



Contabilidade Vista & Revista

ISSN: 0103-734X

contabilidadevistaerevista@face.ufmg.br

Universidade Federal de Minas Gerais

Brasil

Capuano da Cruz, Ana Paula; Costa, Flaviano; Antonovz, Tatiane; Mello Garcias, Paulo
Condicionantes da Especificidade de Ativos das maiores Empresas do Brasil sob Ótica da Teoria
Econômica dos Custos de Transação
Contabilidade Vista & Revista, vol. 22, núm. 2, abril-junio, 2011, pp. 155-180
Universidade Federal de Minas Gerais
Minas Gerais, Brasil

Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=197021376007>

- Como citar este artigo
- Número completo
- Mais artigos
- Home da revista no Redalyc

redalyc.org

Sistema de Informação Científica

Rede de Revistas Científicas da América Latina, Caribe, Espanha e Portugal

Projeto acadêmico sem fins lucrativos desenvolvido no âmbito da iniciativa Acesso Aberto

Condicionantes da Especificidade de Ativos das maiores Empresas do Brasil sob Ótica da Teoria Econômica dos Custos de Transação

Ana Paula Capuano da Cruz ¹

Flaviano Costa ²

Tatiane Antonovz ³

Paulo Mello Garcias ⁴

• Artigo recebido em: 29/09/2009 • Artigo aceito em: 03/09/2011 •• Segunda versão aceita em: 08/09/2011

Resumo

O estudo teve como finalidade verificar se há relação entre a especificidade de ativos, a estrutura de capital, a rentabilidade e a precificação acionária das empresas de capital aberto que integram o *ranking* das maiores do Brasil em 2008. Trata-se de um estudo de natureza formal, causal e *ex post facto*, desenvolvido por meio de estatística descritiva e regressão linear múltipla. Os resultados indicaram que a estrutura de capital e a rentabilidade ajustada das companhias pesquisadas são condicionantes de sua especificidade de ativos, sugerindo que a estrutura de financiamento das maiores empresas do país, associada à sua rentabilidade ajustada influenciam os ativos de natureza específica de tais organizações. Em adição, ressalta-se que não foram encontradas evidências estatísticas significativas de que o valor de mercado, o lucro ajustado e a riqueza criada pelas empresas estudadas influenciem os ativos específicos. Cumpre observar que as medidas utilizadas para mensuração da especificidade de ativos, estrutura de capital, rentabilidade e valor da empresa consistem em definições operacionais que podem ser visualizadas como limitações do estudo. Com relação à agenda de pesquisas futuras, sugere-se a incorporação de fatores externos à empresa como uma alternativa para aprofundar o estudo e acrescentar novos elementos para o debate sobre especificidade de ativos.

Palavras-chave: Estrutura de Capital; Rentabilidade e Especificidade de Ativos.

¹ Mestre em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná (UFPR) e Doutoranda em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (USP). Alameda Uruguay, 55. Cep: 96203-040 / Rio Grande/RS. Telefones: (53) 9104-8967 / (53) 3230-2417. E-mail: anapaulacapuanocruz@hotmail.com

² Mestre em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná – UFPR. Av. Manoel Ribas, 4535 – casa 01 / Cep: 82020-000 / Curitiba/ PR. Tels: (41) 9974-2339 / 3335-4742. E-mail: flaviano_costa@hotmail.com

³ Mestre em Contabilidade pela Universidade Federal do Paraná – UFPR. Governador Agamenon Magalhães, 173/106 / Cep: 80050-510 / Curitiba/PR. Fone: (41) 9635-7844. E-mail: tatiane152@hotmail.com

⁴ Doutor em Economia pela Universidade de São Paulo – USP. Av. Prefeito Lothário Meissner, 632/ Térreo / Cep: 80210-170 / Curitiba-PR. Telefone: (41) 3360-4350 Fax: (41) 3383-8001. E-mail: paulomg@ufpr.br
Nota: este artigo foi aceito pelo Editor Científico Pueri do Carmo Mário e passou por uma avaliação *double blind review*.

Conditions of Specificity of Assets of Brazilian Major Companies from the Perspective of the Economic Theory of Transaction Costs

Abstract

The study aimed to determine if there is a relationship between the specificity of assets, capital structure, profitability and stock valuation of public traded companies that are in the ranking of the largest companies in Brazil in 2008. It is a formal, causal and ex post facto study, developed with the analysis of descriptive statistics and multiple linear regression. The results indicated that the capital structure and profitability of the companies surveyed are set conditions of their asset specificity, suggesting that the financing structure of the largest companies in the country, associated with its adjusted profitability influence the specific nature of the assets of such organizations. In addition, it is noteworthy that no statistical evidence was found that the market value, adjusted income and wealth created by the companies influence the specific assets. It should be noted that the measures used to evaluate the specificity of assets, capital structure, profitability and value of the company consist of operational definitions that can be viewed as limitations of the study. To the future research agenda, it is suggested the incorporation of external factors to the company as an alternative to a broader study adding new elements to the debate on asset specificity.

Keywords: Capital structure; Profitability; Assets specificity.

1. Introdução

A publicação da obra de Ronald Coase, após meados da década de 1930, desencadeou uma série de discussões relativas à existência de custos adicionais àqueles inerentes à produção industrial propriamente dita. Em um artigo precursor da perspectiva da Economia dos Custos de Transação (ECT), Coase (1937) destacou que os custos de manutenção empresarial não estavam restritos aos custos de produção, salientando que as trocas envolvem custos que não podem ser negligenciados (FIANI, 2002). Com base nessa linha argumentativa, Coase (1937) ressalta a importância do gerenciamento de aspectos intrínsecos à hierarquia organizacional e rompe com a ideia de que os fatores de produção (a firma) possam ser exclusivamente controlados por mecanismos de preços do mercado.

As proposições de Coase (1937) sugerem que a existência das firmas deve-se à necessidade de consolidar contratos de longo prazo entre empreendimentos e determinados atores organizacionais. Adicionalmente, Pohlmann *et al.* (2004) salientam que as organizações existem porque os custos de transação (de recorrer ao mercado) são significativos entre as etapas de seu processo de produção. Sob essa perspectiva, a formalização de contratos pode ser visualizada como um condicionante à promoção de um profícuo relacionamento entre os entes envolvidos em uma dada transação. Nesse sentido, as ideias de Coase (1937) impulsionaram o desenvolvimento de estudos focados na identificação das condições sob as quais os custos de transação deixam de ser desprezíveis e tornam-se importantes elementos às decisões dos agentes econômicos (FIANI, 2002).

Ao discorrer acerca dos fatores determinantes dos custos transacionais, Fiani (2002) aponta a importância da especificidade de ativos às transações relacionais. O autor expõe que “a especificidade dos ativos transacionados reduz, simultaneamente, os produtores capazes de ofertá-los e os demandantes interessados em adquiri-los” (FIANI, 2002, p. 271). Kato e Margarido (2000) acrescentam que a especificidade de ativos está positivamente relacionada à dependência bilateral e à tendência de ação oportunística dos agentes econômicos envolvidos na transação.

Considerando que o *insight* básico da economia dos custos de transação é “(...) que transações devem ser governadas, bem como concebidas e executadas, e que certos arranjos institucionais desempenham essas incumbências melhor do que outros” (KLEIN; SHELANSKI *apud* FARINA; AZEVEDO; SAES 1997, p. 94), e ainda, que ativos específicos normalmente demandam volumes expressivos de recursos financeiros, questiona-se a possibilidade de que as modalidades de financiamento das atividades institucionais influenciem a especificidade de ativos transacionados por determinadas organizações. Assim, com base nessas argumentações a questão de pesquisa que orienta o desenvolvimento do presente estudo é: Há relação entre a especificidade de ativos, a estrutura de capital, a rentabilidade e a precificação acionária das empresas de capital aberto que integram o *ranking* das maiores do Brasil em 2008? A partir dessa problematização, espera-se verificar se há relação entre a especificidade de ativos, as decisões de financiamentos, a

rentabilidade e o valor das empresas abertas que integram o *ranking* das 500 maiores do Brasil em 2008 publicado pela Revista *Exame*.

A focalização temática inerente ao presente artigo não tem a pretensão de explicar a especificidade de ativos exclusivamente com base nas proposições teóricas de finanças, na rentabilidade e ainda no valor de mercado das empresas objeto de análise, mas explorá-los como possíveis condicionantes dos ativos de natureza específica. A ausência de consenso acerca das discussões relativas à estrutura de capital de empresas (FAMA; GRAVA, 2000), cujas ideias tiveram início em 1958 por meio do estudo de Modigliani e Miller (1958), contribui para essa investigação sobre sua associação à especificidade de ativos respaldada pela Teoria Econômica dos Custos de Transação.

O presente estudo está estruturado em sete seções, incluindo-se esta introdução. A segunda seção aborda a nova economia institucional, com ênfase na vertente dos custos de transação. A terceira seção versa sobre teorias financeiras relativas à estrutura de capital e ao valor das instituições. Na quarta seção apresentam-se aspectos esclarecedores do elo entre especificidade de ativos e estrutura de capital. Na quinta seção têm-se os procedimentos metodológicos selecionados à condução da investigação. A seguir, na sexta seção, é apresentada a análise dos dados coletados. Por fim, na sétima seção apresentam-se as considerações finais.

2. Nova Economia Institucional e Custos de Transação

As ideias características da Economia Institucional ficaram reunidas sob dois constructos teóricos – um sob a égide da Velha Economia Institucional (VEI), e outro sob a nomenclatura da Nova Economia Institucional (NEI). O Quadro 1, adaptado de DiMaggio e Powell (1991), apresenta um sumário das principais características dessas duas abordagens.

Quadro 1: Velho Institucionalismo x Novo Institucionalismo

Dimensão	Institucionalismo	
	Velho	Novo
Conflitos de Interesse	Central	Periférico
Fonte de Inércia	Interesses adquiridos	Legitimidade ambiental
Nível de Análise	Organizações focais	Campo, setor, sociedade
Lugar Institucional	Valores organizacionais, cultura	Resumido, de sociedade
Ênfase de Comportamento	Compromisso	Hábitos, papéis
Dinâmica Organizacional	Mudança	Persistência
Formas-chave de Cognição	Valores, normas, atitudes	Classificações, manuscritos, esquemas
Psicologia Social	Socialização	Atribuição
Metas	Negociável	Simbólico
Ênfase Estrutural	Redes informais	Administração formal

Fonte: Adaptado de DiMaggio e Powell (1991).

Por meio das características reunidas no Quadro 1, é possível depreender que as ideias relativas à Nova Economia Institucional começaram a ser discutidas num contexto mais amplo àquele do Velho Institucionalismo. Com base nessa nova perspectiva, o nível de análise dos eventos transpõe a organização, de modo que as relações passam a ser analisadas em níveis de campo organizacional, setor, ou, ainda, em sua amplitude, como uma sociedade. O compromisso assumido perante determinadas transações cede espaço à manifestação de hábitos e papéis. Assim, (1) a excessiva ênfase em aspectos valorativos da cultura e da orientação da ação, quase excludente de questões cognitivas; (2) o tratamento da ação como produto de agentes racionais; e ainda (3) a ausência de compreensão da consistência intersubjetiva pelos desenvolvimentos da psicologia, característicos da VEI e criticados por DiMaggio e Powell (1991), são postos em xeque.

Nesse sentido, considerando que a experiência institucional mostra-se mais complexa do que a organização formal propriamente dita (SELZNICK, 1971), um novo conjunto de hábitos e valores passa a nortear as transações econômicas. Assim, a Teoria dos Custos de Transação é uma vertente da Nova Economia Institucional (VINHOLIS, 1999). Partindo-se do pressuposto de que as relações organizacionais apresentam custos que não podem ser desprezados, Coase (1937) foi o precursor das primeiras manifestações relativas à ECT. Sob essa perspectiva, o autor expõe que o elemento central de análise das firmas são as transações nas quais estão envolvidas e seus respectivos custos.

O conceito de custos de transação atenta à existência de custos pela utilização do mercado. Conejero *et al.* (2008) adicionam que essa ideia passou a integrar o pensamento econômico na segunda metade do século XX. Em conformidade com essa linha argumentativa, Zylbersztajn (1995) acrescenta que a firma deve ser visualizada como um complexo de contratos focados na minimização tanto de custos de produção, como de transação. Assim, dada à amplitude da análise, pode-se considerar a especificidade dos ativos envolvidos na atividade empresarial como um fator influente nos custos de transação.

2.1 Especificidade de Ativos

Ativos de natureza específica são aqueles bens cuja empregabilidade está vinculada a uma atividade particular, ou ainda, condicionada à perda de valor (FARINA; AZEVEDO; SAES, 1997). Os autores expõem que o valor desse tipo de ativo mostra-se dependente da continuidade da transação à qual é específico. Nesse sentido, a especificidade mostra-se positivamente relacionada ao risco e aos custos envolvidos na transação. Na visão de Williamson (1991), a especificidade de ativos pode ser dividida em seis grupos: (1) especificidade locacional; (2) especificidade de ativos físicos; (3) especificidade de ativos humanos; (4) especificidade de ativos dedicados; (5) especificidade de marca; e (6) especificidade temporal, conforme o Quadro 2.

Quadro 2: Modalidades de Especificidades de Ativos

Especificidade	Características
Locacional	A localização próxima de firmas de uma mesma cadeia produtiva economiza os custos de transporte e armazenagem, proporcionando retornos específicos a essas unidades produtivas. Assim, é possível minimizar custos de estocagem e transporte.
Física	Características relativas ao <i>design</i> de ativos podem reduzir o seu valor em uma aplicação alternativa. Esse tipo de especificidade é característico de produtos feitos sob encomenda.
Ativos Humanos	Relativos à formação de capital humano específico a uma determinada atividade. Normalmente, esse tipo de especificidade surge por meio de processos de <i>learning-by-doing</i> entre colaboradores de uma mesma instituição.
Ativos Dedicados	Relativos a um montante de investimentos cujo retorno depende da transação com um agente particular e, portanto, relevante individualmente.
Marca	Refere-se ao capital – nem físico nem humano – que se materializa na marca de uma empresa, sendo particularmente relevante no mundo das franquias.
Temporal	O valor de uma transação depende, sobretudo, do tempo em que ela se processa, sendo especialmente relevante no caso da negociação de produtos perecíveis.

Fonte: Adaptado de Farina, Azevedo e Saes (1997); Conejero et.al. (2008) e Pohlmann et al. (2004).

3. Teoria Financeira de Estrutura de Capital

A estrutura de capitais de uma empresa é representada pela composição das fontes de financiamentos, as quais podem provir dos seus proprietários ou de terceiros. Segundo Silva (2006) existem três tipos de fontes de financiamentos, a saber: aqueles provenientes de sócios ou acionistas, os lucros gerados pelas operações das companhias e as dívidas contraídas junto a terceiros. Silva (2006) ainda expõe que, em termos práticos, as empresas têm dois caminhos a seguir – vender participações ou tomar empréstimos. O custo destas concessões está relacionado ao risco e ao retorno oferecido pela companhia.

Segundo Gitman (2001), a estrutura de capital de uma empresa pode maximizar o seu resultado, além de servir como uma excelente ferramenta de alavancagem financeira. Porém, representa uma das áreas mais complexas para tomada de decisão, uma vez que se apresenta inter-relacionada com outras variáveis. De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2002) as variações de estrutura de capital são infinitas, diante da existência de um número muito grande de instrumentos – utilização de muito ou pouco capital de terceiros, emissão de ações variadas, recorrência a arrendamentos, empréstimos, financiamentos, títulos de dívida, contratos, entre outros.

Diante da amplitude do tema, as próximas seções destinam-se à exposição não exaustiva das bases que fundamentam três teorias acerca da temática investigada: (1) Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capitais; (2) Teoria da Estrutura Ótima de Capital; e (3) Teoria de *Pecking Order*.

3.1 Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capitais

A Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capitais é fruto de um estudo empírico desenvolvido por Franco Modigliani e Merton H. Miller, em 1958, consolidado como um dos mais conhecidos teoremas de finanças. Motivados pela inexistência de uma teoria que apresentasse uma definição operacional do custo médio de capital e do custo do capital próprio da firma, Modigliani e Miller (1958) desenvolveram uma investigação com a finalidade de formular uma teoria demonstrativa do relacionamento entre a estrutura de capital, o valor da empresa e suas decisões de investimentos.

De acordo com a proposição de Modigliani e Miller (1958), a proporção de capital de terceiros em relação ao capital próprio utilizado por uma empresa é completamente irrelevante para a determinação de seu valor de mercado. Assim, o valor da empresa alavancada é igual ao da empresa não alavancada. Porém, observa-se que a hipótese dos autores foi fundamentada num mercado em que: (1) não há impostos; (2) não há atritos e custos de transação; (3) não há custos de falência (diretos ou indiretos); e (4) não há custos de agência.

Modigliani e Miller (1958) argumentam que qualquer aumento na alavancagem financeira por meio de ampliação do endividamento traduz-se num risco maior para os acionistas da empresa e, conseqüentemente, numa majoração do custo do capital próprio. Segundo os autores, o objetivo dessa proposição é demonstrar a existência de relação significativa entre o custo do capital próprio e o grau de alavancagem da empresa.

As condições que Modigliani e Miller (1958) atribuíram ao mercado para validação de sua teoria eliminam os custos e os benefícios da dívida, de modo que a alavancagem passa a não exercer influência no valor da empresa. Assim, a academia financeira, em seu sentido amplo, apontou inúmeras críticas à proposição de Modigliani e Miller (1958). Dentre as respostas veiculadas, destaca-se o trabalho crítico de Durand (1959), que atentou à simplicidade das pressuposições defendidas por Modigliani e Miller (1958). Podem ser resumidas quatro considerações de Durand (1959): (1) a irrealidade do mecanismo de equilíbrio em um mercado imperfeito; (2) a dificuldade de estabelecer uma classe de retorno equivalente; (3) a impossibilidade de adaptação a uma economia altamente dinâmica; e (4) a estaticidade da abordagem delineada ao custo de capital, como uma proporção dos rendimentos atuais para o preço de mercado.

Em resposta às críticas recebidas, Modigliani e Miller (1959) desenvolvem um novo estudo, a título de ajuste daquele inicialmente realizado, considerando a dedutibilidade dos juros pagos sobre as dívidas para efeito de apuração do imposto de renda. Nessa segunda proposição, Modigliani e Miller (1959) argumentam que qualquer aumento na alavancagem financeira via endividamento traduz-se no aumento do risco para os acionistas da empresa e, conseqüentemente, numa majoração do custo do capital próprio.

Segundo Correa, Basso e Nakamura (2007) as conclusões dos estudos desenvolvidos por Modigliani e Miller (1958, 1959), associadas aos resultados de outras pesquisas sobre o tema, acabaram levantando ainda mais indagações sobre a relevância ou não da estrutura de capital para o valor das empresas. Assim, desde a introdução das proposições de MM na teoria de finanças, novas ideias começaram a ser difundidas e sedimentadas, muitas delas fortemente movidas pela ausência de consideração de fatores reais que, na visão de outros estudiosos, exercem influência às proposições expostas por Modigliani e Miller (1958, 1959), marcando, então, o surgimento de críticas e, conseqüentemente, novas teorias.

3.2 Teoria da Estrutura Ótima de Capital

A Teoria da Estrutura Ótima de Capital, também reconhecida sob a nomenclatura de teoria do *Trade-Off*, sugere a existência de um mix perfeito entre dívidas e ações. Carrete (2007) expõe que, segundo proposições dessa linha argumentativa, o valor da empresa alavancada é representado pela adição de seu valor desconsiderando a alavancagem ao benefício fiscal e aos custos de falência. Desse modo, os benefícios tributários provenientes do endividamento justificam-se pela admissão de dedutibilidade dos juros pagos como despesas do período. Assim, dependendo da habilidade do administrador, o manejo adequado da dívida pode propiciar uma redução das obrigações a pagar e, caso os recursos captados tenham sido canalizados para uma aplicação rentável, pode ocorrer um incremento do resultado da companhia. Carrete (2007) ainda acrescenta que enquanto os benefícios tributários superarem os custos de falência a empresa pode aumentar seu nível de endividamento até o limite em que o benefício é superado pelo custo de falência.

Em linhas gerais, a teoria do *Trade-Off* defende a existência de uma estrutura ótima de capital, capaz de propiciar a maximização do valor da companhia. Segundo Correa, Basso e Nakamura (2007) essa teoria tem sua origem na análise do intercâmbio entre elementos positivos e negativos de uma organização. Carrete (2007) acrescenta que o ponto ótimo do mix entre a dívida e as ações é aquele em que o efeito positivo do menor custo do endividamento é anulado pelo efeito negativo do alto retorno requerido pelos investidores. Assim, a teoria de *Trade-Off* sinaliza uma estrutura de capital marcada por uma relação positiva entre endividamento e rentabilidade.

3.3 Teoria de Pecking Order

As ideias de Myers e Majluf (1984) ficaram conhecidas como Teoria de *Pecking Order*, a qual parte do pressuposto de que a obtenção de recursos obedece a uma ordem de preferência, conforme descrito no Quadro 3 (DAMODARAN, 2002). Em conformidade às manifestações de Damodaran (2002), Ross, Westerfield e Jaffe (2002) expõem que o fluxo de caixa gerado internamente mostra-se como alternativa mais recorrente à obtenção de recursos, seguida da emissão de novas ações.

Quadro 3: Teoria de Pecking Order

Ordem de Importância	Forma de Obtenção de Recursos
1º lugar	Financiamento interno – retenção dos lucros
2º lugar	Financiamento externo – dívidas (títulos mais seguros)
3º lugar	Financiamento externo – novas ações (ordinárias e preferenciais)

Fonte: Adaptado de Damodaran (2002).

Considerando que as ideias preconizadas pela Teoria de *Pecking Order* sugerem a existência de uma ordem de preferência do gestor da empresa no que diz respeito à fonte de financiamentos, admite-se, então, uma relação negativa entre o nível de endividamento e a rentabilidade.

4. Processo de Financiamento de Ativos Específicos

O relacionamento entre estrutura de capital e especificidade de ativos tem instigado o desenvolvimento de pesquisas empíricas (BALAKRISHNAN; FOX, 1993; KOCHHAR, 1997; POHLMANN *et al.*, 2004; MORGAN *et al.*, 2009). Pohlmann *et al.* (2004) atentam que atividades empresariais que envolvem ativos de natureza específica apresentam vantagens e desvantagens. Nesse sentido, a particularidade característica do ativo pode ser visualizada como uma oportunidade mercadológica, uma vez que o risco oferecido por concorrentes e produtos similares, no que diz respeito a ameaças provenientes da concorrência, é diminuto. Por outro lado, a entidade pode enfrentar dificuldades no processo de financiamento dos referidos ativos específicos junto a terceiros, face ao risco inerente a transação à qual terá utilidade.

Balakrishnan e Fox (1993) estudaram a relação entre estrutura de capital e estratégia a partir de uma amostra de 295 empresas de 30 setores

industriais. Os achados do referido estudo confirmaram que o investimento em ativos de natureza específica tem influência significativa na estrutura de capital de tais companhias. Os autores argumentam que pelo fato de serem específicos, tais ativos normalmente não são aceitos como garantia, dificultando o processo de gestão de empréstimos e, conseqüentemente, a estratégia institucional.

Cushing Jr. e McCarty (1993) desenvolveram um modelo de mensuração da especificidade de ativos com base nos seus valores de liquidação e de distribuição proporcional de pré-liquidação de tais ativos. Os resultados apontaram que há relação positiva significativa entre o referido índice de especificidade e a alavancagem financeira. Complementarmente, Kochhar (1997) adverte que um problema fundamental que permeia a decisão de investimentos é a estratégia de articulação de estrutura de capital. O autor salienta que, além da estrutura de capital, as decisões financeiras e, especificamente, a alavancagem, podem influenciar o seu desempenho. Contudo, adverte que o relacionamento da empresa com estes fornecedores de capital é ignorado pela maioria das estruturas de capital.

De acordo com Pohlmann *et al.* (p. 29, 2004) a habilidade no processo administrativo do “relacionamento com os financiadores torna-se fator-chave de vantagem competitiva”. Assim, é possível depreender que o financiamento de ativos está diretamente relacionado à sua especificidade, seja na sua natureza humana, física, temporal, etc. Os ativos de especificidade física, por exemplo, normalmente demandam financiamentos de longo prazo e que envolvem riscos expressivos, o que corrobora com a afirmação de Kochhar (p. 32, 1997), de que “(...) as empresas não poderão obter retornos inerentes à sua estrutura de recursos se o capital não for consistente com a estratégia (...)”, ou seja, se este não for condizente com o tipo de especificidade que a entidade necessita.

Recentemente, Morgan *et al.* (2009) compararam o custo do capital próprio e o custo de capital de terceiros a partir de uma amostra de 299 empresas com diferentes níveis de especificidade de ativos. Os achados da pesquisa desenvolvida pelos autores revelaram que o custo de capital próprio é diferente entre grupos de empresas com baixos e altos níveis de especificidade de ativos. Morgan *et al.* (2009) ainda observaram igualdade de custo de capital de terceiros entre os dois grupos de empresas estudados.

Complementarmente, verificaram que, em média, o custo de capital próprio é superior ao custo de capital de terceiros em ambos os grupos de empresas.

5. Procedimentos Metodológicos

Esta seção expõe o *design* da pesquisa de campo. São apresentados: (1) classificação da pesquisa; (2) definição da população e da amostra; (3) definições operacionais e variáveis da pesquisa; (4) coleta e validação dos dados; (5) teoria e hipóteses da pesquisa; e (6) tratamento estatístico.

5.1 Classificação da Pesquisa

A presente pesquisa é metodologicamente orientada pela proposta de Cooper e Schindler (2003). Classifica-se como um estudo de natureza formal, uma vez que se optou por desenvolvê-lo mediante conjugação de “procedimentos precisos e especificação de fonte de dados” (COOPER; SCHINDLER, 2003, p. 128). No que diz respeito ao objetivo do estudo, trata-se de uma pesquisa causal, visto que se ocupa de explorar o efeito que uma variável produz sobre outras. A impossibilidade de manipulação das variáveis (por parte do pesquisador) conduz à classificação do estudo como sendo *ex post facto*. Com relação ao ambiente de pesquisa e ao método de coleta de dados, trata-se de um estudo desenvolvido em ambiente de campo, por meio de monitoramento, tendo em vista a intenção de realização de inferências por meio de um tratamento específico à estrutura de capital das companhias, associadamente à especificidade de ativos, rentabilidade e valor de mercado da empresa.

5.2 Definição da População e da Amostra

Dentre as empresas que integram o ranking das 500 maiores do Brasil divulgado pela revista *Exame* em 2008, foram identificadas 150 companhias que submetem suas ações à negociação pública, representativas da população deste estudo. A opção pelas companhias abertas deve-se ao fato de estarem relacionadas com o evento estudado. Além disso, segundo declarações constantes do Anuário Melhores e Maiores da revista *Exame* (2008), são inéditos na história do Brasil o faturamento, o lucro, os empregos

e os pagamentos de impostos das 500 maiores empresas reunidas nessa edição. Salienta-se que a opção pela referida revista deve-se à seriedade com a qual o seu ranking, anualmente publicado, tem sido reconhecido; com regras claras e formalmente definidas.

Conforme salientado, dentre o universo da pesquisa foram identificadas 150 empresas que submetem suas ações à negociação pública. Inicialmente, a amostragem demandou a exclusão de 43 instituições, uma vez que estas não disponibilizaram de pelo menos uma das informações selecionadas como variáveis da pesquisa (seção 5.3). Adicionalmente, 20 empresas foram eliminadas, tendo em vista que (a) duas empresas efetuaram seu registro junto à Comissão de Valores Mobiliários após 2007; (b) uma empresa não apresentou, até a finalização da coleta de dados, as Demonstrações Contábeis relativas ao exercício de 2007; (c) uma empresa apresentou inconsistência no Balanço Patrimonial para o período analisado; e (d) as cotações das ações de 16 empresas, relativas à data pesquisada, não foram identificadas; tendo restado 87 companhias na amostra. Acrescenta-se que o número de empresas integrantes da amostragem realizada satisfaz à quantidade mínima (59 companhias seriam suficientes) apontada por Cooper e Schindler (2003) e Mattar (1994) como aquela necessária à condução de amostragem probabilística sistemática para uma população finita de 150 companhias a um nível de significância de até 10%.

5.3 Definições Operacionais e Variáveis da Pesquisa

Para identificação da existência de relação entre a especificidade de ativos, as decisões de financiamentos, a rentabilidade e o valor das empresas procederam-se algumas definições operacionais à pesquisa. O constructo especificidade de ativos (variável dependente) foi constituído por meio da identificação do grau de imobilização de ativos, obtido por meio do quociente entre os valores do ativo permanente e ativo total, similarmente à metodologia de Pohlmann *et al.* (2004). A escolha das demais variáveis foi inspirada em estudos anteriores, visando testar o maior número de possibilidades para explicação do modelo. O link entre especificidade de ativos e estrutura de capital é verificado nas pesquisas de Balakrishnan e Fox (1993), Kochhar (1997), Pohlmann *et al.* (2004) e Morgan *et al.* (2009).

No tocante às proposições teóricas de finanças, considerando que algumas variáveis não podem ser diretamente medidas, mas podem ser representadas por uma ou mais variáveis, buscou-se a “mais pura” representação possível dos conceitos de estrutura de capital, rentabilidade e valor da empresa por meio dos constructos constantes do Quadro 4, para, assim, subsidiar a base de formação de relações causais entre as variáveis.

Com relação ao constructo estrutura de capital, salienta-se que os valores de endividamento geral e de longo prazo foram fornecidos pelo periódico analisado. Os valores relativos ao quociente entre patrimônio líquido e ativo total foram calculados com base nos dados constantes das Demonstrações Contábeis publicadas pelas companhias estudadas. No que diz respeito ao constructo rentabilidade, salienta-se que os três indicadores utilizados (lucro líquido ajustado, riqueza criada e rentabilidade do patrimônio ajustado) foram obtidos junto à revista *Exame*. Por fim, foi considerado como parâmetro evidenciador do valor da empresa o valor de suas respectivas ações em 31/12/2007, conforme dados divulgados pela Bolsa de Valores de São Paulo. O Quadro 4 apresenta um resumo das definições operacionais e variáveis da pesquisa.

Quadro 4: Variáveis da Pesquisa

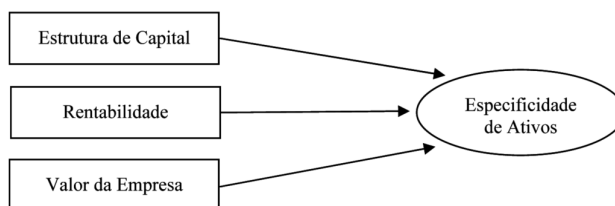
Constructo	Dados	Cálculo	Fonte
Especificidade de Ativos	Grau de Imobilização	$\frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Ativo Total}}$	Adaptado de: Balakrishnan e Fox (1993) e Kochhar (1997)
Estrutura de Capital	Endividamento Geral Endividamento LP	fornecidos pela Revista	
	Capital Próprio	$\frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	Pohlmann et al. (2004)
Rentabilidade	Lucro Líquido Ajustado	fornecidos pela Revista	Morgan et al. (2009)
	Riqueza Criada		
	Rentabilidade do Patrimônio Ajustado		
Valor da Empresa	Valor da Ação em 31/12/2007	obtido junto à Bovespa	

Fonte: Elaborado pelos Autores.

Assim, a partir das variáveis constantes do Quadro 4 procedeu-se à operacionalização dos constructos da investigação e sua execução propriamente dita. A Figura 1 apresenta um esboço da pesquisa.

Assim, a partir das variáveis constantes do Quadro 4 procedeu-se à operacionalização dos constructos da investigação e sua execução propriamente dita. A Figura 1 apresenta um esboço da pesquisa.

Figura 1: Desenho da Pesquisa



Fonte: Elaborada pelos Autores.

5.4 Coleta e Validação dos Dados

A reunião dos dados da pesquisa demandou a coleta das Demonstrações Contábeis das 107 empresas abertas inicialmente selecionadas à condução da investigação. A referida coleta foi realizada durante a primeira quinzena de dezembro/2008, junto ao site da Comissão de Valores Mobiliários. Adicionalmente, efetuou-se, no mesmo período, levantamento do valor das ações das empresas estudadas em 31/12/2007, conforme informações disponibilizadas pela Bolsa de Valores de São Paulo. As cotações datadas de 31/12/2007 estão alinhadas às demais variáveis da pesquisa, uma vez que o Anuário *Exame* refere-se ao exercício de 2007.

5.5 Teoria e Hipóteses da Pesquisa

A presente pesquisa é respaldada pela teoria financeira de estrutura de capital e pela teoria econômica dos custos de transação, conforme exposto nas seções 2 e 3. Assim, com base nas proposições teóricas financeiras discutidas e nos preceitos da ECT, desenvolve-se a presente investigação por meio do estabelecimento das hipóteses descritas no Quadro 5.

Quadro 5: Hipóteses da Pesquisa

Hipóteses da Pesquisa
H1 – A estrutura de capital influencia a especificidade de ativos das empresas pesquisadas.
H2 – A rentabilidade influencia a especificidade de ativos das empresas pesquisadas.
H3 – O valor de mercado das empresas pesquisadas influencia as suas especificidades de ativos.

Fonte: Elaborado pelos Autores.

5.6 Tratamento Estatístico

A obtenção de evidências à solução da problematização pesquisada desenvolveu-se a partir de análises relativas às estatísticas descritivas das variáveis, e por meio de regressão linear múltipla.

A regressão linear múltipla é uma técnica estatística de dependência que permite analisar a relação entre uma variável dependente (especificidade de ativos) e diversas variáveis independentes [constructos estrutura de capital (End_Ger, End_LP e Cap_Pro) rentabilidade (Luc_Aju, Riq_Cri e Rent_Aju) e valor da empresa (valor da empresa em 31/12/2007)].

Os dados foram processados no software *Statistical Package for the Social Sciences – SPSS®*, versão 15.0, admitindo-se um nível de significância de até 5%. A leitura das informações processadas pelo referido *software* foi orientada pelas proposições de Wagner, Motta e Dornelles (2004), Hair *et al.* (2005), Siegel e Castellan Jr. (2006) e Corrar, Théophilo e Bergmann (2007).

6. Análise dos Dados

Esta seção reúne a análise dos dados coletados com base no tratamento estatístico descrito no tópico anterior. Optou-se pela apresentação segregada da estatística descritiva das variáveis e da regressão linear múltipla.

6.1 Estatística Descritiva das Variáveis

A presente investigação foi desenvolvida por meio da reunião de dados relativos a 87 empresas. Com base na classificação setorial efetuada pela revista *Exame* (2008) verificou-se que a exploração das atividades das

companhias estudadas desenvolve-se em 18 setores: (1) atacado, (2) autoindústria, (3) bens de capital, (4) bens de consumo, (5) eletroeletrônico, (6) energia, (7) indústria da construção, (8) indústria digital, (9) mineração, (10) papel e celulose, (11) produção agropecuária, (12) química e petroquímica, (13) serviços, (14) siderurgia e metalurgia, (15) telecomunicações, (16) têxteis, (17) transporte e (18) varejo. A seguir são evidenciadas estatísticas descritivas das variáveis exploradas.

Tabela 1 – Estatística Descritiva das Variáveis

Constructo	Cálculo	N Válidos	Média	Mediana	Desvio Padrão	Valor Mínimo	Valor Máximo
Constructo Especificidade de Ativos	$\frac{AP}{AT}$	87	,4592	,4497	,24740	,01	,95
Constructo Estrutura de Capital	End_Ger	87	52,9632	54,1000	15,67771	17,30	96,10
	End_LP	87	23,8793	24,3000	13,26711	,60	51,80
	Cap_Pro	87	41,5366	40,5805	16,92632	,19	96,13
Constructo Rentabilidade	Luc_Aju	87	452,8184	124,9000	1850,63981	-2620,10	12833,50
	Riq_Cri	87	1724,5885	534,6000	7262,97584	-424,00	67704,60
	Ren_Aju	87	15,6184	14,0000	11,82512	-11,80	59,10
Constructo Valor da Empresa	Valor da Ação em 31/12/07	87	41,3243	29,0000	67,93303	,15	600,00

Fonte: Elaborada pelos Autores

A Tabela 1 reúne informações referentes à média, mediana, desvio-padrão, valores mínimos e máximos. Em conformidade às argumentações relativas à amostragem realizada, não há informações omissas (*missing*) em nenhuma das empresas. A estatística descritiva da especificidade de ativos sinaliza que, em média, quase metade do ativo das companhias estudadas (45,92%) é representado por investimentos de natureza permanente.

As variáveis que compõem o constructo estrutura de capital indicam que, em média, o compromisso que as empresas têm junto a terceiros excede a metade de seu ativo total. No que diz respeito à base utilizada para proporcionar a representação do conceito rentabilidade, verificam-se maiores ocorrências de companhias rentáveis; todavia, os valores de desvios-padrão, especialmente para as variáveis lucro ajustado (Luc_Aju) e riqueza criada (Riq_Cri), sugerem acentuada variabilidade dos dados.

Ainda com relação à estatística descritiva das variáveis, foram encontrados valores positivos de *skewness*, indicativos de que, no tocante à simetria da distribuição, houve concentração de índices abaixo da média para todas as variáveis.

A seguir, a Tabela 2 apresenta a matriz de correlação (coeficientes de *pearson*) entre as variáveis pesquisadas, contribuindo para avaliação das premissas necessárias à condução da técnica de regressão linear múltipla.

Tabela 2 – Matriz de Correlação – Coeficientes de Pearson e Sig. (2-tailed)

	Esp. de Ativos	End Geral	End LP	Capital Próprio	Lucro Ajustado	Riqueza Criada	Rent. Ajustada	Ação 2007
Esp. de Ativos	1	-,110	,408(**)	,259(*)	,246(*)	,198	,073	,033
End Geral	,311	1	,000	,015	,022	,066	,501	,760
End LP	-,110	,311	1	-,598(**)	-,041	-,039	,564(**)	-,145
Capital Próprio	,408(**)	,444(**)	,000	1	-,382(**)	,065	-,016	-,085
Lucro Ajustado	,000	,000	,000	,000	1	,548	,883	,432
Riqueza Criada	,259(*)	-,598(**)	-,382(**)	,053	,107	1	-,314(**)	,139
Rent. Ajustada	,015	,000	,000	,627	,326	,003	1	,199
Ação 2007	,246(*)	-,041	,065	,053	1	,712(**)	,138	,111
	,022	,706	,548	,627	,000	,202	,035	,306
	,198	-,039	-,016	,107	,712(**)	1	,035	,115
	,066	,721	,883	,326	,000		,750	,288
	,073	,564(**)	,213(*)	-,314(**)	,138	,035	1	-,039
	,501	,000	,048	,003	,202	,750		,722
	,033	-,145	-,085	,139	,111	,115	-,039	1
	,760	,181	,432	,199	,306	,288	,722	

Legenda: ** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed); * Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed)

Fonte: Elaborada pelos Autores

Verifica-se que as variáveis independentes endividamento de longo prazo (End_LP), capital próprio (Cap_Pro) e lucro ajustado (Luc_Aju) apresentaram correlação estatística significativa com a variável dependente (especificidade de ativos). Todavia, tais correlações devem, preferencialmente, mostrarem-se superiores 0,3. No que diz respeito aos valores de correlação entre as variáveis independentes, foram encontrados indícios de multicolinearidade (coeficiente de correlação de Pearson > 0,7) entre as variáveis lucro ajustado (Luc_Aju) e Riqueza Criada (Riq_Cri), ambas componentes do constructo rentabilidade. No entanto, tal possibilidade foi

descartada, uma vez que não foram encontrados coeficientes de tolerância próximos de zero.

6.2 Regressão Linear Múltipla

A análise de regressão múltipla é uma técnica de dependência útil à resolução de problemas de pesquisas com uma variável dependente e duas ou mais variáveis independentes, possibilitando a previsão de mudanças na variável dependente como resposta a mudanças nas variáveis independentes (HAIR *et al.*, 2005). Corrar, Théophilo e Bergmann (2007) acrescentam que as variáveis explicativas (independentes) propiciam melhorias na capacidade preditiva do modelo, estimando, assim, valores mais precisos da variável dependente. Isto posto, uma vez validadas as suposições em análise de regressão múltipla preconizadas por Hair *et al.* (2005), quais sejam: (1) linearidade do fenômeno medido; (2) variância constante entre os termos de erro; (3) independência dos termos de erro; e (4) normalidade da distribuição dos termos de erro, procedeu-se a sua realização.

Os resultados da regressão entre a variável dependente (especificidade de ativos) e as variáveis independentes (valor da ação em 2007, rentabilidade ajustada, riqueza criada, endividamento de longo prazo, capital próprio, lucro ajustado e endividamento geral) estão sumariados na Tabela 3.

Tabela 3 – Resumo do Modelo

<i>Model</i>	<i>R</i>	<i>R Square</i>	<i>Adjusted R Square</i>	<i>Std. Error of the Estimate</i>
1	,662(a)	,438	,388	,19351

Legenda: a Predictors: (Constant), Ação_2007, Ren. Ajust., Riq. Criada, End_LP, Cap. Próprio, Lucro Ajust., End_Ger

Fonte: Elaborada pelos Autores

A Tabela 3 indica que 43,8% das variações da especificidade de ativos podem ser explicadas pela estrutura de capital, pela rentabilidade e pela precificação acionária de tais companhias, considerando-se a limitação representada pelas variáveis selecionadas para composição dos constructos definidos na metodologia do presente estudo. Em adição, a Tabela 4 indica que o modelo apresenta significância estatística, tendo em vista um valor de p (sig) inferior ao nível de significância de 0,05.

Tabela 4 – ANOVA(b)

<i>Model</i>	<i>Sum of Squares</i>	<i>df</i>	<i>Mean Square</i>	<i>F</i>	<i>Sig.</i>
1 Regression	2,306	7	,329	8,796	,000(a)
Residual	2,958	79	,037		
Total	5,264	86			

Legenda: a Predictors: (Constant), Ação_2007, Ren. Ajust., Riq. Criada, End_LP, Cap. Próprio, Lucro Ajust., End_Ger; b *Dependent Variable*: Esp. Ativos

Fonte: Elaborada pelos Autores

A seguir, por meio da Tabela 5, avaliou-se a contribuição de cada uma das variáveis independentes para o modelo.

Tabela 5 – Coefficients^a

<i>Model</i>	<i>Unstandardized Coefficients</i>		<i>Standardized Coefficients</i>	<i>T</i>	<i>Sig.</i>
	<i>B</i>	<i>Std. Error</i>	<i>Beta</i>		
1 (Constant)	,085	,143		,595	,554
End_Ger	-,004	,002	-,256	-1,998	,049
End_LP	,012	,002	,626	6,492	,000
Capital Próprio	,006	,002	,394	3,665	,000
Lucro Ajustado	1,11E-005	,000	,083	,670	,505
Riqueza Criada	3,14E-006	,000	,092	,755	,452
Ren. Ajustada	,004	,002	,193	1,834	,070
Ação_2007	-6,43E-005	,000	-,018	-,205	,838

Legenda: a *Dependent Variable*: Esp. Ativos

Fonte: Elaborada pelos Autores

Os resultados sinalizaram que as variáveis endividamento de longo prazo, capital próprio e endividamento geral, nessa ordem, mostram-se como as mais contributivas para o modelo. Ressalta-se que foi constatada significância estatística nos valores de coeficientes beta indicativos de tal contribuição. Esse resultado, em parte, já era esperado, uma vez que as variáveis End_LP e Cap_Pro foram aquelas que apresentaram maiores coeficientes de correlação de *pearson* (Tabela 2) com a variável dependente.

Apesar da obtenção de um modelo explicativo de 43,8% das variações da especificidade de ativos para as companhias pesquisadas, a partir dos resultados da Tabela 5, avaliou-se a possibilidade de excluir as variáveis que não apresentaram contribuição individual expressiva para o modelo (sig. inferior a 0,05). Ressalta-se que tal avaliação encontra-se alinhada às manifestações de Corrar, Theóphilo e Bergmann (2007, p. 116), segundo os quais, “para que um modelo de regressão múltipla seja eficiente e ade-

quado, cada uma das variáveis explicativas (...) deve relacionar-se significativamente com a variável dependente”.

Assim, optou-se pela inserção apenas das variáveis que apresentaram contribuição individual significativa para o modelo, considerando-se também a variável rentabilidade ajustada, uma vez que a significância de sua contribuição (sig. 0,07) apresentou-se próxima ao limite máximo de aceitabilidade (0,05). Desse modo, a Tabela 6 apresenta o resumo do modelo, estatisticamente significativo (sig. ,000a), considerando-se as variáveis relativas aos valores de endividamento geral, endividamento de longo prazo, capital próprio e rentabilidade ajustada.

Tabela 6 – Resumo do Modelo

<i>Model</i>	<i>R</i>	<i>R Square</i>	<i>Adjusted R Square</i>	<i>Std. Error of the Estimate</i>
1	642(a)	,413	,384	19416

Legenda: a *Predictors:* (Constant), Rentabilidade Ajustada, End_LP, Capital Próprio, End_Ger
Fonte: Elaborada pelos Autores

Com base nas informações constantes da Tabela 6 é possível afirmar que a 41,3% das variações da especificidade de ativos das companhias pesquisadas explicam-se pelas suas respectivas estruturas de capital (End_Ger, End_LP e Cap_Pro) e rentabilidade ajustada. Ressalta-se que todas as variáveis constantes do modelo contribuem, individual e significativamente, para sua validade. Nesse sentido, a contribuição explicativa provém inicialmente do endividamento de longo prazo, seguida dos valores relativos aos índices de capital próprio, endividamento geral e rentabilidade ajustada, conforme informações sumariadas na Tabela 7.

Tabela 7 – Coefficients^a

<i>Model</i>	<i>Unstandardized Coefficients</i>		<i>Standardized Coefficients</i>	<i>T</i>	<i>Sig.</i>
	<i>B</i>	<i>Std. Error</i>	<i>Beta</i>		
1 (Constant)	,082	,142		,579	,564
End_Ger	-,004	,002	-,272	-2,155	,034
End_LP	,012	,002	,639	6,667	,000
Capital Próprio	,006	,002	,409	3,826	,000
Ren. Ajustada	,005	,002	,219	2,136	,036

Legenda: a *Dependent Variable:* Esp. Ativos
Fonte: Elaborada pelos Autores

Apesar do modelo inicialmente obtido, que considerou o valor das ações em 31/12/2007, a riqueza criada e o lucro ajustado, ter apresentado significância estatística, é prudente ressaltar que a exclusão de tais variáveis implicou na redução do potencial explicativo de 43,8% para 41,3%, sinalizando, assim, a diminuta contribuição de tais elementos. Nesse sentido, constatou-se que a promoção de explicações para eventuais variações dos ativos de natureza específica, nesse caso representado apenas pelo grau de imobilização de ativos (quociente entre ativo permanente e ativo total), recai, numa ordem de 41,3%, sobre a estrutura de capital das companhias estudadas, associadamente à rentabilidade ajustada verificada por tais companhias.

7. Considerações Finais

O presente estudo foi desenvolvido com a finalidade de verificar se a especificidade de ativos das empresas abertas que integram o ranking das 500 maiores do Brasil, em 2008, foi influenciada pela estrutura de capital, pela rentabilidade e pela precificação acionária dessas companhias.

A primeira hipótese de pesquisa (a estrutura de capital influencia a especificidade de ativos) foi comprovada. Verificou-se que a totalidade das variáveis que compõem o constructo estrutura de capital (endividamento geral, endividamento de longo prazo e capital próprio) influencia a especificidade de ativos das empresas estudadas. Desse modo, é possível afirmar que a estrutura de financiamentos das maiores empresas do país é um aspecto condicionante dos ativos de natureza específica de tais organizações.

A segunda hipótese (a rentabilidade influencia a especificidade de ativos) não foi comprovada. Duas das três variáveis constitutivas do constructo rentabilidade não se mostraram contributivas em promover explicações para a especificidade de ativos. Assim, uma vez que não foram encontradas evidências estatísticas de que o lucro ajustado e a riqueza criada contribuem para a explicação da variável dependente, verificou-se que apenas a rentabilidade ajustada influencia a especificidade de ativos.

A terceira hipótese (a precificação acionária influencia a especificidade de ativos) foi rejeitada, ou seja, com base no recorte metodológico realizado à condução da presente investigação, não foram encontradas evidências

estatísticas de que o valor de mercado das ações das companhias estudadas influencie os seus ativos de natureza específica.

Em adição, ressalta-se que a correlação positiva entre especificidade de ativos e lucro ajustado sugere que, no universo de empresas pesquisadas, haja predisposição em assumir o risco de investir em ativos de natureza específica em decorrência de um provável aumento no lucro. Todavia, acrescenta-se que não foram encontrados indícios estatísticos de que a estrutura de financiamento estabelecida pelas empresas pesquisadas atue como um fator condicionante da especificidade dos ativos transacionados, sugerindo, assim, que a reflexão relativa à temática investigada não está finalizada.

À guisa de conclusão, salienta-se que as medidas utilizadas para mensuração da especificidade de ativos, estrutura de capital, rentabilidade e valor da empresa consistem em definições operacionais para propiciar o curso metodológico de condução da pesquisa, todavia, também podem ser visualizados como limitações do estudo.

Com relação à agenda de pesquisas futuras, sugere-se a incorporação de fatores externos à empresa como uma alternativa para aprofundar o estudo, pois, conforme Souza Júnior e Balbinotto Neto (2006), as implicações da teoria dos custos de transação podem, por exemplo, ser avaliadas conjuntamente aos problemas de agência, proporcionando uma visão mais ampla das inter-relações entre custos e riscos. Em adição, ressalta-se a possibilidade de incremento da mensuração das variáveis pesquisadas, especialmente a especificidade de ativos, sugerindo-se a exploração dos fatores condicionantes de cada uma das modalidades de especificidades abordadas na literatura.

Referências

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

CARRETE, Liliam Sanchez. Decisões de Estrutura de capital: evidências empíricas a partir de modelo estrutural de crédito. In: ENCONTRO DA ANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro, EnANPAD, 2007. CD-ROM.

- COASE, Ronald H. The nature of the firm. *Journal of Law, Economics and Organization*. Oxford University Press, 1937.
- CONEJERO, Marco Antonio et. al. Arranjos contratuais complexos na transação de cana à usina de açúcar e álcool: um estudo de caso no Centro-Sul do Brasil. In: ENCONTRO DA ANPAD, 32., 2008, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro, EnANPAD, 2008. CD-ROM.
- COOPER, Donald R.; SCHINDLER, Pâmela S. *Métodos de pesquisa em Administração*. 7. ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.
- CORRAR, Luiz J.; THEÓPHILO, Carlos Renato; BERGMANN, Daniel Reed. Regressões. In: CORRAR, Luiz J.; THEÓPHILO, Carlos Renato (Coord.). *Pesquisa Operacional para Decisão em Contabilidade e Administração – contabilometria*. São Paulo: Atlas, 2007. p. 75-150.
- CORREA, Carlos Alberto; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; NAKAMURA, Wilson Toshiro. A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: análise empírica das teorias de *Pecking Order* e *Trade-Off*, usando o Panel Data. In: ENCONTRO DA ANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro, EnANPAD, 2007. CD-ROM.
- CUSHING Jr., Woodrow. W.; MCCARTY, Daniel E. Asset specificity and corporate governance: an empirical test. *Management Finance*. v. 22, n. 2, p. 16-28. 1993.
- DAMODARAN, Aswath. *Finanças corporativas aplicadas*. Porto Alegre: Bookman, 2002.
- DiMAGGIO, Paul J.; POWELL, Walter W. *The new institutionalism in organizational analysis*. Chicago: University of Chicago Press, 1991.
- DURAND, David. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: Comment. *The American Economic Review*, v. 49, n. 4, p. 639-655, Sep. 1959.
- EXAME. Melhores & Maiores 2008. p. 139-161. Jun. 2008.
- FAMÁ, Rubens; GRAVA, J. William. Teoria da estrutura de capital – as discussões persistem. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 1, n. 11, p. 27-36, jan./mar. 2000.
- FARINA, Elisabeth M. M. Q.; AZEVEDO, Paulo F.; SAES, Maria Sylvania M. *Competitividade: mercado, estado e organizações*. São Paulo: Singular, 1997.
- FIANI, Ronaldo. Teoria dos custos de transação. In: KUPFER, David; HASENCLEVER, Lia. *Economia Industrial: fundamentos teóricos e práticas no Brasil*. Rio de Janeiro: Campus, 2002. p. 267-286.

- GITMAN, Lawrence J. *Princípios de administração financeira – essencial*. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.
- HAIR, Josef F. Jr. *et al. Análise multivariada de dados*. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- KATO, Heitor Takashi; MARGARIDO, Mario Antonio. Economia dos Custos de Transação (ECT): análise do conflito das bananas. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 35, n. 4, p. 13-21, out./dez. 2000.
- KOCHHAR, Rahul. Strategic assets, capital structure, and firm performance. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, v. 10, n. 3, 1997.
- MATTAR, Fauze Najib. *Pesquisa de marketing*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1994.
- MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, v. 48, n. 3, p. 261-297, June 1958.
- MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment: reply. *The American Economic Review*, v. 49, n. 4, p. 655-669, Sep. 1959.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate Financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.
- MORGAN, Beatriz Fátima *et al.* Especificidade de ativos e o custo de capital das companhias abertas no Brasil. In: ENCONTRO DA ANPAD, 33., 2009, São Paulo. *Anais...* São Paulo, EnANPAD, 2009. CD-ROM.
- POHLMANN, Marcelo Coletto *et al.* Impacto da especificidade de ativos nos custos de transação, na estrutura de capital e no valor da empresa. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, Edição Especial, p. 24-40. 30 jun. 2004.
- ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. *Administração financeira*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- SELZNICK, Philip. *A liderança na administração – uma interpretação sociológica*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1971.
- SIEGEL, Sidney; CASTELLAN Jr., N. Jhon. *Estatística não paramétrica para ciências do comportamento*. 2. ed. Porto Alegre: Artmed, 2006.
- SILVA, José Pereira da. *Análise financeira das empresas*. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

SOUZA JÚNIOR, Roberto Tadeu; BALBINOTTO NETO, Giacomo. A necessidade de agências reguladoras sobre a perspectiva da nova economia institucional. In: ENCONTRO DA ANPAD, 30., 2006, Bahia. *Anais...* Salvador, EnANPAD, 2006. CD-ROM.

VINHOLIS, Marcela de Mello Brandão. Uma análise da aliança mercadológica da carne bovina baseada nos conceitos da economia dos custos de transação. In: WORKSHOP DE GESTÃO DE SISTEMA AGROALIMENTARES. 2., 1999, Ribeirão Preto. *Anais...* Ribeirão Preto, 1999.

WAGNER, Mario B.; MOTTA, Valter T.; DORNELLES, Cristina. *SPSS passo a passo: statistical package for the social sciences*. Caxias do Sul: EducS, 2004.

WILLIAMSON, Oliver. Comparative Economic Organization: the analysis of discrete structural alternatives. *Administrative Science Quarterly*, v. 36, p. 269-296. June 1991.

ZYLBERSZTAJN, Décio. *Estrutura de governança e coordenação do agribusiness: uma aplicação da nova economia das instituições*. Tese (Livre-Docência). Departamento de Administração. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – USP, São Paulo, 1995.