

Título: Estudo das decisões de financiamento em empresa do setor elétrico brasileiro na abordagem de sistemas sociais de Luhmann

Autores: Johan Hendrik Poker Junior, UNICAMP
Karen Priscilla da Cunha Gavioli, UPM

Resumo

Este artigo analisou as decisões de financiamento de uma grande empresa de capital aberto do setor elétrico nacional, a Elektro Eletricidade e Serviços S. A., respondendo a questões relacionadas à forma como as teorias financeiras, informações de mercado, políticas dos agentes externos, estrutura corporativa, cultura organizacional e as rotinas cognitivas interagem na organização para que se chegue a uma decisão. Para tanto, empregou-se a metodologia de estudo de caso, por meio de uma entrevista semiestruturada, sustentada por uma pesquisa de dados secundários complementares prévia, e posteriormente, analisada com uma abordagem adaptada da proposta desenvolvida por Seidl & Becker (2006) onde a organização pode ser vista como um sistema social Luhmanniano.

Decorrente desta análise, identificou-se formas diferenciadas de influência dos fatores acima relacionados no processo decisório de financiamento, classificados em premissas decisórias em conformidade com o modelo seguido. Foi possível encontrar elementos que evidenciam a presença simultânea das teorias de *trade-off* e *pecking order* nas decisões de financiamento da organização, uma particularidade explicada pela natureza regulada do setor da empresa estudada. Assim como os papéis da *signaling framework* e da *agency cost framework* na adoção de políticas decisórias organizacionais.

Palavras-chave: estrutura de capital, processo decisório, sistema social Luhmanniano

Abstract

This article analyzed the financing decisions of a large publicly traded company in the electricity sector, Elektro Electricity and Services SA, answering questions related to how financial theories, market information, policies of external agents, corporate structure, culture organizational and cognitive routines in the organization interact to arrive at a decision. For this, we used the methodology of case study, through a semi-structured interview, supported by a survey of prior supplementary secondary data, and subsequently analyzed with an adapted approach of the proposal developed by Seidl & Becker (2006) where the organization can be seen as a social system Luhmannian.

Resulting from this analysis, we identified different forms of influence of the factors listed above in the decision making process of funding, ranked in decisional premises in accordance with the model followed. Unable to find elements that demonstrate the simultaneous presence of the theories of trade-off and pecking order in the financing decisions of the organization, explained by a peculiarity of the regulated nature of the studied company sector. As the roles of signaling framework and agency cost framework in adopting organizational policy decisions.

Keywords: capital structure, decision making, social system Luhmannian

1. Introdução

As teorias desenvolvidas para orientar e embasar o processo decisório de financiamento em empresas, particularmente as teorias de estrutura de capital, tem como contribuição uma abordagem estruturada do problema pelas organizações. O foco nestas teorias tem sido na identificação de políticas e práticas que traduzem as teorias para a aplicação nas organizações. No entanto, emerge das experiências com a aplicação da teoria, a inquietação quanto ao processo decisório das organizações, no momento em que aplicam as políticas e práticas relacionadas. Pode-se mencionar a crítica, ainda atual, de Barton & Gordon (1988) quanto ao fato de que “... no caso de estrutura de capital, a economia financeira ainda deve prover um consenso a respeito de quais fatores afetam a seleção de uma posição específica de endividamento”.

Questões emergentes nesta visão incluem: (1) a forma pela qual as teorias são incorporadas na decisão das organizações; (2) a maneira pela qual são tomadas as decisões; (3) o conjunto de informações nos quais se baseiam as decisões; e (4) a influência de agentes externos neste processo decisório.

Embora raras nas pesquisas da área de finanças, as abordagens metodológicas qualitativas têm ganho espaço e se mostrado relevantes nos estudos de caso relativos à adoção de novas políticas e práticas e sua integração no processo decisório das organizações, sendo emblemáticos os estudos de governança corporativa. Dada a natureza ampla e de caráter exploratório das questões aqui apresentadas, características dos estudos qualitativos, a abordagem metodológica empregada envolveu o uso de entrevista semiestruturada, com um gestor da área financeira de uma empresa do setor elétrico nacional, a Elektro Eletricidade e Serviços S. A., cujo conteúdo foi analisado pela metodologia de estudo de caso.

Para a interpretação das entrevistas, foi adotada uma visão da organização segundo a teoria de sistemas sociais de Luhmann, conforme proposto no artigo de Seidl & Becker (2006), com o propósito de abarcar toda a influência das teorias de estrutura de capital sobre a tomada de decisão da organização.

Foram analisadas a presença dos elementos indicativos da teoria de estrutura de capital nas decisões realizadas pela organização, particularmente os indícios da *trade-off hypothesis*, *agency cost framework*, *signaling framework* e *pecking order hypothesis*.

Este trabalho contribui para: (1) a aplicação de uma análise da incorporação das teorias de estrutura de capital no processo de decisão de financiamento de uma organização de capital aberto do setor elétrico brasileiro, a Elektro Eletricidade e Serviços S. A.; (2) trazendo uma proposta de estrutura para futuros estudos onde se considere o impacto das teorias financeiras sobre o processo decisório das organizações através da visão de sistema social de Luhmann; (3) a teoria de processo decisório, ao aplicar empiricamente a proposta de Seidl e Becker (2006) de analisar a organização como um sistema social Luhmanniano, no qual a decisão passa a ser o cerne dos estudos organizacionais.

2. Estrutura de capital no Brasil

No mercado brasileiro pode-se observar dificuldades e riscos nos processos que envolvem a captação de recursos financeiros a longo prazo. Por esta razão, as políticas de controle e informacionais ensejadas pelos planos estratégicos proporcionam um alinhamento das atividades da área financeira com os objetivos, valores e missão da organização e investidores (SCHNORRENBURGER & PROCIANOY, 2004).

O estudo da estrutura de capital tem se desenvolvido partindo da fundamentação desenvolvida no trabalho de Modigliani & Miller (1958). Ao incorporar as premissas do modelo original, foi-se desenvolvendo a teoria que tem sido denominada *trade-off hypothesis*.

Em síntese, a organização deve contrapor os ganhos e os riscos potenciais (*trade-off*) do endividamento, buscando um valor no índice que maximize o retorno dos acionistas e não aumente o risco do negócio.

No entanto, entre as premissas do modelo original, um item se destaca como um dificultador da abordagem pelo *trade-off*. Esta abordagem não leva em conta os custos de agência decorrentes da assimetria informacional e de intenções entre os agentes participantes do processo. Desta limitação, surge a proposição desenvolvida por Jensen & Meckling (1976) e denominada *agency cost framework*. Tal contextualização contribui para o desenvolvimento de políticas de controles internos nas organizações, buscando alinhar os comportamentos organizacionais aos interesses dos investidores.

Outra contribuição significativa veio do trabalho de Ross (1977) que expôs através da *signaling framework* a dificuldade de transmitir de maneira clara aos agentes externos as razões que levaram a organização a determinadas decisões, e, conseqüentemente, o risco dos investidores e financiadores a cometerem falácias interpretativas baseadas na insuficiência de informações.

Como sequência desta trajetória, outra importante colaboração foi o estudo sobre *pecking order hypothesis*. Myers & Majluf (1984) propuseram, nesta teoria, que as organizações podem fazer uma hierarquia do financiamentos com menor custo decorrente de sinalização e de assimetria de informações. Desta maneira, quanto maior o lucro da empresa, menos ela se endivida ao reservar caixa para futuras operações, evitando a necessidade de recorrer a empréstimos ou a emissão de valores mobiliários.

No Brasil, diversos estudos encontraram correlações negativas entre rentabilidade e endividamento, a exemplo de Tedeschi (1997), Gomes & Leal (2001), Schnorrenberger & Procianny (2004), Terra (2002) e Bastos & Nakamura (2009). Também no estudo elaborado por Matsuo, *et al.* (2006), observou-se a relação entre gestores (*insiders*) e investidores (*outsiders*) e seu impacto na estrutura de capital, encontrando evidências dos custos de agência decorrentes da assimetria de informação. Neste caso, dando alento à teoria da *pecking order*, a organização, ao maximizar o valor da empresa, deve considerar os efeitos de sinalização ao mercado e de assimetria de informação, agindo de acordo com um modelo dinâmico de decisão.

3. Processo decisório e a proposta de Sistema Social Luhmanniana

Os estudos de processos decisórios são um aspecto importante do desenvolvimento das teorias organizacionais. Autores clássicos como March & Simon (1958) e Simon (1965) entre outros contribuíram para os estudos de processos decisórios. Nestes estudos, a abordagem relaciona o indivíduo como o ator fundamental do processo decisório.

Um desenvolvimento significativo da teoria deu-se no campo de estudos da estratégia corporativa, com autores como Mintzberg (1976) e Nutt (1984, 1992 e 1998) que desenvolveram teorias do processo decisório estratégico, no qual a decisão foi considerada estratégica por ser, na síntese de Corbacho & Bataglia (2008): “importante em termos das ações tomadas, dos recursos comprometidos ou dos precedentes estabelecidos e pelo seu processo decisório ser não estruturado, ou seja, é novo, incerto, não ocorreu anteriormente e para ele não existe um conjunto explícito e predeterminado de respostas ordenadas na organização”.

A definição de processo decisório estratégico, conforme estabelecida na teoria de gestão estratégica, não cabe de maneira adequada às decisões de financiamento, pois estas, embora importantes quanto às ações tomadas, recursos comprometidos e mesmo precedentes estabelecidos, podem ser consideradas decisões estruturadas, apesar de incertas e complexas, graças à existência das teorias financeiras para suportá-las.

Além desta característica das decisões de financiamento, ao abordar o processo decisório como um processo de aplicação de raciocínio individual sobre uma ação a ser tomada, a teoria de processo decisório presente na teoria organizacional e na teoria de estratégia corporativa, reduz a organização a seus indivíduos. Pode-se, no entanto, argumentar que existem elementos no processo decisório de financiamento que vão além desta dimensão individual, como os procedimentos e políticas internas (programas), as experiências anteriores da organização, as teorias financeiras que lhe fornece a sustentação e a cultura da organização; sem ignorar a influência da rotina cognitiva dos envolvidos no processo decisório.

Como alternativa para incorporar esta realidade, pode-se analisar as organizações como um Sistema Social Luhmanniano, conforme sugestão de Seidl & Becker (2006). Quando endereçadas por uma abordagem de sistemas sociais conforme a teoria de Luhmann, as organizações podem ser vistas como:

“(1) processos que existem por constantemente construir-se e reconstruir-se por meio do uso de distinções indicadoras do que é parte de seu domínio e o que não é; (2) processos organizacionais pertencentes a uma esfera social *sui generis* possuindo uma lógica própria, que não pode ser identificada como pertencente a atores ou sujeitos humanos ; (3) um tipo especial de processo social caracterizado por um tipo específico de distinção: a decisão, o que revela o que é especificamente organizacional a respeito das empresas como fenômenos sociais” (SEIDL & BECKER, 2006).

Ao definir organizações como sistemas sociais, Seidl & Becker (2006) consideram o trabalho da última fase de Luhmann, onde este trabalhou primariamente com a teoria da distinção (*re-entry*) de George Spencer Brown e a teoria de sistema autopoiético. Esta visão da organização como sistema social Luhmanniano, permite agora perceber a empresa como um sistema complexo, mas cuja essência é a decisão, sem as reduções ao indivíduo propostas pela teoria de processo decisório ou a redução à visão exclusiva da organização, como as teorias financeiras fundamentadas na teoria econômica tradicional.

A teoria sociológica da organização como proposta por Luhmann transforma a decisão não em um processo mental (e portanto individual), mas em um processo comunicativo. Sem excluir a possibilidade, no entanto, de que operações mentais dos indivíduos assumam forma similar. A decisão, em Luhmann, toma a forma de **decisão comunicativa**, que irá conter, em si, tanto a decisão tomada, quanto as alternativas. Como tais, decisões comunicativas são paradoxais por conter em si as alternativas que permitem sua refutação (SEIDL & BECKER, 2006).

Para serem bem sucedidas, as decisões comunicativas devem vir acompanhadas de provisões comunicativas (chamadas por Luhmann de “deparadoxações”), cuja função será constituir as **premissas decisórias** (SEIDL & BECKER, 2006). As premissas decisórias fazem o papel de **absorções de incerteza**, como definidas originalmente por March & Simon (1958):

“Absorções de incerteza ocorrem quando inferências são desenvolvidas de um conjunto de evidências, e são as inferências, no lugar das evidências, que são comunicadas”.

Para o propósito específico das decisões de financiamento, as interpretações das teorias e as decisões prévias da organização são de um tipo específico de premissa decisória denominada **programa**, correspondendo a premissas decisórias que definem critérios para tomada de decisão correta na organização, por estarem embasados em evidências e por terem alcançado resultados desejados em situações prévias. Podem ser do tipo **condicionais**: “se-então”, onde a formulação é “se for este o caso, então faça isso”, ou então podem ser do tipo **meta**, como “aumentar o valor de mercado da empresa”.

Outras premissas decisórias incluem: **recrutamento e alocação de pessoal**, correspondendo aos critérios de constituição da equipe gerencial da organização e atribuição de suas responsabilidades; **canais de comunicação** correspondendo ao critério de incorporação de premissas decisórias (organização da organização), como estruturas hierárquica e/ou matricial adotadas na organização e a política de delegação de poder adotada.

E um grupo especial, de premissas que a organização tem como resultado colateral de decisões tomadas, denominadas na teoria de **premissas decisórias não-decididas** por não serem formalmente incorporadas nas premissas. Estas premissas são compostas da **cultura organizacional**, referindo-se a forma como a organização lida com seus próprios processos de tomada de decisão e as **rotinas cognitivas**, que correspondem a forma como o ambiente está sendo conceitualizado pela organização para e por seus participantes (SEIDL & BECKER, 2006).

Para a teoria de sistemas sociais de Luhmann, as decisões não são tomadas por “tomadores de decisão”, mas são consequências de decisões prévias que compuseram as premissas decisórias, incluindo entre estas premissas as características do decisor, que fizeram parte de um processo decisório anterior da organização. Nesta abordagem, o “tomador de decisão” é uma ficção da organização para atribuir motivos para a decisão, por exemplo, as considerações sobre racionalidade embasadas em motivações de ordem organizacional ou de carreira pessoal, e que acabam por refletir, em última instância, as premissas decisórias da organização (SEIDL & BECKER, 2006).

Ao analisar a organização empregando a teoria de sistemas sociais de Luhmann o efeito esperado é que os conteúdos emergentes do estudo não sejam restringidos pelas reduções decorrentes da abordagem no indivíduo ou na organização.

4. Necessidades de financiamento no setor elétrico brasileiro

Desde 1995, com a reestruturação do setor elétrico brasileiro, tem-se debatido a importância de assegurar a geração de energia elétrica como forma de assegurar a consolidação do crescimento econômico nacional. Debate este que apenas se intensificou na crise energética de 2001 e as suas consequências, como o programa de racionamento.

Com o estabelecimento do novo marco regulatório de 2004, as medidas de controle desenvolvidas para trazer funcionalidade ao sistema elétrico trouxeram também a necessidade de redução dos riscos e incertezas decorrentes da atividade, uma vez que o setor é caracterizado por alta complexidade, elevados investimentos, longos prazos de maturação e necessidades de financiamento de grande magnitude (OLIVEIRA & BEYS, 2010).

No Brasil, segundo Alves *et al.* (2006), o consumo de energia elétrica tem crescido consideravelmente – superior ao PIB (Produto Interno Bruto) – e para atender a essa demanda é preciso estar continuamente investindo em novos projetos. Os projetos de investimento para o setor de energia elétrica têm custo alto, assim as empresas deste setor necessitam de um grande volume de investimentos a custos acessíveis e de longo prazo para que tenha retornos aceitáveis.

Dado este contexto, o estudo das decisões de financiamento no setor elétrico brasileiro é de fundamental importância, tanto para auxiliar na sobrevivência e desempenho das organizações quanto para o desenvolvimento econômico nacional.

5. Procedimentos metodológicos

A metodologia utilizada neste artigo foi de caráter descritivo exploratório, partindo dos dados coletados viabilizando a descrição do fenômeno social estudado. Segundo Richardson (2009), a abordagem qualitativa é uma forma adequada para entender a natureza

de um fenômeno social como o processo decisório, pois na pesquisa qualitativa há uma relação muito forte entre o pesquisador e o informante, assim possibilitando que informações mais detalhadas do fenômeno estudado sejam reveladas. De acordo com Godoy (1995), a pesquisa qualitativa tem o ambiente social como fonte direta de dados e o pesquisador como instrumento fundamental.

Este tipo de pesquisa se propõe a compreender o mundo do entrevistado, e as elaborações utilizadas por ele para fundamentar suas opiniões e crenças (SILVA ET AL., 2010).

Para Merriam (1988), o estudo de caso qualitativo destaca-se no caráter particularista, heurístico e indutivo, possibilitando uma descrição de um fenômeno bem delimitado. Ao empregá-lo, espera-se alcançar um método de olhar a realidade social (GOODE & HATT, 1968).

A pesquisa foi desenvolvida e aplicada no intuito de identificar: (1) a forma pela qual as teorias são incorporadas na decisão da organização; (2) a maneira pela qual são tomadas as decisões de financiamento; (3) o conjunto de informações nos quais se baseiam para tomar a decisão; e, (4) a influência de agentes externos neste processo decisório.

A coleta de dados foi feita por meio de uma única entrevista com questionário aberto e semiestruturado, com o objetivo principal compreender os significados atribuídos nas questões e também nas situações relativas. A partir dos dados coletados, foi possível propor um modelo do processo decisório da organização, no qual foram identificados os contextos de diferentes momentos em que a empresa sofreu alteração de sua estrutura de capital.

Quanto à parte exploratória da pesquisa, Silva, *et al.* (2010) a caracteriza por envolver uma proximidade quase analógica com a indução, e com a contextualização na organização, ou seja, exige um maior número de informações a serem coletados de forma que reduza a interpretação subjetiva.

Devido a essa necessidade, o trabalho de coletar os dados compõe primeiramente uma pesquisa aprofundada em artigos e notícias sobre a empresa estudada. Nessa etapa do processo de pesquisa, desenvolveu-se um referencial através do qual foi possível compreender o discurso do gestor entrevistado. Foram levantadas informações referentes a estrutura societária da organização, seu papel no ambiente setorial e os principais acontecimentos sobre a empresa durante o período analisado (2005 a 2010). Esta estrutura de dados compôs o ambiente no qual a organização decidiu entre suas alternativas de financiamento.

As informações obtidas por este primeiro exame de dados secundários foram a base para preparação do questionário semiestruturado empregado na entrevista com o gestor entrevistado e que foram, em seguida, analisados.

Esta pesquisa observou a organização como um sistema social Luhmanniano, ao empregar na análise das entrevistas a classificação do discurso dentro de categorias englobando as diferentes premissas decisórias propostas no artigo de Seidl & Becker (2006).

6. Análise dos resultados

Foram coletados, como dados para a elaboração da pesquisa, informações contábeis e de mercado da empresa analisada, Elektro Eletricidade e Serviços S. A., estas informações incluem seu desempenho econômico-financeiro, a evolução de seu endividamento, a composição do seu endividamento e, finalmente, os principais eventos que poderiam indicar alteração da estrutura de capital, conforme segue nas Tabelas 1, 2 e 3, respectivamente.

Tabela 1: Desempenho econômico-financeiro da Elektro Eletricidade e Serviços S. A.

Balanco anual referente a	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Moeda (Milhões de Reais)	R\$ M	R\$ M	R\$ M	R\$ M	R\$ M	R\$ M
Receita Bruta	2.201,2	2.277,0	2.256,1	2.512,5	3.120,3	3.368,9
Crescimento relativo ao ano anterior	13,4%	3,4%	(0,9%)	11,4%	24,2%	8,0%
Lucro Bruto	813,3	911,2	835,8	777,3	1.011,7	909,4
Margem %	36,9%	40,0%	37,0%	30,9%	32,4%	27,0%
EBITDA	756,4	877,0	823,2	754,4	871,6	948,1
Margem %	34,4%	38,5%	36,5%	30,0%	27,9%	28,1%
EBIT	643,6	757,8	702,0	630,1	737,9	802,4
Margem %	29,2%	33,3%	31,1%	25,1%	23,6%	23,8%
Receita Líquida	658,3	501,7	466,9	391,8	567,7	450,4
Margem %	29,9%	22,0%	20,7%	15,6%	18,2%	13,4%
Lucro por Ação	3,398	2,589	2,409	2,022	2,783	2,208
Crescimento relativo ao ano anterior	41,7%	(23,8%)	(6,9%)	(16,1%)	37,7%	(20,7%)

Fonte: Capital IQ

Tabela 2: Estrutura de capital e composição da dívida da Elektro Eletricidade e Serviços S. A.

Balanco anual referente a	2005		2006		2007		2008		2009		2010	
Moeda (Milhões de Reais)	R\$ M	% do Total	R\$ M	% do Total	R\$ M	% do Total	R\$ M	% do Total	R\$ M	% do Total	R\$ M	% do Total
Endividamento Total	918,1	47,0%	919,0	46,4%	760,6	41,3%	906,1	45,1%	1.108,9	45,4%	1.095,5	44,5%
Patrimônio Líquido	1.035,1	53,0%	1.060,2	53,6%	1.082,4	58,7%	1.103,0	54,9%	1.333,9	54,6%	1.368,1	55,5%
Capital Total	1.953,2	100,0%	1.979,2	100,0%	1.843,1	100,0%	2.009,2	100,0%	2.442,8	100,0%	2.463,5	100,0%
Empréstimos Bancários	128,6	14,0%	121,1	13,2%	225,3	29,6%	307,3	33,9%	413,8	37,3%	555,9	50,7%
Notas e Debêntures	789,5	86,0%	797,9	86,8%	522,1	68,6%	572,4	63,2%	670,6	60,5%	521,4	47,6%
Leasing de Capital	-	-	-	-	13,2	1,7%	30,0	3,3%	24,5	2,2%	16,7	1,5%
Endividamento Total	918,1	100,0%	919,0	100,0%	760,6	100,0%	909,7	100,4%	1.108,9	100,0%	1.094,0	99,9%

Fonte: Capital IQ

Tabela 3: Principais eventos com possível impacto na estrutura de capital da Elektro Eletricidade e Serviços S. A. entre os anos de 2005 a 2010

Data	Evento
04/08/10	Emissão de debêntures no valor de R\$180M
21/12/09	Dividendos extraordinários (R\$ 0,364)
05/01/09	Dividendos extraordinários (R\$ 0,365)
05/06/08	Investimento de R\$ 8,4 M
05/05/08	Split de ações 1:2000
02/01/08	Dividendos extraordinários (R\$ 0,015)
03/12/07	Dividendos extraordinários (R\$ 0,167)
17/04/07	Investimento de R\$ 6,0 M
27/12/06	Investimento de R\$ 5,7 M
07/12/06	Investimento de R\$ 30 M
17/10/06	Empréstimo de R\$ 161 M do BNDES estendido
16/08/06	Investimento de R\$ 45 M
19/05/06	Plano de investimento de R\$ 220 M
20/03/06	Plano de investimento de R\$ 220 M
21/07/05	Empréstimo de R\$ 100 M do BNDES

Fonte: Capital IQ

Após a análise dos dados secundários, foi elaborado um roteiro de entrevista semiestruturado, no qual podem ser destacados grupos de questões relativas a: (a) relação com o controlador da Elektro Eletricidade e Serviços S. A. no período analisado, a empresa espanhola de energia Iberdrola S. A. e com seu principal agente financeiro, BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento) ; (b) os processos decisórios de financiamento em eventos significativos para a empresa, tanto os listados na Tabela 3 quanto os percebidos como relevantes pelo entrevistado; (c) procedimentos, práticas e relações hierárquicas; (d) cultura organizacional; (e) processo sucessório e estrutura gerencial; (f) metas e planejamento estratégico para a área financeira; (g) fatores influenciadores da composição da dívida da empresa.

As respostas à entrevista foram então classificadas em frases, preservando seu contexto e tendo registradas as interjeições de emoções, incertezas e demais sentimentos nelas percebidos, e estas foram agrupadas e categorizadas em uma estrutura representativa da proposta de sistema social de Luhmann como proposta por Seidl & Becker (2006) para uso em organizações. Na Figura 1, podemos observar a proposição de análise e o registro da frequência de frases cujo significado indicou relação com as categorias estruturadas.

Foi realizada uma etapa de pré-análise, considerando a materialidade linguística da entrevista, onde se considerou as condições empíricas do texto, para decodificar os indicadores mais importantes presentes, e que estão ligados ao sistema social de decisão, como por exemplo: as diferentes situações, palavras, verbos e intenções. Estes indicadores auxiliaram na classificação das frases que então foram agrupadas e totalizadas por sua frequência.

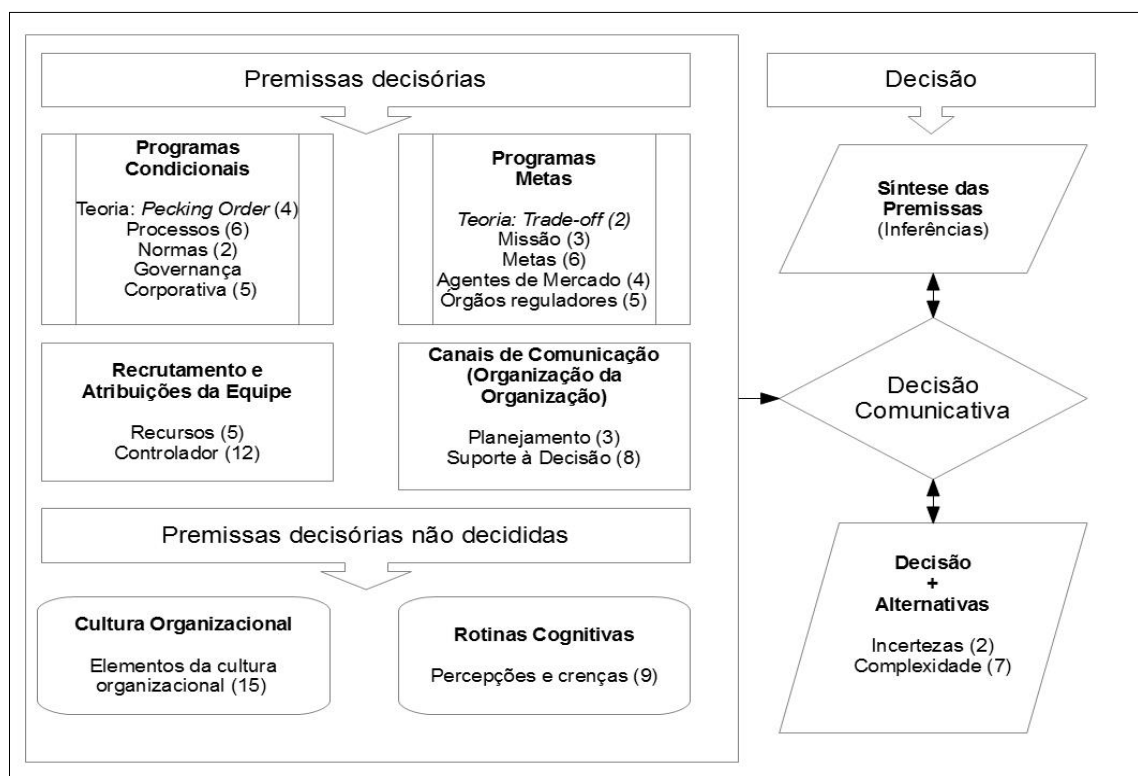


Figura 1: Ilustração das decisões de financiamento como decisões comunicativas

Fonte: elaboração dos autores

Conceitualmente, as premissas decisórias atuam absorvendo as incertezas do processo decisório, sem, no entanto, eliminar todas as incertezas presentes nas atividades de financiamento empresarial, como indicado na Figura 1 nos componentes da Decisão Comunicativa, algumas incertezas permanecem. Adicionalmente, foi identificado menções frequentes à complexidade do processo de financiamento, como podemos observar na entrevista: “Nós compartilhamos com a Iberdrola S. A. somente decisões de alto valor, acima do determinado, ou quando o projeto é de iniciativa da Elektro Eletricidade e Serviços S. A”, “Quando um projeto é aprovado, passa pela gerência executiva, na qual tem uma célula avaliam quais as instituições financeiras possuem menor custo” e também “Em momentos que as decisões estão fora do planejamento fica por responsabilidade da diretoria”. Ambas as ocorrências evidenciam os fenômenos descritos pela *agency cost framework* e pela *signaling framework*.

Pode-se observar na Figura 1 a identificação de elementos que extrapolam as teorias de estrutura de capital presentes na literatura. Em particular, classificados como premissas decisórias não-decididas, encontram-se os elementos do discurso que revelam a influência não-estruturada do meio onde o entrevistado está inserido em seu processo decisório, como diversos elementos da cultura organizacional, elemento que carece de estudos relativos a sua implicação na estrutura de capital, e as percepções e crenças dos indivíduos.

Em relação a cultura organizacional, durante a entrevista foi destacado que a Elektro Eletricidade e Serviços S. A possui “bastante autonomia nas decisões”, uma administração madura, deixando claro todos os processos, na qual gera confiança aos seus investidores. E em relação aos entrevistados, foi possível identificar crenças como por exemplo: “os processos não são burocráticos, e sim bem formalizados para serem documentados”, “O argumento para apresentar ao acionista precisa ser melhor estruturado, caso contrário não é aceito”.

Convém recorrer à definição de premissas decisórias não-decididas nesta interpretação, onde estes fatores são decorrências das decisões prévias tomadas por este ou outros indivíduos na organização e fora desta e que compõem o arcabouço de decisão do indivíduo.

Retomando as proposições do estudo, encontra-se na análise dos elementos classificados e apresentados na Figura 1 argumentos para se afirmar que:

1. As teorias de estrutura de capital (*pecking order* e *trade-off*) são incorporadas de maneira consciente na decisão da organização, como programas. Embora as teorias sejam mutuamente excludentes, ambas são mencionadas diretamente na entrevista, enquanto que características de ambas ficam implícitas em processos, metas, normas e regulações. Tal fenômeno se justifica pelo conflito entre as premissas decisórias de origens diferenciadas, neste caso, o controlador, querendo maximizar seu retorno dentro dos parâmetros de risco a que se dispõe, e a agência reguladora do setor ANEEL (Agência Nacional de Energia Elétrica), cujas metas para as operadoras do sistema incluem um teto de endividamento arbitrário de no máximo 50% do Capital Total. A importância das teorias no processo decisório no discurso estudado é significativa, o que caracteriza o processo decisório de estrutura de capital como um processo estruturado, cuja decisão tem profundas consequências no desempenho da empresa, fazendo com que incerteza e complexidade sejam reduzidas, embora não eliminadas pela estruturação da decisão, como se pode observar na Figura 1;
2. As decisões de financiamento são tomadas de forma estruturada, baseando-se na experiência prévia e fundamentando-se em teorias financeiras e regras de mercado e regulações, que correspondem a programas (condicionais e metas). Como condições nos procedimentos e meta, a Elektro Eletricidade e Serviços S. A procura estar a baixo do nível máximo da ANEL, mantendo sempre um nível saudável, além disso as dívidas tem limites com restrições como por exemplo a dívida líquida sobre o EBIDA não pode ser maior que 2,5, e no caso se ocorrer é preciso pedir anuência ao credor. Embora haja influência de rotinas cognitivas e, principalmente, da cultura organizacional, estas últimas, denominadas premissas decisórias não-decididas, podem ser vistas tanto como evidências da *agency cost framework* como evidências de possíveis vieses cognitivos atuando na decisão de endividamento, dando alento a estudos de finanças comportamentais e influência cultural nesta área;
3. As informações em que as decisões são baseadas incluem todas as variedades de premissas decisórias e não-decisórias, sendo que a frequência maior de colocações da entrevista indica preponderância de premissas decisórias, particularmente programas, tanto de metas, quanto de condições. Entre as premissas não-decisórias destaca-se em frequência de menções a cultura organizacional, um

elemento que expõe a presença de políticas não formalizadas e colaterais às premissas decisórias da organização e que pode ser um fator de influência nas decisões financeiras. A exemplo, são iniciativas da própria Elektro Eletricidade e Serviços S. A. nos projetos de captação de recursos, e que muitas vezes só encaminham a decisão para o acionista a fim de formalizar o processo. Contudo de acordo com a visão do entrevistado, são medidas necessárias para que o procedimento se continue estável;

4. As decisões de financiamento são tomadas com a participação direta e indireta de diversos agentes da organização e externos. As participações diretas incluem tanto as metas e condições, enquanto as indiretas envolvem a descrição de atribuições e seleção da equipe e o suporte às decisões. Entre as metas existem metas contraditórias como as estabelecidas pelas agências reguladoras e as metas de resultado financeiro, que fazem da decisão de financiamento para o setor elétrico em geral, e especificamente para a Elektro Eletricidade e Serviços S. A. uma atividade complexa e não trivial. Os órgãos também impõe metas ao setor elétrico, e todo o planejamento financeiro precisa estar adequado a essas metas, foi possível observar essa questão no caso da venda das ações para a controladora Iberdrola S. A., o BNDES não aprovou a troca devido as regras de não financiar troca de controlador, então foi necessário que a Elektro Eletricidade e Serviços S. A. pagasse toda a dívida no BNDES para concluir a sua venda.

7. Considerações finais

Ao analisar a organização como um sistema social Luhmanniano e estruturá-lo de acordo com o modelo proposto na Figura 1, foi possível encontrar entre as premissas decisórias o embasamento teórico decorrente das teorias de estrutura de capital, tanto na forma de metas quanto na forma de condições, sendo que as afirmativas relativas a metas recorriam a argumentação alinhada a teoria do *trade-off*, enquanto que as condições estabelecidas para os financiamentos atribuíram às decisões premissas da teoria do *pecking order*.

Além das políticas e práticas reconhecidas nas teorias de estrutura de capital, foram identificadas outras **metas** influenciadoras da decisão de financiamento: objetivos organizacionais, metas organizacionais, referências tomadas dos agentes de mercado e metas determinadas pelos órgãos reguladores. Ressalvando-se as particularidades do setor elétrico presentes nas metas determinadas pelos órgãos reguladores, as demais metas indicam que para a empresa estudada, o alinhamento das práticas de política de capital com o planejamento estratégico é intenso.

Já nas **condições** observadas no estudo de caso, foram identificadas premissas da decisão como processos, normas e políticas de governança corporativa que afetam o processo decisório de financiamento, grande parte destes processos demonstrando a preocupação dos gestores em mitigar os custos de agência ao tornar formais, conhecidos e uniformes os procedimentos de adoção das diferentes formas de financiamento.

Por sua vez, identificou-se em diversos momentos a importância da **atribuição de atividades** na equipe responsável pelas decisões de financiamento, a distribuição das tarefas foi descrita como seguindo critérios de competência técnica, hierarquia e mecanismos de validação dos processos de identificação de fontes de financiamento, necessidade e tempo, todos aprovados em última instância pela controladora. A descrição clara de responsabilidades e atribuições de acordo com nível hierárquico e técnico tem como propósito a minimização dos custos de agência e da sinalização a mercado que estão presentes no

mecanismo de monitoração das atividades dos gestores responsáveis pela decisão de financiamento.

Ao analisar-se os elementos presentes nos **canais de comunicação**, componente no modelo responsável pela revisão do que deve ou não estar presente nas premissas decisórias, identificou-se ao menos duas maneiras de revisão das premissas: por revisões do planejamento estratégico da organização, mas também por mecanismos de suporte a decisão, ou seja, as premissas decisórias são implementadas por meio de referência a especialistas (de mercado e da academia), sistemas eletrônicos, treinamentos e artigos científicos e técnicos.

No estudo realizado, identificou-se elementos do que é classificado na concepção de sistema social Luhmanniano de **premissas decisórias não-decididas**, dentre os elementos desta categoria que estavam presentes na entrevista analisada estavam a cultura organizacional e a rotinas cognitivas, que, alinhadas a definição da categoria, apesar de não terem sido formalmente introduzidas no processo decisório, estavam presentes entre as premissas da decisão com potencial para modificar as decisões realizadas. Assim, pode-se observar que apesar da teoria financeira ter um papel estruturador da decisão, esta não está sozinha nos fatores ponderados ao se decidir, levando a necessidade de se estudar com maior profundidade os papéis da cultura organizacional e dos valores e crenças individuais na decisão de estrutura de capital.

Indícios da existência de políticas consistentes foram obtidos, na organização estudada, destacando-se a adoção em vários momentos de elementos da *pecking order hypothesis* e da *trade-off hypothesis*, inseridas nas premissas decisórias de financiamento da organização estudada. A identificação da influência de ambas as teorias no processo decisório somente foi possível ao abordar a situação empregando a proposta de Seidl & Becker (2006) adaptada.

Com a pesquisa, pôde-se compreender a forma como teorias financeiras, informações de mercado, políticas dos agentes externos, estrutura corporativa, cultura organizacional e as rotinas cognitivas interagem de maneira complexa e dinâmica no processo de decisão de financiamento de uma grande empresa de capital aberto. Tal compreensão traz elementos que poderão ser aplicados a novos estudos, com a perspectiva de obter de elementos antes não privilegiados pela teoria, porém presentes na dinâmica decisória das organizações, podendo ser o embrião de um modelo sistêmico para estudos de estrutura de capital.

Referências

- ALVES, D. L.; RIBEIRO, K. C. S.; MANTESE, F. A. O. *Governança corporativa e o desempenho das ações de empresas do setor elétrico*. UFB, 2006.
- BARTON, S. L.; GORDON, P. J. *Corporate Strategy: Useful Perspective for the Study of Capital Structure?* The Academy of Management Review, Vol. 12, No. 1 (Jan., 1987), pp. 67-75.
- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T. *Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006*. Revista Contabilidade & Finanças - USP, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 75-94, maio/ago. 2009.
- CORBACHO, VALMIR; BATAGLIA, W. *O processo decisório em redes de parcerias colaborativas na indústria farmacêutica do estado de São Paulo*. Anais do ENANPAD, 2009.
- GOMES, G.L.; LEAL, R.P.C. *Determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsas de valores*. In: LEAL, Ricardo P.C. et al. Finanças Corporativas. Coleção Coppead de Administração. São Paulo: Atlas, 2000.
- GODOY, Arilda S. *Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades*. São Paulo: RAE, v.35, n.2, pp. 57-63, 1995.

- JENSEN, M.; MECKLING, W. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. New York, Journal of Financial Economics, v.3, pp. 305-360, 1976.
- MARCH, J. G.; SIMON, H. A. *Organizations*. New York, NY: John Wiley, 1958.
- MATSUO, A. K., ROCHMAN, R. R., EID JÚNIOR, W. *Estrutura de capital no Brasil: uma revisão dos estudos de 1998 até 2005*. São Paulo: EAESP/FGV, 2006.
- MERRIAN, S. B.; *Case study research in education. A qualitative approach*. San Francisco (CA): Jossey-Bass, 1988.
- MINTZBERG, H. *Planning on the left side and managing on the right*. Harvard Business Review, July/August, p. 49-58, 1976.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, H. M. *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. Nashville: American Economic Review, 48, pp. 261-297, 1958.
- MYERS, S., MAJLUF, N. *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not Have*. San Francisco: Journal of Financial Economics, v. 13, n. 2, jul., 1984.
- NUTT, P. C. *Types of Organizational Decision Processes*. Administrative Science Quarterly, 29, p. 414-450, 1984.
- NUTT, P.C. *Formulation Tactics and the Success of Organizational Decision Making*. Decision Sciences, vol. 23, 519-540, 1992.
- NUTT, P.C. *How Decision Makers Evaluate Alternatives and the Influence of Complexity*. Management Science, vol. 44, no. 8, 1148-1166, Agosto, 1998.
- OLIVEIRA, L. R.; BEYS, F. N. *Análise das práticas de governança corporativa em empresas do setor de energia elétrico brasileiro*. Anais do ENANPAD, 2010.
- RICHARDSON, R. J. *Pesquisa Social*. São Paulo: Atlas, pp. 79-102, 3.ed., 10. reimpr, 2009.
- ROSS, Stephen A. *The determination of financial structure: the incentive-signaling approach*. CA, Santa Monica, Bell Journal of Economics, v.8, n.1, pp. 23-40, 1977.
- SCHNORRENBERGER, A., PROCIANOY, J. L. *A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras*. Rio de Janeiro: Revista Brasileira de Economia v. 58, n. 1, 2004.
- SEIDL, D., BECKER K. *Organisations as distinction generating and processing systems: The contribution of Niklas Luhmann to organisation studies?*. Organization 13: 9–35.
- SILVA, A. B.; GODOI, C. K.; MELLO, R. B. *Pesquisa qualitativa em estudos organizacionais: paradigmas, estratégias e métodos*. São Paulo: Saraiva, 2.ed., 2010.
- SIMON, Herbert A. *Comportamento Administrativo: Estudo dos Processos Decisórios nas organizações administrativas*. Rio de Janeiro: Aliança para o Progresso, 1965.
- TEDESCHI, P. *Estrutura de Capital: Uma Investigação sobre seus Determinantes no Brasil*. São Paulo, 1997. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas.
- TERRA, Paulo R. S. *An Empirical Investigation on the Determinants of Capital Structure In Latin America*. Anais do ENANPAD, 2002.