

Relação entre Estratégia de Negócios e Estrutura de Capital

Caroline Keidann Soschinski

<https://orcid.org/0000-0002-0135-0729>

Alice Carolina Ames

<https://orcid.org/0000-0002-6480-5620>

Ilse Maria Beuren

<https://orcid.org/0000-0003-4007-6408>

Resumo

Objetivo: este artigo analisa a relação entre a estratégia de negócios e a estrutura de capital. Métodos: uma pesquisa de arquivos (archival research) foi realizada com 488 observações de empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão [B]3. Como proxies de interesse, utilizou-se para estratégia de negócios a classificação das empresas em prospectoras e defensoras, e para estrutura de capital a relação entre capital de terceiros e capital próprio. O modelo econométrico foi operacionalizado por meio de regressão linear múltipla, por mínimos quadrados ordinais e controle de efeitos fixos de ano e setor.

Resultados: os resultados revelam que o tipo de estratégia de negócios adotado tem relação com a forma pela qual a empresa financia o seu capital. Empresas prospectoras tendem a depender de capital de terceiros, apresentam maiores riscos e menor rentabilidade dos fluxos de caixa do que empresas defensoras. Em contraste, empresas defensoras, por buscarem um domínio de mercado e atuarem de forma limitada, geram fundos internamente para financiar suas atividades.

Contribuições: estes achados contribuem ao demonstrar que o comportamento agressivo das empresas em torno do financiamento do capital pode estar atrelado à estratégia de expansão, uma sinalização de que estas informações financeiras são influenciadas por decisões gerenciais.

Palavras-chave: Estratégia prospectora; Estratégia defensora; Estrutura de capital.

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Rodada 1: Recebido em 30/01/2023. Pedido de revisão em 6/06/2023. Rodada 2: Resubmetido em 15/06/2023. Pedido de revisão em 27/07/2023. Rodada 3: Resubmetido em 19/08/2023. Aceito em 13/11/2023 por Renato Henrique Gurgel Mota, Doutor (Editor assistente) e por Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, Doutor (Editor). Publicado em 27/3/2024. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

1. Introdução

A estrutura de capital tem sido foco de atenção de empresas e pesquisadores, principalmente quanto às decisões que determinam sua composição, visto que a escolha entre capital de terceiros e capital próprio na estrutura de capital tende a impactar o lucro da empresa (Capp, Cetrini & Oriani, 2019). Empresas com menor fluxo de caixa operacional tendem a emitir dívidas, ao passo que empresas com maior fluxo de caixa operacional optam por utilizar recursos internos para atender às suas necessidades (Harris & Roark, 2019).

O controle da capacidade de uma empresa de usar garantias para subsidiar empréstimos parece estar atrelado ao seu tamanho (Saif-Alyousfi *et al.*, 2020). A estrutura dos ativos sugere que se há um menor custo de agência da dívida, maior será a produtividade no valor da empresa, o que impactará maior oportunidade de crescimento e, conseqüentemente, maior transferência de riqueza aos detentores da dívida para os acionistas (Ramli, Latan & Solovida, 2019). A experiência dos gestores, nessa conjectura, auxilia nas decisões de estrutura de capital em termos de equilíbrio entre benefícios e custos do financiamento da dívida, agregando valor à empresa em função da experiência na administração (Matemilola, Bany-Arifin, Azman-Saini & Nassir, 2018).

As escolhas estratégicas das empresas também podem afetar a estrutura de capital. Nesta perspectiva, Cappa *et al.* (2019) investigaram o impacto das estratégias corporativas de internacionalização, diversificação e integração na estrutura de capital de firmas italianas. Os resultados indicaram que as decisões estratégicas podem afetar a estrutura de capital das empresas. Apesar dessa temática ter atraído a atenção de pesquisadores, a literatura tem se concentrado prioritariamente em estratégias isoladas. Esse fluxo da pesquisa se difere do estudo de Cappa *et al.* (2019), que analisou três estratégias corporativas e o índice de dívida.

Alinhado à lacuna identificada por Cappa *et al.* (2019), a presente pesquisa se concentra no impacto das estratégias de negócios (não corporativas) na estrutura de capital. A estratégia de negócios é uma característica que define as empresas de acordo com as práticas realizadas em prol dos principais objetivos organizacionais. Conforme Miles e Snow (1978), as empresas podem ser classificadas em quatro tipos de estratégia de negócios: (i) defensoras – buscam manter o controle de custos e sua quota de mercado estável, considerando um conjunto limitado de produtos; (ii) prospectoras – buscam o crescimento e, por isso, constantemente atualizam e inovam em termos de produtos e serviços; (iii) analisadoras – utilizam características combinadas das defensoras e prospectoras; e (iv) reatoras – não são hábeis em responder às mudanças e às incertezas do ambiente.

Pesquisas pregressas investigaram o impacto das estratégias corporativas na estrutura de capital (Chkir & Cosset, 2003; Javorcik & Spatareanu, 2009; Jouida, 2018; Cappa *et al.*, 2019), porém, pouca atenção tem sido dada a outros tipos de estratégias organizacionais, como as de negócios (defensoras, prospectoras, analisadoras e reatoras). Cappa *et al.* (2019) destacam que, apesar do crescente reconhecimento pela área financeira da importância de considerar aspectos estratégicos gerenciais como determinantes da estrutura de capital, as pesquisas não foram capazes de formar uma visão convergente sobre a relação entre a estratégia de negócios e a estrutura de capital.

Nessa perspectiva, tem-se a seguinte pergunta de pesquisa: **Qual a relação entre estratégia de negócios e estrutura de capital da empresa?** Assim, este estudo objetiva analisar a relação entre estratégia de negócios e estrutura de capital da empresa. Esse propósito foi motivado pela lacuna observada nas pesquisas que se concentraram em analisar a relação entre as decisões gerenciais de estratégias corporativas na estrutura de capital, mas não em investigar a influência das estratégias de negócios na composição do capital.

A presunção é de haver relação entre a estratégia de negócios e a estrutura de capital. De acordo com Bentley-Goode, Omer e Twedt (2019), devido ao fato de as empresas prospectoras possuírem estratégias que visam inovar e se diferenciar no mercado, tendem a exceder seus recursos próprios, o que pode comprometer sua lucratividade no curto prazo. Menor lucratividade, por sua vez, indica que as empresas prospectoras são propensas a enfrentarem insuficiência de recursos próprios ao tentar financiar os extensos investimentos em pesquisa e desenvolvimento (P&D), o que as leva a captar recursos de terceiros. Dessa forma, conjectura-se que empresas com diferentes estratégias de negócios utilizem diferentes recursos (próprios ou de terceiros) para financiar suas atividades.

Os resultados da pesquisa evidenciaram que empresas prospectoras são dependentes de capital de terceiros, enquanto empresas defensoras são dependentes de capital próprio. Esses resultados se apresentaram robustos no teste de propensão, que equiparou empresas defensoras e prospectoras do mesmo setor por semelhança de tamanho, lucratividade, liquidez e risco. Equiparadas por critérios de semelhança, as empresas com diferentes estratégias de negócios mostraram diferentes dependências de recursos para financiar suas atividades.

Esses resultados têm implicações para a literatura e alcançam diferentes *stakeholders*. Implicam para o fluxo da pesquisa que investiga os efeitos da estratégia de negócios sobre a estrutura de capital ao destacarem que a composição da estrutura de capital pode estar relacionada às estratégias de negócios das empresas. Com isso, pode-se inseri-la como variável de controle para analisar as decisões de financiamento de capital. Empresas que alinham suas estratégias em torno de objetivos de inovação e expansão, possivelmente buscam acesso a recursos de fontes externas para financiar essas atividades.

Para o mercado, potenciais investidores e analistas, esta pesquisa contribui ao evidenciar que o comportamento mais agressivo das empresas prospectoras em torno do financiamento do seu capital, pode estar atrelado a uma estratégia de negócios. Dessa forma, a identificação das empresas prospectoras pode ser um caminho para compreender o uso do capital de terceiros em termos de endividamento ou alavancagem, uma vez que essas parecem motivadas a alavancarem seus negócios e a se expandirem no mercado.

Este estudo contribui ainda ao revelar a importância de considerar na pesquisa contábil a fronteira do conhecimento de duas áreas aparentemente desconexas, no caso, a contabilidade gerencial, ao focar a estratégia de negócios, e a contabilidade financeira, ao focar a estrutura de capital. Contribui ao evidenciar que decisões estratégicas podem apontar relação significativa entre informações gerenciais e financeiras. Ao compreender essa relação, as decisões gerenciais acerca das perspectivas futuras de expansão da empresa podem fomentar informações úteis aos investidores e analistas, principalmente quando analisam informações financeiras, como as relativas à estrutura de capital.

2. Base Teórica e Hipóteses

2.1 Determinantes da estrutura de capital

A estrutura de capital, que é a combinação entre a dívida e o patrimônio líquido que uma organização utiliza para subsidiar decisões de investimento e financiamento, é vital para o seu progresso (Kumar, Colombage & Rao, 2017). Na literatura, a teoria do *trade-off* denota a substituição da dívida por capital próprio ou capital próprio por dívida, com o intuito de aumentar o valor da empresa, visto que essa visa equilibrar os benefícios fiscais que advêm dos juros embutidos nos custos financeiros (Myers, 1984).

No âmbito das finanças corporativas, discute-se o nível ótimo da dívida, de forma a minimizar o custo geral de capital e concomitantemente aumentar a lucratividade de uma empresa (Jaisinghani & Kanjilal, 2017). O custo de capital é igual à taxa de juros sobre os títulos, de modo que não dependa de fundos adquiridos por instrumentos de dívida ou por novas emissões de ações (Modigliani & Miller, 1958). Em decorrência da importância de se analisar a estrutura de capital, a literatura prévia tem se concentrado em identificar fatores que podem impactá-la (Ramli *et al.*, 2019), como uma forma de reduzir seu custo de capital e maximizar a lucratividade (Jaisinghani & Kanjilal 2017).

Diversos estudos investigaram os determinantes da estrutura de capital e constataram que fatores como tamanho das empresas, estrutura dos ativos, oportunidade de crescimento (Ramli *et al.*, 2019), experiência dos gestores (Matemilola *et al.*, 2018) e estratégia corporativa (Cappa *et al.*, 2019) impactam a estrutura de capital. No que se refere à estratégia, destacam-se os estudos de Chkir e Cosset, (2003), Javorcik e Spatareanu (2009), Joudia (2018) e Cappa *et al.* (2019).

Chkir e Cosset (2003) sugerem que há uma diminuição no endividamento médio no ano de aquisição, que aumenta apenas do primeiro para o terceiro ano, após essa aquisição. Isso denota que, além do impacto do tamanho e da lucratividade na estrutura de capital, o financiamento da dívida também aumenta quando a empresa não possui subsidiárias em outro país, o que aponta para o efeito da diversificação. Javorcik e Spatareanu (2009) confirmaram que as empresas fornecedoras de empresas multinacionais apresentam menos restrição de crédito, de modo a indicar a autosseleção de firmas com menor restrição para fornecedores multinacionais, e não aos benefícios relacionados ao fornecimento, o que sugere boa relação dos mercados de crédito em relações comerciais.

Joudia (2018) confirmou a causalidade reversa entre os elementos abordados na relação. Entretanto, há uma relação causal bidirecional, mas inversa entre a lucratividade e o endividamento, pois a estabilidade não confirma a relação entre diversificação e alavancagem. O estudo oferece novos caminhos para pesquisas que envolvam estratégia de diversificação, estrutura de capital e lucratividade no setor financeiro, com o intuito de auxiliar gestores em melhores escolhas estratégicas e financeiras, e utiliza essa estrutura dinâmica. Finalmente, Cappa *et al.* (2019) investigaram o efeito causado pelas estratégias de internacionalização, diversificação e integração na estrutura de capital. Observaram que a estratégia corporativa impacta empresas internacionalizadas e integradas com menos exposição financeira externa, enquanto empresas diversificadas, com maior valor de dívida e dependendo da estratégia utilizada, impactam as decisões de investimento.

Depreende-se do exposto que, em relação aos determinantes da estrutura de capital, existem diferentes implicações para os modelos que os analisam. Frank e Goyal (2009) consideram que as empresas são responsáveis por decidir sobre o uso de financiamento da dívida, e elas realocam alguns fluxos de caixa futuros. No entanto, alertam que os fatores que impulsionam essa decisão ainda devem ser explorados, apesar do esforço nessa direção observado na literatura nas últimas décadas. Com isso, o presente estudo se pauta na abordagem financeira relativa ao impacto na estrutura de capital e na abordagem gerencial relativa às estratégias de negócios.

2.2 Estratégias de negócios de Miles e Snow (1978)

Este estudo apoia-se nas estratégias de negócios propostas por Miles e Snow (1978) para caracterizar o comportamento das empresas em termos estratégicos e seus efeitos na estrutura de capital. Segundo os autores, as estratégias de negócios podem ser classificadas em: prospectoras, defensoras, analisadoras ou reatoras. Miles e Snow (1978) destacam que empresas defensoras e prospectoras se apoiam em extremos de características distintas, ao contrário das tipologias analisadora e reatora. Alinhado com o estudo de Beuren e Gomes (2022), apenas os dois arquétipos extremos trazidos pela literatura foram considerados, ou seja, os perfis estratégicos defensor e prospector.

A estratégia prospectora está voltada a atingir novos mercados e a manter a reputação de inovação no desenvolvimento de produtos, portanto, se apoia mais nesse propósito do que na alta lucratividade (Miles & Snow, 1978). Isso pode ocasionar falhas e levar as prospectoras a terem dificuldades em alcançar determinados níveis de lucro. Ocorre que as prospectoras aumentam o risco com estratégias de inovação de produtos e mercados, mais propensas a falhas ao optarem por estratégias mais arriscadas (Rajagopalan, 1997).

Por outro lado, a estratégia defensora busca isolar uma parte do mercado total e criar um domínio, mesmo que com um conjunto limitado de produtos e direcionado a um segmento restrito do mercado (Miles & Snow, 1978). Por terem esse problema empresarial, as defensoras, por meio da liderança em custos, se utilizam de procedimentos técnicos e padronizados para obter maior eficiência de custos (Zhang, 2020).

A estratégia analisadora, por sua vez, combina os tipos defensor e prospector, com o intuito de minimizar o risco e buscar o aumento no lucro. Essa tipologia enfatiza os pontos fortes das outras duas classificações, caracteriza a busca pela eficiência técnica com custos menores e se apoia na ideia de novos produtos e serviços de maneira mais branda, se comparada à defensora (Zhang, 2020). Presume-se que as analisadoras, por compartilharem características dessas duas estratégias, consideram o risco e a incerteza dos ambientes.

No que se refere à estratégia reatora, é adotada por empresas que apresentam instabilidade e não possuem mecanismos de resposta para serem colocadas frente às mudanças no ambiente (Miles & Snow, 1978). Portanto, as organizações reatoras não se adaptam às mudanças do ambiente e não possuem práticas institucionalizadas quanto às alterações na gestão. Com base nisso, Miles e Snow (1978) expõem que essa estratégia é um resíduo, ou seja, quando não há a observância de alguma das outras três estratégias, a empresa é classificada como reatora.

As estratégias de Miles e Snow (1978) foram consideradas em estudos nacionais, como de Ghobril e Moori (2009) e Pletsch, Dal Magro, Silva e Lavarda (2015). Ghobril e Moori (2009) pesquisaram a dinâmica do alinhamento estratégico entre indústrias de bens, de capital e de alimentos. Os resultados evidenciaram ter relação significativa entre o contexto ambiental, a estrutura e os processos organizacionais internos. O estudo destacou ainda a dinâmica com que as organizações se desenvolvem conforme a estratégia adotada.

Pletsch *et al.* (2015) identificaram que as estratégias são capazes de auxiliar na explicação das medidas de desempenho econômico-financeiro analisadas, sendo que empresas prospectoras tendem a apresentar maior rentabilidade do patrimônio líquido e melhor liquidez, ao passo que empresas reatoras apresentam menor desempenho.

Essas pesquisas, realizadas em âmbito nacional, relacionaram as estratégias de Miles e Snow (1978) com o desempenho, e contrastaram com as pesquisas internacionais apresentadas no tópico anterior, que investigaram a relação entre estratégia corporativa e estrutura de capital. Com isso, este estudo revisita a conceituação de Miles e Snow (1978) para argumentar que a estratégia de negócios pode impactar e ser um determinante para a estrutura de capital de uma empresa.

2.3 Hipóteses

As hipóteses da pesquisa são apoiadas nas características preconizadas por Miles e Snow (1978), de forma a sustentar a presunção de que as estratégias prospectora e defensora possuem impactos distintos nas escolhas das empresas sobre o uso de recursos próprios ou de terceiros para financiar suas atividades. Apesar da diversidade de tipologias estratégicas, Anwar e Hasnu (2016) argumentam que essa estrutura vem sendo classificada como mais examinada, duradoura e validada, sendo debatida e apoiada por vários pesquisadores. Ademais, a revisão da literatura feita por Anwar et al. (2021) revelou que a tipologia de Miles e Snow (1978) é amplamente utilizada em áreas como gestão, sistemas de informação e pesquisa empresarial, contrastando com a escassez observada em contabilidade e finanças.

Em consonância com a tipologia de Miles e Snow (1978), empresas prospectoras, por considerarem os avanços na inovação que impactam nas escolhas estratégicas (Dobucsh & Kapeller, 2017) e a importância da relação entre estratégica e lucro (Cappa et al., 2019), estão mais propensas a explorar oportunidades de mercado. Empresas defensoras, por outro lado, optam por atuar em uma área restrita, o que se configura como uma estratégia mais previsível.

As empresas prospectoras vislumbram novos produtos e mercados (Miles & Snow (1978), logo, existe a propensão de apresentarem menor rentabilidade e menores fluxos de caixa, já que tendem a despendem um volume significativo de recursos com pesquisa e desenvolvimento (P&D) (Bentley-Goode et al., 2019). Assim, tendem a esgotar seus recursos próprios com gastos em P&D e a depender mais de financiamento externo. Por isso, presume-se que nas empresas prospectoras, a estrutura de capital seja composta principalmente por capital de terceiros. Diante disso, conjectura-se que:

H1: Empresas prospectoras tendem a ter maior dependência de capital de terceiros para financiar suas atividades.

Ao caracterizarem as empresas defensoras, Miles e Snow (1978) sugerem que essas são capazes de gerar fundos internamente por meio de suas operações, uma vez que, devido ao seu comportamento defensivo, obterão domínios de mercado e produto e atribuirão maior atenção à eficiência. Dessa forma, empresas defensoras, por gerarem fundos internamente e buscarem se manter no mercado em que atuam com eficiência, tendem a depender menos de capital de terceiros para financiar suas atividades.

A estratégia defensora tende a priorizar o financiamento interno, e leva em conta o fato dessas empresas serem capazes de gerar fundos internos por conta de suas operações. Como buscam dominar o mercado em que atuam, podem depender fortemente das finanças internas e da dívida (Myers, 1984), dado que optam primeiramente por financiar seus recursos internamente. Assim, espera-se que, nas empresas defensoras, a estrutura de capital seja composta em maior parte por capital próprio. Dessa maneira, postula-se que:

H2: Empresas defensoras tendem a ter maior dependência de capital próprio para financiar suas atividades.

Optou-se por não desenvolver uma hipótese para a estratégia analisadora, uma vez que essas empresas são propensas a equilibrar o financiamento de capital. Além disso, os analísadores possuem atributos tanto de defensores como de prospectores, o que faz com que estabilizem suas ações com o tempo para formar um padrão de resposta ao ambiente (Anwar *et al.*, 2021). Ademais, por contemplar separadamente cada classificação, entende-se que seja possível adicionar maior entendimento referente à escolha de capital de cada uma delas, sem contaminar a análise, de modo a utilizar uma classificação que contempla os dois tipos de estratégia, como é o caso da estratégia analisadora.

Ao analisar a temática relacionada às escolhas estratégicas, vale ressaltar que o comportamento organizacional é determinado anteriormente pelas condições ambientais, e que as escolhas feitas pela alta administração advêm do processo organizacional (Miles & Snow, 1978). Sob um campo mais específico, a literatura financeira aponta que a estratégia das empresas pode ser um dos fatores que impacta a estrutura de capital (Cappa *et al.*, 2019).

3. Procedimentos Metodológicos

A população da pesquisa é composta por empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão [B]³ e disponíveis na base de dados *Refinitiv Eikon*. No Brasil, há legislação específica que trata do pagamento obrigatório mínimo de dividendos de 25% do lucro líquido ajustado em empresas de capital aberto (Galvão, Santos & Araújo, 2018). Porém, esses autores destacam que há uma prática comum de, além da parcela obrigatória, pagar o *payout* incremental, o que indica um pagamento de dividendos aos acionistas acima do obrigatório. Em decorrência disso, as empresas limitam os recursos gerados em suas operações, uma vez que parte é destinada ao pagamento obrigatório de dividendos.

Para o delineamento da amostra, foram excluídas empresas do setor financeiro (190 observações) e de utilidades (225 observações), empresas sem classificação de setor (35 observações), empresas que não evidenciaram as informações necessárias para o cálculo das variáveis (608 observações) e empresas com patrimônio líquido negativo (48 observações). Empresas do setor financeiro e de utilidades foram excluídas em função das regulamentações específicas, o que poderia induzir análises dos resultados no nível de empresa, sendo esses não comparáveis com outras empresas (Khedmati, Lim, Naiker & Navissi, 2019; Zhang, 2020). Empresas sem classificação de setor foram excluídas, uma vez que essa informação é necessária para a determinação da estratégia de negócios. Após as exclusões, a amostra resultou em 440 observações de empresas brasileiras de capital aberto.

Uma pesquisa de arquivos (*archival research*) foi realizada considerando o período de 2015 a 2019. Os dados das variáveis foram coletados desde 2010, ano em que as empresas brasileiras passaram a adotar, obrigatoriamente, as normas internacionais de contabilidade (*International Financial Reporting Standards* – IFRS). Esse ano inicial de coleta foi considerado para viabilizar as análises do período de 2015 a 2019, dada a necessidade de cinco anos anteriores para o cálculo da média móvel da variável estratégia de negócios. Portanto, justifica-se esse período pela necessidade de informações contábeis de cinco anos anteriores ao início da análise das seis medidas da variável estratégia de negócios.

Sobre os efeitos da adoção completa das IFRS, a justificativa se apoia nos argumentos de Klann e Beuren (2018), sobre consideráveis mudanças contábeis nas empresas no período pré e pós adoção das IFRS. Por isso, optou-se por não considerar o período anterior à adoção das IFRS nesta pesquisa, uma vez que as alterações em contas patrimoniais e de resultados poderiam enviesar os resultados da pesquisa. Assim, os dados foram coletados desde 2010 e analisados a partir de 2015.

As empresas que compõem a amostra estão distribuídas ao longo dos anos em nove setores, classificados pela Indústria Global de Classificação Padrão (*Global Industry Classification Standard* – GICS), conforme Tabela 1.

Tabela 1

Classificação das empresas da amostra por setor ao longo dos anos

Setores	2015	2016	2017	2018	2019	Total
Materiais Básicos	10	12	12	11	10	55
Consumo Cíclico	8	8	9	10	10	45
Consumo Não Cíclico	21	22	22	24	22	111
Energia	6	6	6	6	6	30
Saúde	7	7	7	8	8	37
Indústria	20	20	20	20	17	97
Imobiliário	8	7	7	7	7	36
Tecnologia	3	3	2	2	1	11
Serviços de Telecomunicação	4	2	3	5	4	18
Total	87	87	88	93	85	440

Fonte: dados da pesquisa.

Como a amostra da pesquisa é caracterizada por um painel não balanceado, a quantidade de empresas analisadas em cada ano varia de 85 a 93; ressalta-se que ao longo dos cinco anos tem-se 440 observações. Quanto aos setores, o consumo não cíclico, composto pelos subsetores de agropecuária, alimentos processados, bebidas, comércio e distribuição de produtos de uso pessoal e de limpeza, é o mais representativo da amostra, com 111 observações. O setor menos representativo é de tecnologia, com 11 observações.

3.1 Variáveis de pesquisa

A Tabela 2 apresenta as variáveis utilizadas nesta pesquisa e a respectiva descrição, forma de cálculo e autores que embasaram as escolhas.

Tabela 2

Variáveis da pesquisa

Variável	Descrição	Cálculo	Autores
Variável Dependente			
Estrutura de capital (EC_{it})	Mensura quanto a empresa captou de recursos de terceiros para cada R\$1,00 de recursos próprios	Passivo total dividido pelo patrimônio líquido	Adaptado de Cappa <i>et al.</i> (2019)
Variável Independente			
Estratégia de negócios (EN_{it})	Classifica as empresas como prospectoras ou defensoras	Ranking de seis variáveis*	Bentley-Goode <i>et al.</i> (2019)
Variáveis de Controle			
Lucratividade (LR_{it})	Mensura a rentabilidade sobre o ativo	Lucro líquido antes dos itens extraordinários dividido pelo ativo total	Jaisinghani e Kanjilal. (2017); Cappa <i>et al.</i> (2019)
Tamanho (TAM_{it})	Mensura o tamanho da empresa com relação a receita	Logaritmo natural da receita	Attar (2014); Cappa <i>et al.</i> (2019)
Risco (RIS_{it})	Mensura o risco sistemático do mercado, pelo Beta	Relação entre a covariância do retorno do ativo e a variância do retorno do mercado	Cappa <i>et al.</i> (2019)
Liquidez (LIQ_{it})	Mensura a liquidez corrente	Ativo circulante dividido pelo passivo circulante	Pletsch <i>et al.</i> (2015); Cappa <i>et al.</i> (2019)
Tangibilidade (TANG)	Mensura o nível de tangibilidade	Ativo Imobilizado dividido pelo ativo total	Henrique, Silva, Soares e Silva (2018)
Setor	Representa a principal atividade da empresa.	<i>Dummies</i> para cada setor classificado pelo GICS Sector Code	Zhang (2020)
Ano	Representa o período de análise, de 2015 a 2019.	<i>Dummies</i> de ano	Zhang (2020)

*O detalhamento do ranking de seis variáveis é apresentado na Tabela 3.

A variável dependente, estrutura de capital, analisa a escolha entre recursos de capital próprio ou de terceiros. Essa medida foi adaptada de Cappa *et al.* (2019), que a utilizaram para verificar o quanto as empresas possuem de passivo, levando em consideração o total de valor aplicado em ativos, com o intuito de representar o total de dívidas para o financiamento dos ativos. Portanto, como *proxy* para determinar a relação entre a estratégia de negócios e a estrutura de capital, para esta variável considerou-se o montante de capital de terceiros que a empresa captou (passivo total) em relação ao seu capital próprio (patrimônio líquido). Ainda, de forma complementar, analisou-se a estrutura em relação ao ativo. Decorre que empresas com índices de liquidez mais altos tendem a apresentar maior capacidade de cumprir com suas obrigações, o que resulta em maior alavancagem financeira (Cappa *et al.*, 2019).

A variável dependente foi baseada em Barton e Gordon (1987), fundamentada em Andrews (1980) do ponto de vista da estratégia corporativa; ressalta-se que o ponto de financiar a empresa (dívida *versus* patrimônio) está atrelado a uma decisão funcional financeira, e que deve apoiar a estratégia de longo prazo. Conforme esse autor, a principal implicação que a economia financeira poderia ter nesse caso seriam apontamentos da alta administração na seleção de uma estrutura de capital. Frank e Goyal (2009) alertam que, com base na teoria *pecking-order*, não há um índice de endividamento ótimo. Barton e Gordon (1987) expõem quanto à estrutura de capital, que a economia financeira não dispõe de um acordo sobre os fatores que podem afetar a seleção de uma posição específica de alavancagem.

Para a estratégia de negócios, foi considerada como *proxy* o *ranking* desenvolvido por Bentley-Goode *et al.* (2019), que classificaram empresas entre prospectoras e defensoras, baseados na tipologia de Miles e Snow (1978). A Tabela 3 elucida detalhes dessa variável.

Tabela 3

Detalhamento da variável estratégia de negócios

Variável	Medida	Cálculo	Esperado
EN1	Desenvolvimento de novos produtos	Proporção entre despesas com P&D e vendas	Espera-se que seja maior para as prospectoras que investem extensivamente em P&D para localizar e desenvolver novas oportunidades no mercado de produtos.
EN2	Exploração de novas oportunidades de mercado de produtos	Proporção entre despesas gerais, administrativas e de vendas sobre as vendas	Espera-se que seja maior para as prospectoras devido ao seu investimento significativo em atividades de <i>marketing</i> .
EN3	Oportunidade de crescimento	Taxa de crescimento anual das vendas	Espera-se que seja maior para as prospectoras que exibem padrões de crescimento rápidos e esporádicos à medida que novas oportunidades de mercado de produtos se tornam viáveis.
EN4	Eficiência de produção e distribuição	Proporção entre o número de funcionários e vendas	Espera-se que seja maior para as prospectoras que não atingem a máxima eficiência de produção devido ao foco na inovação.
EN5	Intensidade de capital	Razão entre o ativo imobilizado e ativo total	Espera-se que seja mais baixa para as prospectoras, devido à sua baixa intensidade de capital para manter a flexibilidade em suas linhas de produção em constante mudança.
EN6	Estabilidade gerencial	Desvio-padrão do número de funcionários	Espera-se que seja maior para as prospectoras, porque seu mandato de gerência é mais curto e os gerentes geralmente são contratados fora da empresa.

Fonte: adaptada de Bentley-Goode *et al.* (2019).

Definidas essas seis medidas, calculou-se a média móvel de cada uma delas, considerando cinco anos anteriores ao início da análise, ou seja, os dados de 2010 a 2014 foram utilizados para calcular a média móvel dos anos seguintes, de 2015 até 2019. A média móvel de cada uma das seis variáveis foi agrupada por quintil, considerando cada setor e ano. Os valores dos quintis foram somados, de forma a desenvolver um *score* para cada empresa, que varia de 6 a 30, e os maiores (menores) níveis representam as empresas prospectoras (defensoras). Ressalta-se que para a criação do *score*, a escala da variável EN5 foi invertida, para que o quinto quintil representasse características de empresas prospectoras, assim como os demais (Bentley-Goode *et al.*, 2019).

O *score* da estratégia de negócios foi transformado em variável binária, conforme o estudo de Zhang (2020), atribuindo-se 1 para as empresas com pontuações acima da mediana da amostra (16 pontos), e 0, caso contrário, o que representou uma separação de empresas prospectoras (1) e defensoras (0). Para testes adicionais, o *score* da estratégia de negócios foi separado pelos seus percentis: no primeiro caso, atribuiu-se 1 para empresas com *score* acima do percentil 75 (18 pontos), 0 caso contrário; e, no segundo caso, atribuiu-se 1 para empresas com *score* abaixo do percentil 25 (14 pontos), e 0 caso contrário. Essas separações foram utilizadas como testes de sensibilidade e visaram identificar empresas fortemente prospectoras (acima do percentil 75) e defensoras (abaixo do percentil 25).

As variáveis de controle foram baseadas no estudo de Cappa *et al.* (2019), que consideraram a lucratividade, o tamanho, o risco e a liquidez como variáveis que refletem fatores específicos de cada empresa que afetam a estrutura financeira. A influência da lucratividade na estrutura de capital das empresas pode ser entendida de duas formas, pela ótica da teoria *pecking-order* ou do *trade-off*. A primeira sugere que empresas mais lucrativas preferem financiar suas atividades com recursos internos por conveniência econômica e para reduzir assimetria informacional. A segunda sugere que a maior lucratividade leva as empresas a preferirem recursos externos devido aos benefícios fiscais.

Com relação ao tamanho, presumiu-se que empresas maiores possuem menor dependência de recursos de terceiros, pois têm menos custos de transação (Wald, 1999) e acesso mais favorável ao mercado de capitais (Attar, 2014). Por outro lado, argumenta-se que empresas maiores, por possuírem mais ativos tangíveis para dar em garantia aos empréstimos bancários, possuem maior endividamento (Coleman, Cotei & Farhat, 2016). Além disso, empresas maiores têm menor probabilidade de inadimplência, o que torna o acesso ao capital de terceiros mais favorável (Cappa *et al.*, 2019).

A variável risco reflete a variação total esperada dos lucros futuros e é mensurada pelo beta do patrimônio (Cappa *et al.*, 2019). Espera-se que o risco afete negativamente a política financeira das empresas, já que quanto mais arriscado o negócio, maior tende a ser seu lucro e a relação custo-volatilidade. A variável liquidez pode ter efeito na estrutura de capital, pois maior liquidez gera maior capacidade de cumprir com obrigações, o que pode facilitar o acesso ao capital de terceiros. Finalmente, a variável de tangibilidade foi inserida no modelo como forma de explicar a estrutura de capital, pois Henrique *et al.* (2018) afirmam que a tangibilidade é um fator que potencializa a ampliação de capital de terceiros, por representar uma forma de garantia de pagamento.

3.2 Operacionalização

Para verificar o impacto das estratégias de negócio na estrutura de capital, utilizaram-se as técnicas de correlação e regressão. A regressão linear múltipla por mínimos quadrados ordinais (OLS) foi operacionalizada com controle de efeito fixo de ano e setor. O modelo econométrico está representado na Equação 1.

$$TA_{it} = \alpha + \beta_1 1/Ativo_{i,t-1} + \beta_2 \Delta REC_{i,t} + \beta_3 IMOB_{i,t} + \beta_4 FCO_{i,t} + \beta_5 FCO_{i,t-1} + \beta_6 TA_{i,t-1} \varepsilon_{i,t} \quad \text{Equação 1}$$

Para verificar os pressupostos da regressão OLS, foram realizados testes padrão, sendo *Durbin Watson* para autocorrelação dos resíduos, *White* para homogeneidade dos resíduos e *Variance Inflation Factor* (VIF) para multicolineariedade entre as variáveis da pesquisa. Apenas o pressuposto de normalidade dos dados não foi testado, pois pela quantidade de observações assume-se o teorema central do limite, o qual pressupõe que, para um número considerável de observações, os dados se ajustam a uma distribuição normal.

3.3 Testes adicionais

Como teste adicional, realizou-se o *Propensity Score Matching (PSM)*, que é um *score* de propensão desenvolvido por Rosenbaum e Rubin (1983), responsável por gerar pesos às observações de acordo com critérios pré-selecionados. Nesta pesquisa, a amostra foi separada em um grupo tratado (empresas prospectoras) e um grupo de controle (empresas defensoras) e os critérios de propensão compreenderam todas as variáveis de controle além das variáveis de setor e ano. Como a amostra desta pesquisa é composta por 221 observações de empresas prospectoras, o PSM escolheu outras 221 observações de empresas defensoras para realizar o *matching*. Dado que na amostra há menos observações de empresas defensoras (219), o PSM repete observações para comparação com o grupo tratado, no total, a amostra do PSM foi de 442 observações.

Utilizou-se ainda uma *proxy* alternativa para mensurar estrutura de capital. Frank e Goyal (2009) destacam que, de acordo com a teoria *pecking-order*, não há um índice de endividamento ótimo, sendo esse evidenciado com base na assimetria da informação, e que tanto a *pecking-order* como a *trade-off* partem de imperfeições do mercado. Assim, utiliza-se uma *proxy* que parte da perspectiva do total de dívidas para financiar os ativos das firmas e compara-se com o valor contábil, alinhado com Ferri e Jones (1979), Frank e Goyal (2009), Abdioğlu (2019) e Cappa *et al.* (2019). Essa medida adicional é mensurada pela divisão do passivo total pelo ativo total, a qual determina o quanto dos recursos (ativos) são financiados com capital de terceiros. Quanto maior for tal índice, maior é a dependência de capital de terceiros da empresa. Assim, essa variável foi utilizada como forma de verificar a robustez da medida principal de estrutura de capital.

4. Análise e Discussão dos Resultados

A Tabela 4 apresenta as empresas da amostra classificadas conforme suas estratégias de negócios, e evidencia a quantidade de empresas classificadas como defensoras e prospectoras.

Tabela 4

Estratégia de negócios das empresas da amostra por setor

Setores	Amostra Total		Prospectoras		Defensoras	
	Nº Observações		Nº Observações		Nº Observações	
Consumo Cíclico	45	10%	26	12%	19	9%
Consumo Não Cíclico	111	25%	68	31%	43	20%
Energia	30	7%	16	7%	14	6%
Saúde	37	8%	14	6%	23	11%
Indústria	97	22%	40	18%	57	26%
Imobiliário	36	8%	14	6%	22	10%
Tecnologia	11	3%	4	2%	7	3%
Serviços de Telecomunicação	18	4%	12	5%	7	3%
Materiais Básicos	55	13%	27	12%	28	13%
Total	440	100%	221	100%	219	100%

Nota: setores classificados de acordo com GICS.

Das 440 observações, 221 são de empresas classificadas como prospectoras e 219 de empresas classificadas como defensoras. Ao analisar o percentual de empresas prospectoras e defensoras por setor, há uma equivalência, como, por exemplo, no setor de materiais básicos, 12% são empresas defensoras e 13% empresas prospectoras.

Essa análise denota equivalência no número de empresas com estratégias de negócios distintas, tanto em relação à amostra geral, como aos setores em específico. Isso revela que em todos os setores existem empresas que se enquadram como prospectoras e defensoras (Miles & Snow, 1978). Portanto, essa amostra é passível de gerar resultados consistentes, já que considera uma proporção equivalente de empresas com as diferentes estratégias de negócios.

A Tabela 5 apresenta estatísticas descritivas das principais variáveis da pesquisa.

Tabela 5

Estatísticas descritivas das variáveis

Painel A. Amostra total					
	Média	Mediana	DP	25p	75p
EC _{it}	4,6333	1,2928	22,0366	0,7205	2,7343
LR _{it}	0,0339	0,0335	0,0803	0,0005	0,0725
TAM _{it}	21,7180	21,5514	1,7718	20,4836	22,8287
RIS _{it}	0,8112	0,7800	0,5239	0,5000	1,0250
LIQ _{it}	2,0246	1,5855	1,5399	1,1747	2,3657
TANG _{it}	0,2529	0,2260	0,2059	0,0700	0,3923
Observações	440				
Painel B. Teste t de médias entre grupos de empresas prospectoras e defensoras					
	Prospectoras	Defensoras	t		
EC _{it}	6,7010	2,5466	-1,9838**		
LR _{it}	0,0313	0,0365	0,6799		
TAM _{it}	22,0940	21,3385	-4,5722***		
RIS _{it}	0,8510	0,7710	-1,6042		
LIQ _{it}	1,9388	2,1112	1,1746		
TANG _{it}	0,2181	0,2880	3,6075***		
Observações	221	219			

Nota 1: significante ao nível de *0,10, **0,05, ***0,01.

Nota 2: 25p = Percentil 25; 75p = Percentil 75.

Legenda: ECit = estrutura de capital; PROSPit = prospectoras; LRit = lucratividade; TAMit = logaritmo natural da receita; RISit = risco sistemático do mercado; LIQit = liquidez corrente.

No Painel A, a variável estrutura de capital (EC_{it}) indica que, em média, as empresas da amostra possuem R\$4,63 de capital de terceiros para cada R\$1,00 de capital próprio. Contudo, o elevado desvio-padrão indica que existem observações extremas, principalmente no limite superior, o que eleva a média. A mediana evidencia que 50% das empresas possuem menos que R\$1,29 de capital de terceiros a cada R\$1,00 de capital próprio, o que revela um menor nível de dependência de capital de terceiros. Para essas empresas, observa-se maior dependência de capital próprio do que de terceiros, o que confirma os preceitos da teoria *pecking-order* de Modigliani e Miller (1958; 1963). A depender das características das estratégias de negócios de Miles e Snow (1978), as empresas optam por esse custo de capital.

Com relação às demais variáveis, a amostra se apresenta, em média, pouco lucrativa. Na liquidez corrente, para cada R\$1,00 de passivo circulante, as empresas possuem R\$ 2,02 de ativo circulante, o que indica existência de capital de giro e recursos suficientes para quitar as obrigações. Por fim, a variável tangibilidade indica que para cada R\$1,00 em ativos totais, a empresa utiliza possui R\$0,25 de imobilizado.

O risco sistêmico, que evidencia a sensibilidade de um ativo em relação ao mercado, indica que a maioria das empresas possui ativos defensivos. Se o risco sistêmico for menor que 1, considera-se que as ações acompanham em menor nível as oscilações do mercado, o que ocorre em aproximadamente 75% da amostra. Decorre que as empresas prospectoras optam por aumentar o risco para inovação de produtos e mercados (Rajagopalan, 1997). A variabilidade pode influenciar na cobrança de prêmios mais altos para os credores concederem recursos, o que dificulta o acesso ao capital de terceiros para empresas com alto risco (Cappa *et al.*, 2019).

No Painei B, o teste *t* de médias entre as variáveis da pesquisa, considerando o grupo de empresas prospectoras (221 observações) e defensoras (219 observações), indica que, em média, as empresas prospectoras são maiores (TAM) e possuem menor nível de tangibilidade do que as defensoras (TANG). Com relação à variável de interesse, as empresas prospectoras possuem média consideravelmente superior de estrutura de capital (EC), em comparação à média das empresas defensoras. Esse resultado sugere de forma preliminar que as empresas prospectoras utilizam mais capital de terceiros do que as defensoras.

A Tabela 6 apresenta a matriz de correlação de *Pearson* (adequada para dados com distribuição normal) entre as principais variáveis da pesquisa.

Tabela 6.

Matriz de correlação

	EC _{it}	PROSP _{it}	LR _{it}	TAM _{it}	RIS _{it}	TANG _{it}
EC _{it}	1					
PROSP _{it}	0,0944**	1				
LR _{it}	-0,1106**	-0,0325	1			
TAM _{it}	-0,1643***	0,2134***	0,1077**	1		
RIS _{it}	0,0545	0,0764	-0,1309***	0,0189	1	
TANG _{it}	-0,0754	-0,1699***	-0,0701	0,1818***	0,0683	1
LIQ _{it}	-0,1086**	-0,0560	0,2734***	-0,2018***	-0,0475	-0,0872*

Nota: significativo ao nível de *0,10, **0,05, ***0,01.

Legenda: ECit = estrutura de capital; PROSP it = Prospectoras; LRit = lucratividade; TAMit = logaritmo natural da receita; RISit = risco sistemático do mercado; LIQit = liquidez corrente.

No modelo apresentado pela Equação 1, tamanho (TAM_{it}), lucratividade (LR_{it}) e liquidez (LIQ_{it}) se mostraram negativamente correlacionadas com a *proxy* de estrutura de capital, o que representa, preliminarmente, que empresas mais lucrativas, maiores e com maiores níveis liquidez utilizam menos capital de terceiros.

A Tabela 7 apresenta os resultados da Equação 1, foco desta investigação. Dois modelos são apresentados para esta análise: modelo 1, exposto pela Equação 1; e modelo 2, sem considerar as variáveis de controle.

Tabela 7

Resultados da relação entre estratégia de negócios (mediana) e estrutura de capital

Variáveis	Modelo 1 - EC_{it}			Modelo 2 - EC_{it}		
	Coef.	t	β	Coef.	t	β
Constante	75,2458***	4,45		-2,7546	-0,59	
PROSP _{it}	6,0873***	2,78	0,1382	5,2524**	2,47	0,1193
LR _{it}	-9,7789	-0,70	-0,0356			
TAM _{it}	-3,3111***	-4,69	-0,2662			
RIS _{it}	1,5423	0,69	0,0366			
LIQ _{it}	-1,6853**	-2,23	-0,1177			
TANG _{it}	-8,9956	-1,39	-0,0840			
EF Setor		Sim			Sim	
EF Ano		Sim			Sim	
R ²		11,37%			5,06%	
R-Adj		7,58%			2,16%	
VIF máx.		1,74			1,04	
DW		1,5519			1,5245	
White		0,0000***			0,0149**	
Obs.		440			440	

Nota 1: significativo ao nível de *0,10, **0,05, ***0,01.

Nota 2: VIF máximo entre as variáveis é o teste para multicolineariedade. DW é o teste *Durbin Watson* para autocorrelação dos resíduos. *White* é o teste para homocedasticidade dos resíduos.

Legenda: EC = estrutura de capital; Coef. = Coeficiente; β = Beta Padronizado; Prosp. = variável categórica, em que 1 representa as empresas prospectoras e 0 as defensoras; LR = lucratividade; TAM = logaritmo natural da receita; RIS = risco sistemático do mercado; LIQ = liquidez líquida; TANG = Tangibilidade; EF = efeito fixo; R-Adj = R ajustado.

Tanto no modelo 1 como no modelo 2, a variável de interesse (PROSP_{it}) mostrou-se positiva e significativamente relacionada com estrutura de capital (EC_{it}). Sem considerar as variáveis de controle e apenas controlando efeitos fixos de setor e ano, empresas prospectoras parecem apresentar maior dependência de capital de terceiros. Isso é reforçado pelos resultados significativos ao nível de 1% no modelo 1, em que as variáveis de controle aumentaram o poder explicativo do modelo e isolaram efeitos por empresa, conferindo maior confiabilidade aos resultados.

Para confirmar esses resultados iniciais, foi realizada uma análise adicional da relação entre estratégia de negócios e estrutura de capital, separando o *score* de estratégia de negócios pelo seu percentil 25 e 75. Nessa análise, buscou-se isolar as empresas com pontuações extremas, no que se refere às suas características defensoras ou prospectoras. Dessa forma, no modelo 3, foi atribuído 1 para empresas com pontuações superiores a 18 (percentil 75) e 0 para as demais. No modelo 4, foi atribuído 1 para empresas com pontuações inferiores a 14 (percentil 25) e 0 para as demais. Na Tabela 8 estão expostos os resultados.

Tabela 8

Resultados da relação entre estratégia de negócios (percentil 75 e 25) e estrutura de capital

Variáveis	Modelo 3 - EC _{it}			Modelo 4 - EC _{it}		
	Coef.	t	β	Coef.	t	β
Constante	70,7647***	4,16		82,4931***	4,76	
PROSP _{it}	0,8523	0,36	0,0175			
DEFEN _{it}				-6,6223***	-2,89	-0,1441
LR _{it}	-12,4619	-0,89	-0,0454	-9,554	-0,70	-0,0355
TAM _{it}	-2,9352***	-4,18	-0,2359	-3,4380***	-4,81	-0,2764
RIS _{it}	1,8912	0,83	0,0449	2,1271	0,95	0,0505
LIQ _{it}	-1,7459**	-2,29	-0,1220	-1,6919**	-2,24	-0,1182
TANG _{it}	-12,8832**	-1,99	-0,1203	-9,5009	-1,48	-0,0887
EF Setor		Sim			Sim	
EF Ano		Sim			Sim	
R ²		9,77%			11,50%	
R-Adj		5,91%			7,72%	
VIF máx.		1,71			1,71	
DW		1,5333			1,5575	
White		0,0000***			0,0000***	
Obs.		440			440	

Nota 1: significativa ao nível de *0,10, **0,05, ***0,01.

Nota 2: VIF máximo entre as variáveis é o teste para multicolineariedade. DW é o teste *Durbin Watson* para autocorrelação dos resíduos. *White* é o teste para homocedasticidade dos resíduos.

Legenda: EC = estrutura de capital; Coef. = Coeficiente; β = Beta Padronizado; Prosp. = variável categórica, em que 1 representa as empresas prospectoras e 0 as defensoras; LR = lucratividade; TAM = logaritmo natural da receita; RIS = risco sistemático do mercado; LIQ = liquidez líquida; TANG = Tangibilidade; EF = efeito fixo; R-Adj = R ajustado.

O modelo 3 evidencia uma relação estatisticamente não significativa entre empresas classificadas como prospectoras e estrutura de capital. Isso indica que as empresas posicionadas entre a mediana e o percentil 75 eram as responsáveis por tornar significativa a relação entre a estratégia de negócios prospectora e a escolha por capital de terceiros. Com a exclusão dessas empresas nesta análise, o coeficiente passou a ser não significativo. Esses resultados divergem das evidências dos modelos 1 e 2, que empresas prospectoras tendem a depender com maior intensidade do capital de terceiros do que empresas defensoras.

Com relação às variáveis de controle dos modelos 1, 3 e 4, salienta-se que tanto os sinais como o nível de significância estatística convergem. Empresas mais lucrativas têm maior dependência de recursos de terceiros e empresas menores e com menor liquidez corrente parecem optar menos por essa fonte de recursos.

No modelo 4, em que se analisa a relação entre a estrutura de capital e as empresas classificadas como defensoras, os resultados coadunam com o pressuposto teórico deste estudo, de que tais empresas dependem especialmente de recursos próprios. A relação negativa e significativa ao nível de 1% entre empresas defensoras e a estrutura de capital revela que a escolha pela estratégia de negócios defensora instiga as empresas a utilizarem menos recursos de terceiros, se comparadas com as empresas prospectoras.

A Tabela 9 expõe os resultados do método PSM e da substituição da variável dependente pela medida alternativa de estrutura de capital. No método PSM (Modelo 5), o modelo foi operacionalizado com 442 observações, sendo 221 de empresas prospectoras e 221 de empresas defensoras. Para a *proxy* alternativa de estrutura de capital (Modelo 6), o modelo foi operacionalizado com todas as observações da amostra.

Tabela 9

Resultados da relação entre estratégia de negócios (mediana) e estrutura de capital pelo método PSM e medida alternativa de estrutura de capital

Variáveis	Modelo 5 – EC (PSM)			Modelo 6 – EC alternativo (OLS)		
	Coef.	t	β	Coef.	t	β
Const.	75,6568***	4,24		0,5678***	13,14	
PROSP _{it}	4,2225**	1,97	0,09591	0,0575***	2,92	0,1317
Crítérios PSM	SETOR, ANO, TAM, LR, RIS, LIQ, TANG					
Controles		Sim			Não	
EF Setor		Sim			Sim	
EF Ano		Sim			Sim	
R ²		12,09%			16,83%	
R-Adj		8,34%			14,29%	
VIF máx.		1,83			1,04	
DW		1,5454			1,5722	
White		0,0000***			0,0000***	
Obs.		442			440	

Nota 1: significativa ao nível de *0,10, **0,05, ***0,01.

Nota 2: EC alternativo = Passivo total dividido pelo ativo total; VIF máximo entre as variáveis é o teste para multicolineariedade. DW é o teste *Durbin Watson* para autocorrelação dos resíduos. *White* é o teste para homoscedasticidade dos resíduos.

Legenda: Coef. = Coeficiente; β = Beta Padronizado; Prosp. = variável categórica, em que 1 representa as empresas prospectoras e 0 as defensoras; LR = lucratividade; TAM = logaritmo natural da receita; RIS = risco sistemático do mercado; LIQ = liquidez líquida; TANG = Tangibilidade; EF = efeito fixo; R-Adj = R ajustado.

Na comparação dos modelos OLS e PSM com a medida alternativa de estrutura de capital, para o modelo OLS não foram incluídas as variáveis de controle, por evidenciarem que elas estavam inversamente correlacionadas com a variável dependente. Os resultados confirmam a análise principal e demonstraram que empresas prospectoras apresentam maior dependência de capital de terceiros. Nesse sentido, conforme hipotetizado, as empresas prospectoras, por investirem em novos produtos e mercados (Miles & Snow, 1978), tendem a apresentar menor rentabilidade, além de menores fluxos de caixa por investirem mais em pesquisa e desenvolvimento (Bentley-Goode et al., 2019). Além disso, os resultados também se mostram robustos para a medida alternativa de estrutura de capital testada pelo Modelo 6.

5. Discussão dos resultados

Os resultados apresentados evidenciam que, por meio da utilização das estratégias de negócios de Miles e Snow (1978), empresas prospectoras fazem uso mais intenso do capital de terceiros, enquanto empresas defensoras tendem a fazer uso mais intenso de recursos próprios. Essas evidências sugerem que a estrutura de capital é impactada pela estratégia de negócios das empresas pesquisadas e apresentam robustez ao serem confirmadas pelos testes realizados no presente estudo.

Assim, aceita-se a H_1 , dado que foi testado se prospectoras tendem a ter maior dependência de capital de terceiros para financiar suas atividades, e os resultados da análise principal e do PSM confirmaram a hipótese. Conforme preconizado por Miles e Snow (1978), essas tendem a investir em novos produtos e mercados. Também se aceita a H_2 desta pesquisa por atestar que defensoras tendem a ter maior dependência de capital próprio para financiar suas atividades. Os achados indicam que essas empresas dependem de recursos próprios, o que diminui a propensão em utilizar recursos de terceiros.

Estudos anteriores evidenciaram a estratégia como um determinante para a estrutura de capital (Chkir & Cosset, 2003; Javorcik & Spatareanu, 2009; Jouda, 2018; Cappa *et al.*, 2019). Tais estudos, contudo, investigaram o impacto das estratégias de diferenciação, internacionalização e integração na estrutura de capital. Desta forma, na presente pesquisa, expande-se a literatura anterior, por lançar luz sobre o impacto da estratégia de negócios de Miles e Snow (1978) na composição da fonte de recursos das empresas brasileiras. Isso contribui ao informar as empresas e seus gestores de que a escolha estratégica acerca de seus negócios tem impacto que vai além de seu comportamento de mercado e seus gastos em P&D, pois impacta também na composição das fontes de recursos.

Esta pesquisa confirma a relevância do papel da estratégia de negócios na formação do modelo de negócios e na determinação de fatores específicos das empresas, como escolhas gerenciais de fonte de recursos. Como confirmado pela H_1 e H_2 do estudo, isto depende da estratégia de negócios utilizada pela empresa, opte ela por fazer maior uso de capital interno ou não. Portanto, a principal contribuição deste estudo é evidenciar que empresas prospectoras e defensoras tendem a ter diferentes composições em sua estrutura de capital, devido às escolhas de financiamento da dívida.

Para cada classificação, opta-se entre financiamento interno ou externo. Entre os determinantes da estrutura de capital, como preconizado na literatura, a estrutura de capital combina a dívida e o patrimônio líquido da empresa para subsidiar suas decisões de investimento e financiamento (Kumar, Colombage e Rao, 2017). A estratégia de negócios de Miles e Snow (1978) abre caminho para novas investigações sobre as práticas das organizações para o alcance dos objetivos, e dependendo do tipo de estratégia, as empresas optam pelo controle de custos e por opções distintas de financiamento. Além dos fatores determinantes da estrutura de capital, a estratégia corporativa que advém do entendimento de que os gestores devem ser capazes de atender às condições ambientais (Miles & Snow, 1978) é possível inferir que essa capacidade influencia as decisões de financiamento.

6. Considerações Finais

Este estudo analisou a relação entre estratégia de negócios e estrutura de capital de empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão [B]³. Os resultados apontaram que a estratégia de negócios está relacionada à estrutura de capital. Em empresas prospectoras prevalece o financiamento com recursos de terceiros para fazer frente à expansão de mercado e seus extensivos gastos com P&D. Esses gastos implicam em menor lucratividade, assim, exigem capital de terceiros. Essa situação é agravada no contexto brasileiro pelo fato de as empresas terem seus recursos limitados em função da obrigatoriedade de distribuição de dividendos. Por outro lado, empresas defensoras, devido às suas características, parecem fazer uso mais extensivo de recursos próprios.

Esses achados revelam a importância de associar temas comumente considerados pertinentes à contabilidade gerencial (estratégia de negócios) ou à contabilidade financeira (estrutura de capital). Esta pesquisa demonstra interfaces entre essas amplas áreas ao evidenciar que escolhas gerenciais possuem impactos significativos em informações financeiras, o que é de interesse tanto dos gestores quanto dos investidores e acionistas.

Os resultados contribuem para a literatura sobre estratégias de negócios e estrutura de capital ao demonstrar que empresas com estratégias de negócios distintas tendem a estruturar a composição de capital de forma distinta. Os achados da pesquisa revelaram que estratégias distintas trazem impactos distintos na estrutura de capital das empresas, o que reflete na composição e no custo do capital, mesmo em empresas que fazem parte do mesmo cenário. Contribuem ainda com a literatura sobre estrutura de capital, ao evidenciar que a estratégia de negócios pode ser um determinante.

Para o mercado, este estudo contribui ao evidenciar que, por vezes, a estrutura de capital mais agressiva (dependente de capital de terceiros) pode ser resultante de uma escolha estratégia de expansão, como é o caso da estratégia prospectora. Os potenciais investidores podem compreender que o maior risco devido à dependência de capital de terceiros faz parte de uma estratégia de negócios que visa o crescimento futuro da empresa. Considerando que há uma estratégia, investidores podem se sentir mais confortáveis ao identificar essa composição da estrutura de capital. Ressalta-se que em um cenário emergente, como é o caso brasileiro, empresas que optam por inovação e expansão precisam buscar mais capital de fontes externas.

Subjacentes aos resultados devem ser consideradas as limitações desta pesquisa. Primeiro, quanto à variável estratégia de negócios, em que se calculou a média móvel de cada uma delas, considerando cinco anos anteriores. Estudos futuros podem calcular a média aumentando o período. Segundo, verificou-se que os resultados se alteram ao classificar diferentemente o *score* de estratégia de negócios, o que pode indicar uma limitação das empresas da amostra. Embora testes adicionais tenham sido realizados como forma de reforçar a confiabilidade dos resultados, pesquisas futuras podem investigar as relações aqui propostas, com o intuito de confirmar os resultados evidenciados. Terceiro, podem ainda inserir nos modelos econométricos a classificação das empresas em prospectoras e defensoras para explicar as decisões relativas ao uso de capital de terceiros em empresas brasileiras.

Referências

- Abdioğlu, N. (2019). The impact of firm specific characteristics on the relation between financial distress and capital structure decisions. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 11(2), 1057-1066. <https://doi.org/10.20491/isarder.2019.655>
- Andrews, K. R., & David, D. K. (1987). *The concept of corporate strategy* (Vol. 101). Homewood, IL: Irwin.
- Anwar, J., & Hasnu, S. A. F. (2016). Strategy-performance linkage: methodological refinements and empirical analysis. *Journal of Asia Business Studies*, 10(3), 303-317. <https://doi.org/10.1108/JABS-07-2015-0096>
- Anwar, J., Hasnu, S. A. F., Butt, I., & Ahmed, N. (2021). Miles and Snow Typology: most influential journals, articles, authors and subject areas. *Journal of Organizational Change Management*, 34(2), 385-402. <https://doi.org/10.1108/JOCM-07-2018-0190>
- Attar, A. (2014). *Corporate strategy and capital structure: An empirical study of listed manufacturing firms in Saudi Arabia*. Doctoral dissertation, Brunel University, London, England.
- Barton, S. L., & Gordon, P. I. (1987). Corporate strategy: useful perspective for the study of capital structure?. *Academy of Management Review*, 12(1), 67-75. <https://doi.org/10.2307/257994>

- Bentley-Goode, K. A., Omer, T. C., & Twedt, B. J. (2019). Does business strategy impact a firm's information environment? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 34(4), 563-587. <https://doi.org/10.1177%2F0148558X17726893>
- Beuren, I. M., & Gomes, T. (2022). Manager resilience and the formation of networks: effects of the strategic priority of innovation. *Brazilian Business Review*, 19(4), 414-430. <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2022.19.4.4.en>
- Cappa, F., Cetrini, G., & Oriani, R. (2019). The impact of corporate strategy on capital structure: evidence from Italian listed firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 76(2), 379-385. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2019.09.005>
- Chkir, I., & Cosset, J. C. (2003). The effect of international acquisitions on firm leverage. *The Journal of Financial Research*, 26(4), 501-515. <https://doi.org/10.1111/1475-6803.00071>
- Coleman, S., Cotei, C., & Farhat, J. (2016). The debt-equity financing decisions of US startup firms. *Journal of Economics and Finance*, 40(1), 105-126. <https://doi.org/10.1007/s12197-014-9293-3>
- Dobusch, L., & Kapeller, J. (2017). Open strategy-making with crowds and communities: Comparing Wikimedia and Creative Commons. *Long Range Planning*, 51(4), 561-579. <http://dx.doi.org/10.1016/j.lrp.2017.08.005>
- Ferri, M. G., & Jones, W. H. (1979). Determinants of financial structure: A new methodological approach. *The Journal of Finance*, 34(3), 631-644. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1979.tb02130.x>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important?. *Financial Management*, 38(1), 1-37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>
- Galvão, K. S., Santos, J. F., & Araújo, J. M. (2018). Dividendos, juros sobre capital próprio e níveis de payout: Um estudo investigativo sobre a política de distribuição de dividendos adotada pelas empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(36), 3-30. <http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2018v15n36p3>
- Ghobril, A. N., & Moori, R. G. (2009). Alinhamento estratégico entre indústrias de bens de capital e de alimentos: uma análise com base em Miles & Snow. *Gestão & Regionalidade*, 25(73), 6-20. <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=133417372002>
- Harris, C., & Roark, S. (2019). Cash flow risk and capital structure decisions. *Finance Research Letters*, 29, 393-397. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.09.005>
- Henrique, M. R., Silva, S. B., Soares, W. A., & da Silva, S. R. (2018). Determinantes da estrutura de capital de empresas brasileiras: uma análise empírica das teorias de Pecking Order e Trade-Off no período de 2005 e 2014. *Revista Ibero Americana de Estratégia*, 17(1), 130-144. <https://doi.org/10.5585/riae.v17i1.2542>
- Jaisinghani, D., & Kanjilal, K. (2017). Non-linear dynamics of size, capital structure and profitability: Empirical evidence from Indian manufacturing sector. *Asia Pacific Management Review*, 22(3), 159-165. <https://doi.org/10.1016/j.apmr.2016.12.003>
- Javorcik, B. S., & Spatareanu, M. (2009). Tough love: Do Czech suppliers learn from their relationships with multinationals? *The Scandinavian Journal of Economics*, 111(4), 811-833. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9442.2009.01591.x>
- Jouida, S. (2018). Diversification, capital structure and profitability: A panel VAR approach. *Research in International Business and Finance*, 45(1), 243-256. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.155>
- Khedmati, M., Lim, E. K., Naiker, V., & Navissi, F. (2019). Business strategy and the cost of equity capital: An evaluation of pure versus hybrid business strategies. *Journal of Management Accounting Research*, 31(2), 111-141. <https://doi.org/10.2308/jmar-52171>

- Klann, R. C., & Beuren, I. M. (2018). Earnings management IFRS adoption in Brazilian and British companies. *International Journal of Disclosure and Governance*, 15(1), 13-28, 2018. <https://doi.org/10.1057/s41310-018-0032-4>
- Kumar, S., Colombage, S., & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: a review and future directions. *International Journal of Managerial Finance*, 13(2), 106-132. <https://doi.org/10.1108/IJMF-09-2014-0135>
- Matemilola, B. T., Bany-Ariffin, A. N., Azman-Saini, W. N. W., & Nassir, A. M. (2018). Does top managers' experience affect firms' capital structure? *Research in International Business and Finance*, 45(1), 488-498. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.184>
- Miles, R. E., & Snow, C. C. (1978). *Organizational strategy, structure, and process*. New York: McGraw-Hill.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Pletsch, C. S., Dal Magro, C. B., Silva, A., & Lavarda, C. E. F. (2015). Estratégias competitivas e desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 9(25), 16-30. <http://dx.doi.org/10.11606/rco.v9i25.82709>
- Rajagopalan, N. (1997). Strategic orientations, incentive plan adoptions, and firm performance: Evidence from electric utility firms. *Strategic Management Journal*, 18(10), 761-785. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199711\)18:10<761::AID-SMJ906>3.0.CO;2-2](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199711)18:10<761::AID-SMJ906>3.0.CO;2-2)
- Ramli, N. A., Latan, H., & Solovida, G. T. (2019). Determinants of capital structure and firm financial performance—A PLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71(1), 148-160. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.07.001>
- Rosenbaum, P. R., & Rubin, D. B. (1983). The central role of the propensity score in observational studies for causal effects. *Biometrika*, 70(1), 41-55. <https://doi.org/10.1093/biomet/70.1.41>
- Saif-Alyousfi, A. Y., Md-Rus, R., Taufil-Mohd, K. N., Taib, H. M., & Shahar, H. K. (2020). Determinants of capital structure: evidence from Malaysian firms. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 12(3/4), 283-326. <https://doi.org/10.1108/APJBA-09-2019-0202>
- Wald, J. K. (1999). How firm characteristics affect capital structure: an international comparison. *Journal of Financial Research*, 22(2), 161-187. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1999.tb00721.x>
- Zhang, R. (2020) Business strategy, stock price informativeness, and analyst coverage efficiency. *Review of Financial Economics*, 1-24(1). <https://doi.org/10.1002/rfe.1101>