempresas e Empresas de Pequeno Porte) ou do Lucro Presumido; e como apontado anteriormente só os optantes do Lucro Real tem direito a usufruir de incentivos fiscais de dedução de IRPJ.

Segundo Burkowski; Perobelli & Zanini (2009) o custo da dívida para as PMEs é elevadíssimo e, no entanto Machado; Machado & Callado (2006) apontam que a maioria dos entrevistados de seu estudo alegou desconhecimento do custo do capital próprio, conhecimento do capital de terceiros (com unanimidade na afirmação

de que este é explicito e vem definido pelas instituições financeiras em seus contratos); e apesar do custo de capital ser um dos fatores que mais afetam sua rentabilidade, a grande maioria afirmou desconhecimento do mesmo.

Burkowski; Perobelli & Zanini (2009) ainda identificaram os fatores de maior relevância aos gestores das PMEs de seu estudo, na tomada de decisão quanto ao financiamento, sendo estes, na análise agregada: custo, instrumento, condições e garantia, respectivamente.

No que tange a fatores determinantes da estrutura de capital das PMEs pode-se destacar os estudos de Peñaloza & Figueiredo (2011); Nakamura *et al.* (2010); Machado, Temoche & Machado (2004); e Caldeira (2008). O Quadro 1 apresenta um resumo dos fatores abordados por cada um deles e a relação dos que se apresentaram determinantes da estrutura de capital das empresas das amostras dos respectivos estudos.

Quadro 1 - Síntese dos Fatores Determinantes da Estrutura de Capital das PMEs

Estudo	**Tamanho da amostra**	**Método Utilizado**	**Fatores**	**Determinantes**
Peñaloza & Figueiredo (2011)	55 empresas	Método de *survey* e Coleta estruturada de dados	Tamanho e Idade da empresa; Gênero do proprietário; Número de sócios; Capital humano; Chances de sucesso.	Gênero do proprietário.

Nakamura *et al.* (2010)	20.131[2] empresas	*Painel Data*	Tamanho; Idade da empresa; Estrutura de ativos; Crescimento; Alavancagem; Rentabilidade; Risco; Setor e Idade da Empresa.	**Fortes:** Rentabilidade; Alavancagem; Crescimento; **Fracos:** Tamanho; Risco; Idade da Empresa.
Machado, Temoche & Machado (2004)	20 empresas	*Painel Data*	Porte; Crescimento; Rentabilidade; Risco; Composição dos Ativos; Liquidez.	Porte; Risco; Composição dos Ativos; Liquidez[3].
Caldeira (2008)	57 empresas	*Painel Data*	Endividamento total; Composição dos ativos; Índice de liquidez corrente; Rentabilidade; Porte; Crescimento.	Composição dos ativos; Índice de liquidez corrente; Porte.

Fonte: Elaborado pela autora.

Os estudos de Burkowski; Perobelli & Zanini (2009); Caldeira (2008); e Nakamura *et al.* (2010), encontraram evidências que corroboram para a teoria do *Pecking Order*, sendo que os dois últimos também encontraram evidências, que corroboram para a teoria do *Trade-off*. Segundo Burkowski; Perobelli & Zanini (2009) as PMEs utilizam ordem de financiamento conforme seus interesses, sendo que primeiro optam pelos lucros gerados internamente, depois dívidas, e por último aumento de capital; apontando-se ainda que, no Brasil, as PMEs não tem acesso ao

[2] Em alguns fatores a amostra foi menor, mas nunca menor que 2.800 empresas.

[3] Fator de maior determinação da estrutura de capital das PMEs da amostra.

mercado de capitais, a ação de gestores de risco e investidores *angels* estão em fase inicial, e que há desconhecimento por parte dos gestores quanto a estas fontes alternativas de financiamento.

Segundo Caldeira (2008), as PMEs são menos endividadas, por serem menos diversificadas, e assim mais suscetíveis a elevados custos de falência, e as PMEs de sua amostra ainda contam com o adicional de apresentarem baixo índice de imobilizado do ativo total, por serem empresas comerciais e prestadoras de serviço; ademais da significância estatística e sinal negativo para a variável porte, o que se relaciona a abordagem da teoria do *Trade-off* e da teoria da assimetria de informações. Encontrou também, relação negativa existente entre as variáveis índice de liquidez corrente e endividamento total, que se relaciona a abordagem da teoria do *Pecking Order*, uma vez que empresas mais líquidas recorrem ao capital próprio e as menos líquidas ao capital de terceiros. Corroborando ainda para a teoria do *Pecking Order*, tem-se que:

> “essas empresas recorrem, inicialmente, ao capital próprio como fonte de financiamento dos seus ativos imobilizados, enquanto deveriam utilizar linhas de longo prazo oferecidas pelos bancos de fomento para aquisição de ativos permanentes. E, ao necessitar de recursos para capital de giro, elas precisam recorrer às linhas de crédito de curto prazo. Em suma, a falta de planejamento dos gestores restringe as opções de financiamento das empresas de médio porte às linhas de crédito com custo do capital mais alto.” (CALDEIRA, 2008, p. 94).

Segundo Nakamura *et al*. (2010) encontrou-se forte relação negativa entre rentabilidade e grau de alavancagem, mostrando evidente tendência de PMEs mais rentáveis serem menos alavancadas, o que coincide com o encontrado por Caldeira (2008); além de forte relação entre alavancagem e crescimento, ambas as relações compatíveis com a teoria do *Pecking Order*. Além disso, encontraram evidências, ainda que fracas, de relação positiva entre tamanho da empresa e alavancagem,

representando que empresas maiores tem mais acesso à recursos de terceiros, principalmente no que se refere ao mercado de crédito; evidências de relação negativa entre idade da empresa e alavancagem, sugerindo que PMEs mais antigas podem ser mais conservadoras quanto à suas escolhas de financiamento; e que PMEs mais arriscadas tendem a ser menos alavancadas, o que é consistente com os argumentos da teoria do *Trade-off*.

2.4 O Setor de Negócio Analisado e a Estrutura de Capital

O Setor Elétrico Brasileiro (SEB) teve sua gestão atrelada basicamente ao poder estatal até início da década de 1980, quando o setor público brasileiro passou por grande crise, devido à explosão do endividamento externo do país e ao descontrole de algumas despesas internas levando à escassez de recursos (TENDÊNCIAS CONSULTORIA INTEGRADA, 2003), o que resultou no sucateamento das empresas do setor, que passavam por dificuldades de captação de recursos nos mercados nacionais e internacionais, e no significativo retardamento do desenvolvimento do setor (OTUKA; POKER & KOSHIO, 2012).

Segundo Beys (2009) e Camargo (2005), com a falência do modelo estatal foram gerados muitos debates sobre tal temática, resultando nas modificações implantadas pelo Governo Federal a partir de 1990: o programa de privatização – Plano Nacional de Desestatização (PND); a criação da Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) e do Operador Nacional do Sistema Elétrico, responsável por operar o Sistema Interligado Nacional (SIN); e a desverticalização da cadeia produtiva do setor, resultando na separação das atividades de geração, transmissão, distribuição e comercialização de energia, em negócios independentes.

Em 2004 o governo institui então o novo modelo do setor elétrico com a promulgação das Leis Nº 10.847 e Nº 10.848, que estabeleceram as regras de comercialização de energia elétrica, hoje vigentes no país, assim como criaram a

Empresa de Pesquisa Energética – EPE, a Câmara de Comercialização de Energia Elétrica – CCEE, o Comitê de Monitoramento do Setor Elétrico – CMSE e o Comitê de Gestão Integrada de Empreendimentos de Geração do Setor Elétrico – GISE. Além disso, o governo também retirou a Eletrobrás e suas controladas do Programa Nacional de Desestatização (CAMARGO, 2005). O Quadro 2 traz um resumo dos principais pontos da evolução nas mudanças do setor elétrico brasileiro e a Figura 1 traz a estrutura organizacional do setor conforme o novo modelo.

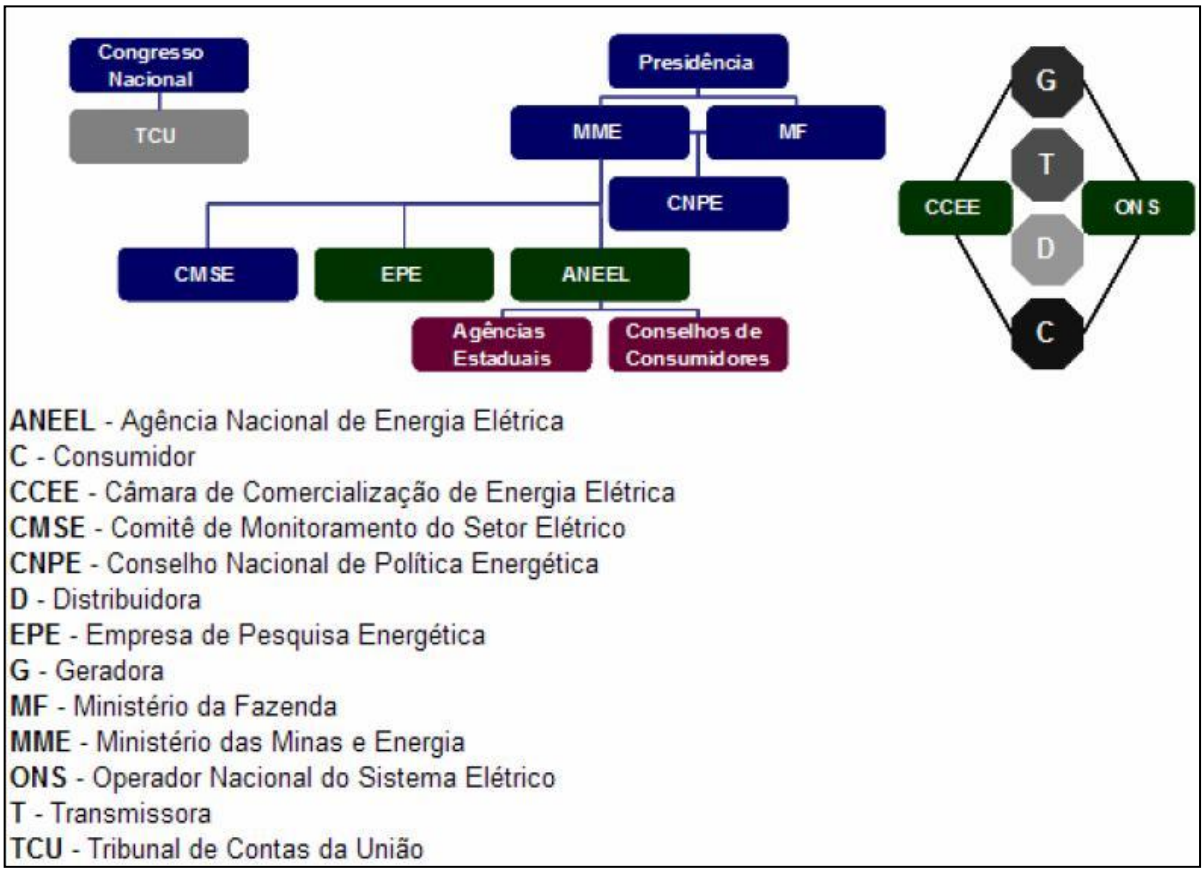
Quadro 2 - Mudanças no Setor Elétrico Brasileiro

Modelo Antigo (até 1995)	Modelo de Livre Mercado (1995 a 2003)	Novo Modelo (2004)
Financiamento através de recursos públicos	Financiamento através de recursos públicos e privados	Financiamento através de recursos públicos e privados
Empresas verticalizadas	Empresas divididas por atividade: geração, transmissão, distribuição e comercialização	Empresas divididas por atividade: geração, transmissão, distribuição, comercialização, importação e exportação.
Empresas predominantemente Estatais	Abertura e ênfase na privatização das Empresas	Convivência entre Empresas Estatais e Privadas
Monopólios - Competição inexistente	Competição na geração e comercialização	Competição na geração e comercialização
Consumidores Cativos	Consumidores Livres e Cativos	Consumidores Livres e Cativos
Tarifas reguladas em todos os	Preços livremente	No ambiente livre: Preços

segmentos	negociados na geração e comercialização	livremente negociados na geração e comercialização. No ambiente regulado: leilão e licitação pela menor tarifa
Mercado Regulado	Mercado Livre	Convivência entre Mercados Livre e Regulado
Planejamento Determinativo - Grupo Coordenador do Planejamento dos Sistemas Elétricos (GCPS)	Planejamento Indicativo pelo Conselho Nacional de Política Energética (CNPE)	Planejamento pela Empresa de Pesquisa Energética (EPE)
Contratação: 100% do Mercado	Contratação: 85% do mercado (até agosto/2003) e 95% mercado (até dez./2004)	Contratação: 100% do mercado + reserva
Sobras/déficits do balanço energético rateados entre compradores	Sobras/déficits do balanço energético liquidados no MAE	Sobras/déficits do balanço energético liquidados na CCEE. Mecanismo de Compensação de Sobras e Déficits (MCSD) para as Distribuidoras.

Fonte: CCEE - Câmara de Comercialização de Energia Elétrica.

Figura 1 – Estrutura Organizacional do Setor – Novo Modelo



Fonte: Camargo (2005).

Segundo a CNI - Confederação Nacional da Indústria (2012), atualmente o modelo brasileiro de geração de energia elétrica é essencialmente hidrelétrico, contando com aproximadamente 70% da capacidade de produção nacional, sendo composta por usinas hidrelétricas de grande e médio porte e pequenas centrais hidrelétricas (PCHs); tendo registrado em 2010 o maior consumo de energia nas regiões Sudeste, Nordeste e Sul, correspondendo a 53,5%; 17,1% e 16,8% respectivamente.

Conforme Oliveira *et al.* (1997) salienta, o setor elétrico é altamente intensivo em capital e seus investimentos são caracterizados por longos prazos de maturação. Siffert Filho, *et al*. (2009) ainda aponta outra questão relevante do padrão de financiamento do setor elétrico:

> “Os setores de infraestrutura, em particular o setor elétrico, também são marcados por exigências de grandes inversões iniciais de capital, presença de capacidade ociosa e demanda com baixa elasticidade de preço. Por outro lado, as margens operacionais são mais elevadas, previsíveis e duradouras, diferentemente de outros setores industriais. A conjugação dessas características é o que possibilita o aumento considerável da alavancagem financeira no equacionamento das fontes de recursos para a implantação de projetos nos setores de infraestrutura [...]” (SIFFERT FILHO *et al.*, 2009, p. 17).

Posto isso, é importante salientar o papel do Estado junto ao financiamento de tais projetos, uma vez que constituem bem público essencial ao desenvolvimento econômico (destaque ao setor industrial) e social do país; estando assim a atuação do governo presente principalmente por meio de seus bancos, onde o BNDES aparece como o principal agente provedor de recursos de longo prazo aos projetos no setor elétrico brasileiro (SIFFERT FILHO *et al.*, 2009).

Com as questões ambientais no centro das discussões nacionais e internacionais, a demanda pela geração de energia elétrica obtida a partir de fontes renováveis aumenta. Tendo isso em foco, a empresa objeto deste estudo se posiciona de modo a explorar seu negócio de geração de energia elétrica limpa, por meio de Pequenas Centrais Hidrelétricas - PCHs, Usinas Hidrelétricas com capacidade instada superior a 30 MW – UHEs e Parques Eólicos. Sendo hoje associada à Associação Brasileira dos Geradores de Energia Elétrica Limpa e Renovável – ABRAGEL, que tem por objetivo promover a união dos produtores de energia elétrica, das empresas, entidades e associações interessadas em projetos de produção de energia elétrica de pequeno e médio porte e de geração de energia elétrica limpa e renovável, representando e defendendo os direitos, interesses e aspirações dessas perante os poderes públicos, órgãos e instituições nacionais e internacionais; e ainda cooperar com estes, como órgão de representação, técnico e consultivo, no estudo e solução de problemas relacionados à atividade de suas associadas (www.apmpe.com.br).

3 METODOLOGIA

A metodologia utilizada, por meio da qual se buscou descrever o fenômeno social em estudo e identificar indícios das teorias de estrutura de capital, foi o estudo de caso qualitativo. Segundo Richardson (1999) o emprego da abordagem qualitativa se justifica por se tratar de uma forma adequada de se entender a natureza de um processo social; neste caso o processo decisório de estrutura de capital de uma empresa de capital fechado do setor elétrico, mais especificamente do segmento de geração de energia elétrica.

Nesse tipo de pesquisa busca-se obter "[...] uma compreensão detalhada dos significados e características situacionais apresentadas pelos entrevistados, em lugar da produção de medidas quantitativas de características ou comportamentos." (RICHARDSON, 1999, p. 90), e um "[...] aprofundamento da compreensão de um fenômeno social por meio de entrevistas em profundidade e análises qualitativas da consciência dos atores envolvidos no fenômeno." (RICHARDSON, 1999, p. 102). Uma vez que, segundo Merriam (1988) seu propósito é obter um tipo especial de informação.

Richardson (1999) ainda coloca que no método qualitativo há uma relação muito próxima entre entrevistado e entrevistador, possibilitando a obtenção de informações mais detalhadas; e que ao fazer uso do método qualitativo, o pesquisador "[...]obtém "medições" que apresentam maior validade interna, pois as observações não estruturadas permitem conhecer detalhes que os instrumentos estruturados (questionários) não podem obter." (RICHARDSON, 1999, p. 88).

A entrevista não estruturada, também conhecida como entrevista em profundidade, visa obter do entrevistado as suas descrições de uma situação em estudo. Através de uma conversação guiada por um conjunto de questões e pontos a serem explorados, mas sem contar com palavras e frases exatas ou mesmo uma ordem pré-estabelecida, pretende-se obter informações detalhadas que possam ser utilizadas em uma análise qualitativa (RICHARDSON, 1999; MERRIAM, 1988).

Desse modo o presente estudo buscou identificar: (1) o modo como as teorias de estrutura de capital se fazem presentes nas decisões da empresa; (2) a forma como a empresa se financia; (3) a maneira que as decisões de financiamento são tomadas; e (4) as informações que norteiam as tomadas de decisão da empresa. A coleta de dados se deu por meio de uma única entrevista em profundidade, realizada com a Coordenadora do Setor Financeiro da empresa. Tal entrevista contou com roteiro não estruturado e gravação da mesma, conforme autorização da entrevistada.

Após a entrevista, foi realizada a transcrição da mesma e análise de seu conteúdo classificando o discurso conforme categorias que englobam diferentes premissas decisórias propostas por Seidl & Becker (2010), uma vez que o presente estudo buscou observar a empresa como um sistema social Luhmanniano.

Como salientado por Seidl & Becker (2010), quando da abordagem de sistemas sociais de Luhmann, organizações são vistas como:

> *"(1) Organisations are processes that come into being by permanently constructing and reconstructing themselves by means of using distinctions, which mark what is part of their realm and what not. (2) Such an organisational process belongs to a social sphere sui generis possessing its own logic, which cannot be traced back to human actors or subjects. (3) Organisations are a specific kind of social process characterised by a specific kind of distinction: decision, which makes up what is specifically organisational about organisations as social phenomena.*" (SEIDL & BECKER, 2010, p. 1).

A definição das organizações como sistemas sociais, trazida por Seidl & Becker (2010), se baseia nos trabalhos da última fase de Luhmann, com destaque especial para a teoria da distinção (*re-entry*) de George Spencer Brown, e para sua teoria sociológica da organização, sendo esta conceituada como sistemas que se

autoproduzem por meio da distinção delas mesmas e de seus meio-ambientes[4]. Nesta teoria Luhmann aponta a decisão como um processo comunicativo, definindo-a como decisão comunicativa, tendo assim neutralizada sua conotação individualista de processo mental sem, no entanto eliminá-la. Desse modo as decisões são consequências de decisões prévias que compõem as premissas decisórias[5], que contam com a presença de aspectos intrínsecos aos indivíduos que participaram de tais decisões prévias; mas sem serem tomadas por "tomadores de decisão" (SEIDL & BECKER, 2010).

Ao se adotar a abordagem da teoria de sistemas sociais de Luhmann, esperou-se que o teor do estudo não sofresse vieses e/ou restrições implícitas ao foco no individuo ou na organização, contando assim com uma visão mais abrangente e dinâmica do sistema social em estudo.

[4] Sendo esse um dos tipos de sistemas autopoiéticos propostos por Luhmann. Para visualização do esquema proposto por Luhmann e maiores detalhes desses, vide Figura 3 em Seidl & Becker (2010).

[5] "O conceito de premissa decisória se refere a precondições estruturais que definem situações decisórias específicas" (SEIDL & BECKER, 2010, tradução feita pela autora).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Primeiramente foi realizada uma primeira aproximação da empresa por meio de seu site institucional onde se pode ter acesso a informações básicas da empresa a ser objeto de estudo. Feito isso, elaborou-se um roteiro não estruturado para a entrevista, no qual se destacam grupos de questões relativas à: (I) relação da empresa com a empresa *holding*, sua controladora, com agentes de mercado e órgãos reguladores; (II) processos decisórios de financiamento; (III) cultura organizacional da empresa; (IV) práticas e procedimentos internos, e estrutura gerencial e hierárquica; (V) metas e planejamento relativos à área financeira; (VI) fatores influenciadores da composição da dívida e da estrutura de capital da empresa; (VII) aspectos inerentes às teorias de estrutura de capital.

Após a realização e transcrição da entrevista, foi feita uma análise das respostas obtidas, que foram então classificadas em frases, orações e expressões, sempre mantendo seu contexto, anseios, incertezas, e sentimentos percebidos na íntegra. Estas frases classificadas foram então agrupadas em categorias pertencentes a uma estrutura representativa da proposta de sistema social de Luhmann, conforme apresentado por Seidl & Becker (2010) para utilização em organizações, desenvolvida por Poker & Gavioli (2012).

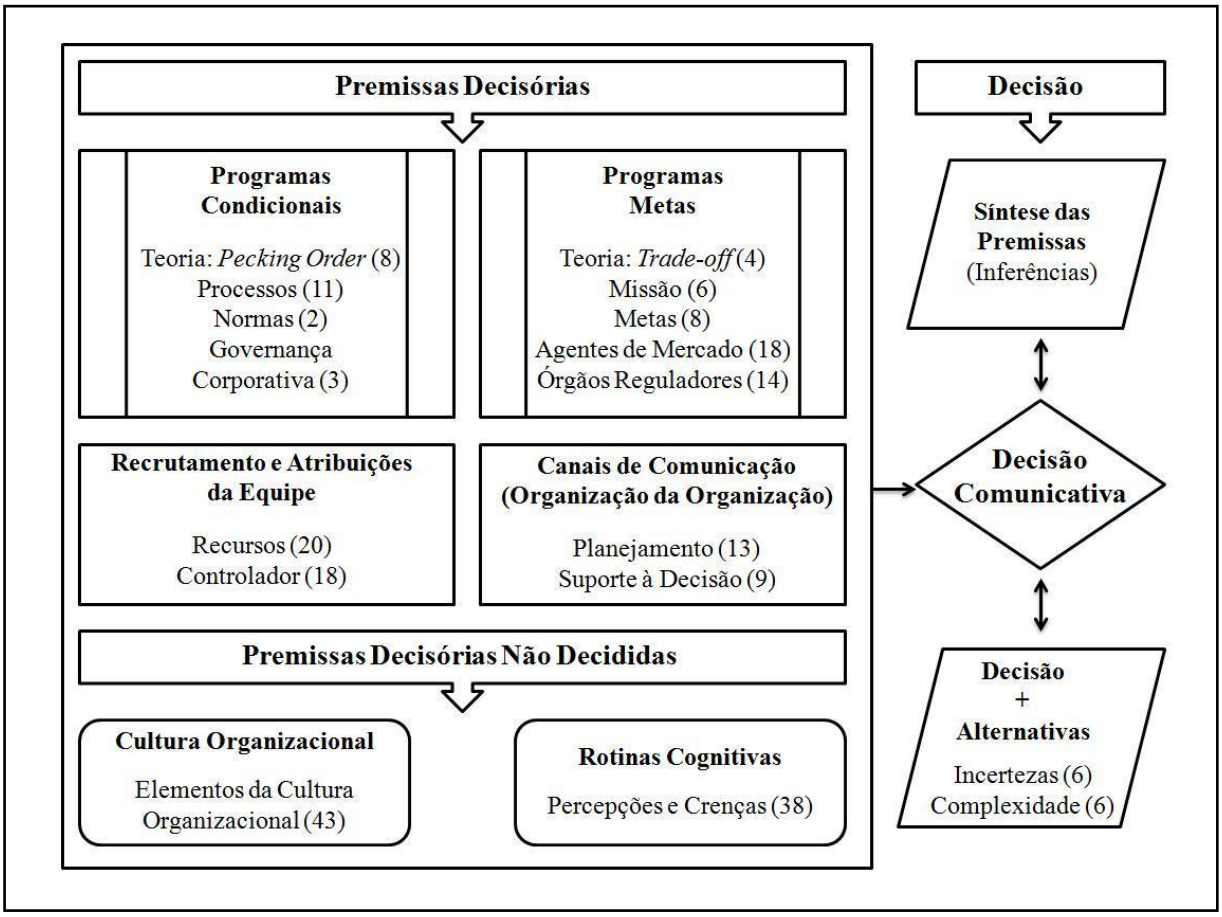
Na Figura 2 é apresentado o registro das frequências das frases analisadas e classificadas no presente estudo, conforme descrito anteriormente, nas categorias estruturadas por Poker & Gavioli (2012), com base na teoria de sistema social de Luhmann, segundo apresentado por Seidl & Becker (2010).

A Figura 2 apresenta claramente o conceito de que as premissas decisórias absorvem as incertezas do processo decisório, sem com isso eliminá-las totalmente, uma vez que se fazem presentes no campo “Decisão + Alternativas”, que compõe a decisão comunicativa. A constatação de tal configuração reporta às teorias de agência e sinalização.

Conforme Poker & Gavioli (2012) a estrutura apresentada na Figura 2 contém ainda elementos que extrapolam as teorias de estrutura de capital existentes na literatura, tais como os que se encontram no campo premissas decisórias não

decididas[6], que reportam a uma influência não estruturada do meio no qual o (a) entrevistado (a) se encontra inserido (a) em seu processo decisório, como elementos da cultura organizacional; e de crenças e percepções do próprio indivíduo.

Figura 2 – Ilustração das Decisões de Financiamento como Decisões Comunicativas



Fonte: Adaptado de Poker & Gavioli (2012).

Com base na análise realizada e apresentada na Figura 2, têm-se argumentos para se colocar as seguintes afirmações relativas às proposições do presente estudo:

[6] Segundo o artigo de Poker & Gavioli (2012), premissas decisórias não decididas se referem ao arcabouço de decisão do indivíduo que é composto por decisões prévias tomadas pelo próprio indivíduo ou por outros indivíduos dentro e fora da organização.

(1) O modo como as teorias de estrutura de capital se fazem presentes nas decisões da empresa:

Não há uma citação ou aplicação consciente de nenhuma das teorias de estrutura de capital nas decisões da empresa, no entanto há indícios, menções a elementos inerentes a tais teorias, assim como atitudes e posicionamentos que se encaixam nestas. Foi evidente a existência de utilização de conceitos abordados na teoria do *Trade-off* no que se refere ao alcance de metas de alavancagem máxima permitidas pelo mercado, o que remonta a movimentação para o alcance do equilíbrio do *trade-off* existente entre benefícios e custos de falência. Além disso, a estrutura de financiamento do setor corrobora a existência de altos graus de alavancagem, uma vez que o governo oferece, por meio de seus bancos, linhas específicas ao financiamento de projetos que visem o crescimento e desenvolvimento do setor.

Embora as teorias do *Trade-off* e *Pecking Order* sejam reciprocamente excludentes, também houveram evidências referentes a *Pecking Order*; e também foram identificadas evidencias das teorias de agência e sinalização, no que se refere à escolhas de fontes de financiamento conforme sinalizações do mercado, e possíveis preferências dos acionistas controladores perante determinadas situações, como abordado pela entrevistada no trecho a seguir:

> "[...] **vai depender muito do que o acionista está querendo qual que é a visão dele**, se ele quer, por exemplo, "poxa eu quero me tornar o maior produtor de energia, eu quero me tornar o maior gerador de energia do país", [...] então **é um objetivo bem grande,** porque pra você ser um gerador hoje e um dos maiores do Brasil **você vai precisar de muitos recursos, que talvez financiando com banco não seja suficiente pra você conseguir atingir isso, então você vai ter que recorrer a um mercado, abrindo capital, sei lá emitindo debêntures, enfim** [...]" (ENTREVISTADA, com grifos da Autora).

Desse modo, ainda que as teorias não sejam consciente ou diretamente abordadas; de modo instintivo e/ou intrínseco elas se fazem presentes nas decisões de financiamento da empresa, caracterizando seu processo decisório de estrutura de capital como bem estruturado, o que leva à redução das incertezas e complexidades existentes, sem as eliminar por completo, como tratado anteriormente e apresentado na Figura 2.

(2) A forma como a empresa se financia:

Foi possível identificar a presença significativa de capitais de terceiros na composição da estrutura de capitais da empresa, fato que foi bastante enfatizado pela entrevistada ao longo a entrevista como sendo intrínseco do negócio, uma vez que por se tratar de uma empresa de infraestrutura os aportes de capital são de grande magnitude, sendo praticamente impossível operar sem o aporte de recursos externos. Nesse sentido destacou-se a figura de alguns bancos do governo como o Banco do Nordeste do Brasil – BNB, o Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais – BDMG, e o BNDES, sendo este último apontado como maior e melhor financiador de projetos da empresa, algumas justificativas para isso são apresentadas no relato da entrevistada a seguir:

> "[...] **pra gente BNDES é... hoje é o melhor que existe no mercado** pra gente, por quê? Porque ele **me financia em até 16, 20 anos, ele me dá um prazo de carência né pra, antes de começar a amortizar a dívida**, então quer dizer, nenhum banco comercial comum vai te dar um prazo desses nem vai te dar uma carência tão grande, geralmente **a carência pode durar de um a dois meses pra começar a amortizar, e é lógico que banco exige diversas garantias, mas isso, um outro banco comercial também faria a mesma exigência ou até mais né, por cobrir um**

> **risco grande aí por ser um negócio de longo-prazo**, [...]"(ENTREVISTADA, com grifos da Autora).

Fica evidente o modo como a estrutura de capital da empresa se encontra vinculada a questões intrínsecas de seu setor de atuação e como a presença dos bancos de fomento do governo configuram papel fundamental ao investimento e desenvolvimento do negócio. Além disso, a empresa pode contar com vinculação indireta ao mercado de capitais, uma vez que seu capital próprio é aportado pela empresa *holding*, e esta, por ser uma empresa de capital aberto, pode fazer uso dos mecanismos de captação de recursos existentes em tal mercado.

(3) A maneira que as decisões de financiamento são tomadas:

O modo como as decisões de financiamento são tomadas é bem estruturado, ainda que existam fortes influências cognitivas no processo (destaque especial para as relativas a elementos da cultura organizacional, que apresentaram a maior frequência individual dentre todos os elementos analisados), uma vez que há expressivos resultados referentes à planejamento, processos, e atuação conforme conduta demandada por órgãos reguladores e pelo próprio mercado, elementos que caracterizam desempenho correlato aos programas condicionais e programas metas, que compõem as premissas decisórias. Como salientado pela entrevistada apesar de ser uma empresa familiar, a mesma encontra-se bastante profissionalizada.

Também foi encontrado resultado expressivo em relação ao controlador, refletindo seu papel central nas tomadas de decisão, uma vez que os proprietários da empresa estão na verdade alocados na empresa *holding*, dentro de seu conselho de administração. Além disso, no que se refere às rotinas cognitivas e elementos da cultura organizacional, a forte influência identificada pode ser explicada pelo fato da empresa possuir uma estrutura enxuta, onde há um ambiente de trabalho marcado pela proximidade e abertura, além de grande disseminação de valores e crenças defendidas pelos proprietários; fatores que tornam a cultura organizacional algo muito arraigado entre os colaboradores. Estas influências abordadas podem ser

assim remetidas a evidências da teoria de agência de Jensen e Meckling. Tais pontos explorados são claramente expostos pela entrevistada nos trechos que se seguem:

> "[...] **a estrutura é bem enxuta então a gente, todo mundo acaba sabendo o que está acontecendo, mesmo que não seja da minha área** é... só pra você ter uma ideia, a gente tem um ambiente totalmente aberto, não existem salas né, então todo mundo senta ali né, em baias um do lado do outro, analista com gerente, o diretor tá ali do lado [...] **acho que a vantagem de ser enxuta é que você consegue ver todos os problemas e discutir ali na hora**." (ENTREVISTADA, com grifos da Autora).

> "[...] **tem aqui definido, missão, valores, e valores são coisas que aqui eles pregam bastante assim, que eles querem sabe, fazem até treinamento para falar, para reforçar os valores que a empresa tem**, [...] **é uma cultura assim da empresa, quem entra de fora percebe isso, entendeu? E tem que se adaptar, e se quer ficar aqui tem que se adaptar** né, é uma... o que eu acho que chama bastante atenção é essa questão de ser muito aberto né, **tanto o espaço físico aqui de você ter tanta proximidade, tanta... está né, o acionista está sentado do seu lado, o diretor está ali do seu lado, o presidente também**, eles procuram, por exemplo, em treinamento não segregar muito os cargos, eles misturam bastante põem presidente junto com analista, com trainee que entrou, enfim... é bacana isso, porque **eles prezam por divulgar esses valores, em todas as esferas, eles não segregam por hierarquia aqui dentro**." (ENTREVISTADA, com grifos da Autora).

(4) As informações que norteiam as tomadas de decisão da empresa:

As decisões da empresa são tomadas com base em todos os elementos que compõem as premissas decisórias e as premissas decisórias não decididas, apresentados na Figura 2; sendo maior a influência das premissas decisórias, com frequência total (soma da frequência dos elementos que compõem a categoria) igual a 134, do que a das premissas decisórias não decididas que obtiveram frequência total igual a 81, ainda que estas também apresentem influência significativa no processo.

Dentre as premissas decisórias é importante salientar o destaque dos programas meta, que apresentaram a maior frequência dentre os elementos que as compõem, sendo seguidos pelo recrutamento e atribuições das equipes, programas condicionais e finalmente pelos canais de comunicação. Quanto às premissas decisórias não decididas a cultura organizacional e as rotinas cognitivas apresentam frequências bastante próximas e representativas, denotando relevância equivalente.

É importante salientar ainda, dois posicionamentos da empresa no tocante a informações que norteiam as tomadas de decisão, a utilização das demonstrações de resultado da empresa e de planos de negócio como parte integrante das tomadas de decisão; posicionamento importante que não é assumido por grande parte das empresas brasileiras, principalmente no que se refere às pequenas e médias empresas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo procurou realizar uma análise da influência das teorias de estrutura de capital no processo decisório de uma empresa que se encontra em estágio de transição e apresenta características pertinentes a grandes empresas e a PMEs, ou seja, uma empresa híbrida; visando a contribuição para o entendimento da aplicação das teorias de estrutura de capital, originadas em mercados cujas economias se caracterizam como sendo organizadas e marcadas pelo financiamento de longo prazo, em empresas brasileiras; com o diferencial de se trabalhar com uma empresa híbrida de capital fechado.

Ao se optar por analisar a organização como um sistema social de Luhmann e estruturá-lo conforme apresentado na Figura 2, pôde-se encontrar evidências de aspectos referentes tanto à programas condicionais (alinhados a teoria do *Pecking Order*), como à programas metas (alinhados a teoria do *Trade-off*), destacando-se dentre estes os programas metas, tal resultado possivelmente foi alcançado devido a configuração do setor de atuação, caracterizado pela possibilidade de se alcançar altas alavancagens, e pela influência dos agentes de mercado e órgãos reguladores nele presentes; logo tal inferência se iguala a encontrada por Poker & Gavioli (2012), que trabalharam com uma empresa de capital aberto (Elektro) também do setor elétrico, onde a presença das duas teorias também se fizeram presentes, com maior frequência total nos programas metas.

No entanto quando da análise separada, onde se consideram apenas as menções que se referem a tais teorias, a *Pecking Order* se sobressai em relação à *Trade-off*, resultado mais condizente com uma empresa de capital fechado, cujo acesso ao mercado de capitais é no mais limitado, quando não inexistente. Neste caso, o acesso é indireto, e como salientado pela entrevistada o papel do financiamento por meio dos bancos de fomento do governo se sobressaem na conjuntura da estrutura de capital apresentada pela empresa no cenário atual.

Assim foi possível identificar resultados pertinentes tanto para uma grande empresa como para uma PME, logo pertinentes a uma empresa híbrida, dentre

estes se destacam a importância do controlador junto ao processo decisório, a incidência tímida de processos, unida a baixa menção de normas e práticas de governança corporativa, a proeminência dos agentes de mercado e órgãos reguladores, a presença fundamental do planejamento, a grande relevância da cultura organizacional e das rotinas cognitivas nas tomadas de decisão, e as tendências relativas tanto à *Pecking Order* quanto à *Trade-off*.

Por fim, esse estudo possibilitou o entendimento do modo como as teorias de estrutura de capital, as práticas e estruturas organizacionais, o mercado e órgãos reguladores, as rotinas cognitivas e a cultura organizacional se configuram de modo complexo em um processo dinâmico de tomada de decisão financeira em uma empresa híbrida de capital fechado. Esse entendimento corrobora com a indicação de elementos que podem ser de utilidade para outros estudos que venham a ser realizados, e que também busquem uma perspectiva mais dinâmica e sistêmica de análise de estrutura de capital das empresas.

Para tais estudos futuros seria interessante a realização de uma análise voltada exclusivamente para pequenas e médias empresas, para que fosse possível uma comparação ainda mais rica de resultados; referentes a uma grande empresa (como abordado pelo estudo de Poker & Gavioli, 2012), a uma empresa híbrida (como abordado no presente trabalho), e a uma PME. Também seria interessante abordar empresas de outros setores, que não o de infraestrutura, para que se pudesse fazer uma comparação e analisar a existência de alterações nas tendências dos resultados encontrados quando da alteração setorial.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 5. ed., São Paulo: Atlas, 2010.

BEYS, F. N. **Análise das práticas de governança corporativa do setor de energia elétrica brasileiro**. 2009, 183 f.. (Dissertação de Mestrado em Administração e Negócios) – Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2009. Disponível em: <http://www.dominiopublico.gov.br/pesquisa/DetalheObraForm.do?select_action=&co_obra=153507>. Acesso em: 22 out. 2012.

BURKOWSKI, E.; PEROBELLI, F. F. & ZANINI, A. **A identificação de preferências e atributos relacionados à estrutura de capital em pequenas empresas**. RAE – Revista de administração de empresas, São Paulo, v.8, n.1, jan./june 2009. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S167656482009000100003&script=sci_arttext>. Acesso em: 17 abr. 2012.

CALDEIRA, K. S. **Fatores determinantes da estrutura de capital de empresas de médio porte da região metropolitana de Salvador**. 2008. 97 f.. Dissertação (Mestrado em Administração) - Escola de administração, Universidade federal da Bahia, Salvador, 2008. Disponível em: <http://www.adm.ufba.br/publicacao/fatoresdeterminantes-estrutura-capital-empresas-medio-porte-regiao-metropolitana>. Acesso em: 17 abr. 2012.

CAMARGO, L. G. B. C. **Setor elétrico brasileiro e sua normatização contemporânea, O**. 2005. 82 f.. Monografia (Bacharelado em Direito) – Centro de Ciências Jurídicas e Sociais Aplicadas, Universidade Católica de Santos, Santos, 2005. Disponível em: <http://www.aneel.gov.br/biblioteca/trabalhos/trabalhos/Monografia_Luiz%20Gustavo.pdf>. Acesso em: 24 set. 2012.

CCEE. **Setor Elétrico.** Disponível em: <http://www.ccee.org.br/portal/faces/pages_publico/onde-atuamos/setor_eletrico?_afrLoop=104754152020000&_afrWindowMode=0&_afrWindowId=7304vr9b3_153#%40%3F_afrWindowId%3D7304vr9b3_153%26_afrLoop%3D104754152020000%26_afrWindowMode%3D0%26_adf.ctrl-state%3D7304vr9b3_169>. Acesso em: 22 out. 2012.

CNI. **Diversificação e Diferenciais Sustentáveis da Matriz Elétrica Brasileira**. In: ____ Fórum de meio ambiente do setor elétrico. Cadernos setoriais Rio+20. 63p., Brasília, 2012. Disponível em: <http://www.abrage.com.br/fmase/Diversificacao_e_Diferenciais_Sustentaveis_da_Matriz_Eletrica_Brasileira_-_Fmase_Rio__20_-_versa2.pdf>. Acesso em: 24 set. 2012.

DAVID, M.; NAKAMURA, W. T. & BASTOS, D. D. **Estudos dos modelos Trade-off e Pecking Order para as variáveis endividamento e payout em empresas brasileiras (2000-2006)**. RAM – Revista de administração Mackenzie, São Paulo, v. 10, n. 6, p. 132-153, nov./dez. 2009. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1678-69712009000600008&script=sci_abstract&tlng=pt>. Acesso em: 18 abr. 2012.

EID JUNIOR, W. **Custo e estrutura de capital**: o comportamento das empresas brasileiras. RAE – Revista de administração de empresas, São Paulo, v. 36, n. 4, p. 51-59, out./nov./dez. 1996. Disponível em: <http://rae.fgv.br/sites/rae.fgv.br/files/artigos/10.1590_S0034-75901996000400006.pdf>. Acesso em: 14 maio 2012.

GALVÃO, A. *et al.* **Finanças corporativas**: teoria e prática empresarial no Brasil. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

IUDÍCIBUS, S. de & POHLMANN, M. C. **Relações entre tributação do lucro e a estrutura de capital das grandes empresas no Brasil**. Revista Contabilidade & Finanças – USP, São Paulo, v. 21, n. 53, maio/ago. 2010. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/rcf/v 21n53/02.pdf>. Acesso em: 18 abr. 2012.

JENSEN, M. C. & MECKLING, W. H. **Theory of the firm**: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of financial economics, v. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043>. Acesso em: 02 abr. 2012.

LUCATO, W. C. & VIEIRA JÚNIOR, M. **As dificuldades de capitalização das pequenas e médias empresas brasileiras**. Revista Produção, São Paulo, v.16, n.1, jan./apr. 2006. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S010365132006000100003&script =sci_arttext>. Acesso em: 17 abr. 2012.

MACHADO, M. A. V.; MACHADO, M. R. & CALLADO, A. L. C. **Percepção dos gestores financeiros das pequenas e médias empresas quanto ao custo de capital**. Revista Produção online, v. 6, n. 2, ago. 2006. Disponível em: <http://producaoonline.org.br/rpo/article/view /292>. Acesso em: 17 abr. 2012.

MACHADO, M. A. V.; TEMOCHE, C. A. R. & MACHADO, M. R. **Determinantes da estrutura de capital das pequenas e médias empresas industriais da cidade de João Pessoa/PB**. In: ____ XXVIII Encontro da ANPAD, Curitiba, 25 a 29 set. 2004. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/evento.php?acao=trabalho&cod_edicao_subsecao=39&cod_evento_edicao=8&cod_edicao_trabalho=1159>. Acesso em: 17 abr. 2012.

MEDEIROS, O. R. de & DAHER, C. E. **Testando a teoria de hierarquização de fontes de financiamento nas empresas brasileiras**. Revista Contabilidade & Finanças - USP, São Paulo, v. 16, n. 37, p. 37-45, jan./abr. 2005. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/rcf/v16 n37/v16n37a03.pdf>. Acesso em: 18 abr. 2012.

MEDEIROS, O. R. de & DAHER, C. E. **Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras**. RAC – Revista de administração contemporânea, Curitiba, v. 12, n. 1, p. 177-199, jan./mar. 2008. Disponível em: <http://repositorio.bce.unb.br/bitstream/10482/5960/1/ARTIGO_TestandoTeoriasalternativas.pdf>. Acesso em: 18 abr. 2012.

MERRIAM, S. B. **Case study research in education**: a qualitative approach. San Francisco (CA): Jossey-Bass, 1988.

MODIGLIANI, F. & MILLER, M. H. **The cost of capital, corporation finance and the theory of investment**. The american economic review, v. 48, n. 3, p. 261-297,

jun. 1958. Disponível em: <http://links.jstor.org/sici?sici=0002-8282%28195806%2948%3A3%3C261%3ATCOCCF%3E2.0.CO%3B2-3>. Acesso em: 02 abr. 2012.

MYERS, S. C. **Capital structure puzzle**. abr. 1984. Disponível em: <http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/2078/SWP-1548-15376697.pdf>. Acesso em: 02 abr. 2012.

NAKAMURA, W. T. *et al.* **Capital structure in brazilian small and medium enterprises**: a panel study. In: ____ XXXIV Encontro da ANPAD, Rio de Janeiro, 24 a 29 set. 2010. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/evento.php?acao=trabalho&cod_edicao_subsecao=626&cod_evento_edicao=53&cod_edicao_trabalho=12137>. Acesso em: 17 abr. 2012.

OLIVEIRA, A. de *et al.* **Setor elétrico**. In: ____ Infra-estrutura: perspectivas de reorganização; Setor elétrico/REZENDE, F. & PAULA, T. B. de (Coordenadores). Brasília: IPEA, 1997. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/pub/infraestrutura/ipeapinfra.html>. Acesso em: 24 set. 2012.

OTUKA, D. A. G.; POKER, J. H. & KOSHIO S. **Processo Decisório de Estrutura de Capital**: Um Estudo de Caso da CPFL Energia. In: ____ XV SemeAd – Desafios da Gestão: Econômico, Social e Ambiental. FEA-USP. 04 e 05 out. 2012. Disponível em: <http://www.ead.fea.usp.br/semead/15semead/resultado/an_resumo.asp?cod_trabalho=494>. Acesso em 17 out. 2012.

PEÑALOZA, V. & FIGUEIREDO F. de C. **Fatores que influenciam a estrutura de capital em micro e pequenas empresas**. Pretexto, Belo Horizonte, v. 12, n. 1, p. 9-28, jan/mar. 2011. Disponível em: <http://www.fumec.br/revistas/index.php/pretexto/article/view/658>. Acesso em: 17 abr. 2012.

POKER, J. H. & GAVIOLI, K. P. da C. **Estudo das decisões de financiamento em empresa do setor elétrico brasileiro na abordagem de sistemas sociais de Luhmann**. In: ____ II Encontro das faculdades de gestão de negócios, Uberlândia, 13 a 15 jun. 2012.

PROCIANOY, J. L. & SCHNORRENBERGER, A. **Influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras, A**. RBE – Revista brasileira de economia, Rio de Janeiro, v. 58, n. 1, p. 121-146, jan./mar. 2004. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-71402004000100006>. Acesso em: 18 abr. 2012.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social**: métodos e técnicas. 3 ed., São Paulo: Atlas, 1999.

ROSS, S. A. **The determination of financial structure**: the incentive-signalling approach. The bell journal of economics, v. 8, n. 1, p. 23-40, 1977. Disponível em: <http://links.jstor.org/sici?sici=0361-915X%28197721%298%3A1%3C23%3ATDOFST%3E2.0.CO%3B2-Q>. Acesso em: 02 abr. 2012.

SAITO, R. *et al*. **Apresentação**. Fórum: O cinquentenário de Modigliani & Miller: reflexões sobre a teoria e a prática das finanças no brasil. RAE – Revista de administração de empresas, v.48, n.4, São Paulo, out./dez. 2008. Disponível em: <

http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75902008000400006>. Acesso em: 17 abr. 2012.

SANTOS, C. M. dos. **Levantamento dos fatores determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras**. 2006. 122 f.. Dissertação (Mestrado em Administração de Organizações) - Faculdade de economia, administração e contabilidade, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2006. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/96132/tde-24012007-112641/pt-br.php >. Acesso em: 17 abr. 2012.

SEIDL, D. & BECKER, K. H. **Organizations as distinction generating and processing systems**: Niklas Luhmann's contribution to organization studies. In: ____ CLEGG, S. Directions in Organization Studies. Los Angeles, 2010. Disponível em: <http://www.zora.uz h.ch/44946/>. Acesso em: 09 out. 2012.

SIFFERT FILHO, N. F. et al. **Papel do BNDES na expansão do setor elétrico nacional e o mecanismo de project finance, O**. BNDES Setorial, Rio de Janeiro, n. 29, p. 3-36, mar. 2009. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta_Expressa/Setor/Energia_Eletrica/200903_01.html>. Acesso em: 22 out. 2012.

TENDÊNCIAS CONSULTORIA INTEGRADA. **Setor elétrico brasileiro**: cenários de crescimento e requisitos para a retomada de investimentos. Estudo contratado pela Câmara brasileira de investidores em energia elétrica (CBIEE). São Paulo, nov. 2003. Disponível em: <http://www.maternatura.org.br/hidreletricas/biblioteca_docs/EstudoCenarios-CBIEETendencias.pdf>. Acesso em: 24 set. 2012.