



Universidade de Brasília

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas

Departamento de Administração

FELIPE HENRIQUE ALVES DE CARVALHO

**DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS
EMPRESAS LISTADAS NA B³ NOS PERÍODOS PRÉ,
DURANTE E PÓS CRISE DE 2014**

Brasília – DF

2018

FELIPE HENRIQUE ALVES DE CARVALHO

**DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS
EMPRESAS LISTADAS NA B³ NOS PERÍODOS PRÉ,
DURANTE E PÓS CRISE DE 2014**

Monografia apresentada ao Departamento de Administração como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Administração.

Professor Orientador: Dr. André Luiz Marques Serrano

Brasília – DF

2018

Carvalho, Felipe Henrique Alves.

DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS LISTADAS NA B³ NOS PERÍODOS PRÉ, DURANTE E PÓS CRISE DE 2014 / Felipe Henrique Alves de Carvalho. – Brasília, 2018.

36 f. : il.

Monografia (bacharelado) – Universidade de Brasília, Departamento de Administração, 2018.

Orientador: Prof. Dr. André Luiz Marques Serrano, Departamento de Administração.

1. estrutura de capital. 2. crise brasileira. 3. endividamento.

FELIPE HENRIQUE ALVES DE CARVALHO

**DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS
EMPRESAS LISTADAS NA B³ NOS PERÍODOS PRÉ,
DURANTE E PÓS CRISE DE 2014**

A Comissão Examinadora, abaixo identificada, aprova o Trabalho de Conclusão do Curso de Administração da Universidade de Brasília do aluno

Felipe Henrique Alves de Carvalho

Dr. André Luiz Marques Serrano
Professor-Orientador

Me. Luiz Medeiros de Araujo Neto
Professor-Examinador

Dr. José Carneiro da Cunha Oliveira
Neto
Professor-Examinador

Brasília, 03 de dezembro de 2018

AGRADECIMENTOS

À minha mãe, Divina, por todo carinho e apoio em todos os momentos da minha vida. Ao meu orientador, Dr. André Luiz Marques Serrano, por toda paciência e atenção durante a elaboração do trabalho.

RESUMO

A crise econômica brasileira de 2014 foi a mais forte desde o término da segunda guerra mundial (OREIRO, 2017). O período foi marcado por fortes intervenções governamentais na economia (BARBOSA FILHO, 2017) e medidas macroeconômicas equivocadas, (PAULA; PIRES, 2017). No período entre 2013 e 2016, o Brasil transformou um superávit primário de 2% do PIB em déficit superior a 3% do PIB. A época foi marcada por incerteza dos investidores em relação ao futuro do país. Este estudo investiga as determinantes da estrutura de capital das empresas listadas na B3 nos períodos pré, durante e pós crise econômica de 2014. As variáveis escolhidas para análise foram: endividamento contábil, rentabilidade, risco do negócio, tamanho da firma, tangibilidade e oportunidade de crescimento. Também foram adicionadas variáveis dummies, representando os setores da economia. Para a análise, utilizou-se dados em painel, considerando os efeitos fixos e efeitos aleatórios. Como resultado, as variáveis rentabilidade e risco se mostraram estatisticamente significantes.

Palavras-chave: estrutura de capital. crise brasileira. endividamento.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	6
1.1	Contextualização.....	6
1.2	Formulação do problema	8
1.3	Objetivo Geral	8
1.4	Objetivos Específicos.....	8
1.5	Justificativa	8
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	9
2.1	Estrutura de capital	9
2.2	Teoria do Trade-off estático e dinâmico.....	10
2.3	Teoria do Pecking order.....	12
2.4	Teoria da Assimetria de informação.....	13
2.5	Teoria da agência	14
2.6	Estudos empíricos anteriores.....	15
2.7	Impactos da crise financeira internacional de 2008	17
2.8	A crise brasileira de 2014.....	18
2.8.1	A política monetária	19
2.8.2	Controle dos preços.....	21
2.8.3	Contas públicas e risco Brasil.....	21
3	MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA	22
3.1	Fonte e coleta de dados.....	22
3.2	Variáveis testadas.....	23
3.3	Tratamento e testes estatísticos	25
4	RESULTADOS E DISCUSSÃO	26
5	CONCLUSÕES	29
	REFERÊNCIAS.....	29

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

A estrutura de capital consiste na forma com que a empresa aloca os recursos provenientes do capital próprio ou de terceiros, seja em um período de curto ou longo prazo (KENNEDY et al., 2015).

O proporção entre capital próprio e capital de terceiros define o nível de alavancagem da firma, quanto maior for este valor, maior será o seu índice de endividamento (GROPPELLI; NIKBAKHT, 2002).

Algumas empresas optam por elevar seu endividamento para obter benefícios fiscais – tendo em vista que despesas com juros são dedutíveis nos impostos – já outras optam por reter grandes quantidades de dinheiro em caixa e decidir o que fazer com ele posteriormente (HANDOO; SHARMA, 2014).

A estrutura de capital não está limitada à existência de capital próprio ou de terceiros, pois existem outros quesitos que devem ser considerados, como por exemplo as especificidades dos contratos, prazos de pagamento, custos de transação, assimetria informacional e características do endividamento (KENNEDY et al., 2015).

Para Severo, Zani e Diehl (2009) a forma com que a empresa estrutura seu mix de dívidas pode ser uma importante ferramenta na busca por uma maior vantagem competitiva. As decisões de financiamento impactam não somente a estratégia interna, mas também a dos concorrentes, bem como nas decisões sobre produção e preços (SEVERO; ZANI; DIEHL, 2009).

O uso da estrutura de capital como ferramenta capaz de aumentar o valor da firma é um dos principais tópicos de pesquisa na literatura financeira (KIMURA; KAYO, 2011; MEDEIROS; MACHADO; JUNIOR, 2010). Desde as conclusões de irrelevância de Modigliani e Miller (1958), diversos estudiosos criaram teorias para identificar o ponto ótimo entre capital próprio e de terceiros.

As principais teorias da estrutura de capital são: teoria do *Trade-off*, *Pecking order* e Teoria da agência (LE; PHAN, 2017). A teoria do *Trade-off*, publicada por

Kraus e Litzenberger (1973), propõe que a escolha da estrutura de capital deve ser realizada de acordo com os benefícios e custos da dívida, ou seja, os ganhos obtidos pela isenção fiscal deverão ser maiores do que os custos do financiamento. A *Pecking order*, sugerida por Myers e Majluf (1984), diz que o gestor deve seguir uma hierarquia nas fontes de financiamento. Já na Teoria da agência, de Jensen e Meckling (1976), a estrutura de capital ótima deve ser aquela que minimize os conflitos entre os *stakeholders* (LE; PHAN, 2017).

Segundo Serghiescu e Văidean (2014) as determinantes da estrutura de capital podem ser classificadas em duas categorias: (a) fatores externos, contendo as variáveis macroeconômicas (inflação e taxa de juros), e (b) fatores internos, onde são consideradas características específicas de cada organização, como por exemplo a lucratividade, tamanho da empresa, liquidez, tangibilidade de seus ativos, giro e etc.

De acordo com Vo (2017), as decisões sobre estrutura de capital em países emergentes possuem vital importância, tendo em vista suas características legais, culturais e institucionais únicas. Perobelli e Famá (2003), em seu estudo sobre as determinantes de capital para empresas latino-americanas, também concluíram que os fatores variam de acordo com o país analisado.

A economia brasileira já passou por diversas recessões, a mais recente teve início em 2014, mas seus efeitos foram percebidos de forma mais acentuada durante o ano de 2015 (BRESSER-PEREIRA, 2017). Durante o período entre 2012 e 2017, os principais indicadores macroeconômicos apresentaram resultados indesejáveis. Segundo dados publicados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), o Índice de Preços ao Consumidos Amplo subiu de 5,84% em 2012 para 10,67% em 2015, a taxa básica de juros da economia também seguiu uma trajetória similar, indo de 7,25% em 2012 para 14,25% em 2015. A taxa de desocupação, medida pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua, obteve um pico de 13,7% em março de 2017. Como resultado da recessão, o PIB apresentou retração de 3,5% em 2015 e 2016.

1.2 Formulação do problema

Posto que as variáveis macroeconômicas possuem impacto na estrutura de capital, e que o Brasil possui características legais, culturais e institucionais únicas, este trabalho visa responder a seguinte indagação: **quais são as determinantes de capital das empresas listadas na B³ nos períodos pré, durante e pós crise de 2014?**

1.3 Objetivo Geral

Identificar quais são as determinantes de capital das empresas listadas na B³ nos períodos pré, durante e pós crise econômica de 2014.

1.4 Objetivos Específicos

- Buscar teorias que embasem a pesquisa;
- Exportar a base de dados;
- Programar e rodar o modelo no software;
- Verificar quais são as determinantes da estrutura de capital.

1.5 Justificativa

A escolha sobre a estrutura de capital pode ser considerada a questão mais fundamental da estrutura financeira de uma empresa (HANDOO; SHARMA, 2014). E tendo em vista que as variáveis macroeconômicas afetam a estrutura de capital (SERGHIESCU; VĂIDEAN, 2014), e que a recessão de 2014 foi a mais profunda e duradoura desde o término da Segunda Guerra Mundial (OREIRO, 2017), torna-se relevante identificar quais são as determinantes da estrutura de capital do período.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Estrutura de capital

A estrutura de capital compreende a forma com que uma empresa se financia a partir dos recursos próprios e de terceiros (ROCHA; GONÇALVES; BARBOSA, 2017). A estrutura de capital tem ganhado ênfase nos estudos sobre finanças corporativas, onde duas grandes questões são abordadas: a primeira delas diz respeito ao nível ótimo entre capital próprio e o de terceiros, já a segunda procura identificar a relação entre o nível de endividamento com outras variáveis (PÓVOA; NAKAMURA, 2015). Existem diversas variáveis que podem influenciar o grau de endividamento das organizações, como por exemplo o desempenho econômico, financeiro ou até mesmo o ambiente em que a empresa está localizada (BASTOS; NAKAMURA, 2009).

As teorias sobre estrutura de capital ganharam maiores dimensões a partir da publicação do estudo de Modigliani e Miller (1958). Em junho de 1958, Franco Modigliani e Merton H. Miller publicaram na revista *The American Economic Review* um artigo chamado *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. O estudo possui duas proposições importantes: a primeira é de que as decisões sobre o nível de endividamento não possuem impacto no valor da empresa, que se mantém constante independentemente da quantidade de capital próprio e de terceiros; a segunda diz respeito ao fato de que o custo médio ponderado de capital não ser afetado pela estrutura de capital escolhida (SERGHIESCU; VĂIDEAN, 2014). Este trabalho ficou conhecido como uma das grandes bases no estudo da estrutura de capital (AHMED SHEIKH; WANG, 2011; ARDALAN, 2017; GUERREIRO, 1992; LE; PHAN, 2017; MEDEIROS; MACHADO; JUNIOR, 2010; SERGHIESCU; VĂIDEAN, 2014).

Apesar de sua relevância, o artigo foi estruturado a partir de simplificações pouco realistas, destacando-se a: inexistência de impostos; ausência de custo de falência; dívidas livres de risco; não há custo da agência (custo ocasionado pela divergência de interesses entre acionistas e administradores); as taxas de juros tomadas pelos

investidores são as mesmas das empresas; simetria de informação sobre oportunidades de investimentos futuras e Lucro Antes dos Juros e Imposto de Renda não afetado pelo endividamento (MEDEIROS; MACHADO; JUNIOR, 2010). Conforme Medeiros, Machado e Junior (2010, apud Modigliani e Miller, 1958), o custo médio ponderado de capital da empresa permanece o mesmo quando o capital próprio é substituído pelo capital de terceiros. Este efeito acontece, pois, quando o capital de terceiros é priorizado, o risco do capital próprio aumenta, o que eleva o custo do capital. Além disso, sob certas condições, o valor da empresa não seria afetado pelo seu nível de alavancagem, isto é, mesmo com uma estrutura de alto endividamento ou baixo endividamento, o custo médio de capital se manteria o mesmo.

Após a publicação do artigo de Modigliani e Miller (1958) diversos estudos foram realizados com o fim de comprovar e questionar os resultados inicialmente obtidos, como por exemplo o de Ardalan (2017), que demonstrou a relevância da estrutura de capital quando variáveis mais apropriadas são levadas em consideração.

Posteriormente, Modigliani e Miller (1963) publicaram uma correção onde assumem a relevância da estrutura de capital quando os impostos são considerados. Outras teorias também foram desenvolvidas para tentar explicar a estrutura de capital, as principais são a: *Trade-off*, *Pecking order* e Teoria da agência.

2.2 Teoria do Trade-off estático e dinâmico

A teoria do trade-off parte do princípio da existência de custos de falência inerentes ao nível de endividamento. A expressão custos de falência pode ser utilizada para representar o risco de uma organização não arcar com suas dívidas por conta de seu nível de endividamento, porém, o termo também pode indicar os custos envolvidos nos processos de reorganização e liquidação (JUPETIPE et al., 2017).

Os custos de falência podem ser divididos em diretos e indiretos (JUPETIPE et al., 2017 apud FISHER; MARTEL, 2005; WEISS, 1990; WARNER, 1977). Os custos diretos podem ser honorários de advogados e peritos, taxas judiciais e outras

despesas administrativas. Os indiretos, em contrapartida, são os custos de oportunidade de estar em um processo de falência, como por exemplo a dificuldade de conseguir crédito, redução das receitas, tempo dispendido, diminuição do valor da firma, possíveis demissões entre outros.

Um maior nível de endividamento eleva os custos de falência, porém possibilita o uso de benefícios fiscais que diminuem as despesas com impostos a serem pagos ao governo. Se utilizado da forma correta, os benefícios fiscais podem gerar ganhos financeiros para a empresa.

Tendo em vista que o gestor pode escolher entre o endividamento zero com perda dos benefícios fiscais, e elevado endividamento com altos custos de falência, a teoria do *Trade-off* foi desenvolvida com o intuito de identificar a melhor escolha.

A teoria do *Trade-off* estático sugere o balanceamento entre os benefícios fiscais obtidos com a dívida e os custos de falência (VO; ELLIS, 2017). Em outras palavras, a empresa deve tomar capital de terceiros até o momento em que as economias obtidas com deduções fiscais sejam equilibradas com o aumento dos custos de falência.

Para Serghiescu e Văidean (2014, apud Myers, 2003), a essência da teoria do *Trade-off* é permitir a definição de uma taxa de empréstimo aceitável, o que pode variar dependendo das características de cada empresa, pois aquelas que possuem possibilidades de expansão – e geralmente lucros menores – terão um nível de endividamento inferior às grandes organizações que possuem um fluxo de caixa estável.

Em seu estudo sobre as determinantes da estrutura de capital nas empresas de capital aberto brasileiras, Perobeli e Famá (2002) confirmaram as conclusões de Serghiescu e Văidean (2014, apud Myers, 2003), onde empresas em crescimento tendem a utilizar menos mecanismos de financiamento de curto prazo.

A teoria do *Trade-off* dinâmico, diferentemente do *Trade-off* estático, indica que o ponto ótimo a ser atingido na estrutura de capital é modificado com o tempo, e é uma função de fatores endógenos e exógenos à organização (NG 'HABI BUNDALA, 2012).

2.3 Teoria do Pecking order

A teoria do *Pecking order*, inicialmente proposta por Myers e Majluf (1984), sugere que não existe uma estrutura de capital bem definida, ou seja, não há um nível de endividamento a ser alcançado, o que vai de encontro ao que sugere a teoria do *Trade-off* (BASTOS; NAKAMURA, 2009). Para Bastos e Nakamura (2009 apud Myers, 1984), a teoria do *Pecking order* descreve uma hierarquia de fontes de financiamento preferidas pelos gestores, sendo ela:

1. As empresas optam primeiramente pelos recursos internos;
2. Na falta dos recursos internos, a empresa pode requerer um financiamento externo, seja por meio da captação de empréstimos ou venda de títulos de dívida.
3. Caso as primeiras opções da hierarquia sejam inviáveis – sem capital em caixa e taxas de empréstimos desfavoráveis, por exemplo – a empresa deve, por último, emitir ações.

Albanez e Valle (2009) explicam que a ordem de preferência descrita anteriormente está fundamentada no nível de facilidade com que os recursos podem ser utilizados. Por exemplo, os recursos internos não geram custos de transação, logo possuem maior prioridade. Dentro deste contexto, a teoria do *Pecking order* explica o motivo pelo qual a maior parte das fontes de financiamento externo serem derivadas de dívidas, e porque as empresas com maiores lucros são menos endividadas (ALBANEZ; VALLE, 2009).

É importante frisar a íntima relação existente entre a teoria do *Pecking order* e a teoria da assimetria informacional. Para Medeiros, Machado e Junior (2010, apud Myers e Majluf, 1984), os funcionários internos da organização possuem mais informações sobre o andamento das atividades do que as de fora, logo, os administradores conseguem avaliar os ativos e as perspectivas futuras de forma mais assertiva do que os investidores e credores. Isso pode, em determinados cenários, levar o mercado a precificar erroneamente os títulos de dívida e ações emitidas.

Segundo Medeiros, Machado e Junior (2010) os investidores temem muito mais as ações, portanto, o investidor deve priorizar os títulos de dívida às ações. Medeiros, Machado e Junior (2010, apud Myers e Majluf, 1984) dizem ainda que a subvalorização dos títulos descrita anteriormente pode causar a rejeição de projetos,

mesmo que possuam valor presente positivo. Isso acontece, pois, os novos acionistas teriam retorno muito superior aos mais antigos. Este efeito pode ser mitigado caso a empresa opte por financiar seus projetos por meio dos lucros retidos, seguido de financiamento e, em última alternativa, por meio da emissão de ações.

2.4 Teoria da Assimetria de informação

A teoria da Assimetria de informação pode ser considerada uma das principais correntes de pensamento que visam entender como a empresa escolhe sua fonte financiadora (PÓVOA; NAKAMURA, 2015). O termo assimetria de informação diz respeito à transação em que somente uma das partes possui informações privilegiadas (IQUIAPAZA; AMARAL; ARAÚJO, 2008). A teoria do *Pecking order*, de Myers e Majluf (1984), sugere uma hierarquia das fontes de financiamento, onde são usados os recursos internos, recursos provenientes de emissão de dívidas e emissão de ações. A teoria da assimetria de informação está intimamente ligada à teoria do *Pecking order*, tendo em vista que a hierarquia descrita é baseada no tipo de informação recebida pelo mercado, onde os títulos que passam informações menos sensíveis possuem prioridade (ALBANEZ; VALLE, 2009).

Albanez e Valle (2009) explicam que a emissão de dívidas tende a transmitir uma informação positiva ao mercado, pois pode significar oportunidade de crescimento, capacidade de financiamento e aumento da transparência empresarial – por conta da exigência dos credores. Em contrapartida, a emissão de ações pode ser subavaliada por conta da desconfiança dos novos investidores. Myers e Majluf (1984) explicam que esse efeito acontece por conta da tendência que os gestores possuem de se preocuparem mais com os interesses dos “velhos acionistas” do que o dos “novos acionistas”. Ou seja, quando a empresa emite ações, os novos investidores assumem que os atuais gerentes não estão do seu lado, e de forma racional, ajustam o preço que estão dispostos a pagar para baixo. Myers e Majluf (1984) dizem ainda que “empresas superavaliadas poderiam emitir ações, e empresas subavaliadas dívidas”, o que torna mais evidente os efeitos da assimetria informacional nas decisões de estrutura de capital.

2.5 Teoria da agência

Ao explicar a teoria da agência, Jensen e Meckling (1976) partem do princípio de que o principal – detentor do capital - não consegue gerir todas as decisões da empresa, tendo que delegar parte das funções de gerência para um terceiro – conhecido como agente -, e este deve agir de acordo com os interesses do principal.

Em um cenário onde ambos os envolvidos no contrato decidem maximizar suas utilidades, existem boas razões para acreditar que o agente não buscará atingir os objetivos do principal, mas sim os seus próprios (JENSEN; MECKLING, 1976).

Para Jensen e Meckling (1976), o principal pode estabelecer bonificações financeiras e criar ferramentas de controle de custos, para assim tentar evitar que o agente atue com objetivos divergentes. Todavia, mesmo com todos os esforços, é geralmente impossível garantir que o agente sempre agirá com os objetivos esperados.

Segundo Jensen e Meckling (1976), quando o agente segue seus próprios interesses e diminui o retorno do principal um custo é gerado, esta perda é conhecida como custo residual.

Desta forma, o custo da agência é definido a partir do somatório de três variáveis:

- 1) Custos com o monitoramento do agente;
- 2) Custos com bonificações;
- 3) Custo residual.

Segundo Medeiros, Machado e Junior (2010, apud Jensen e Meckling, 1976) a teoria da agência baseia-se em duas questões principais: a seleção adversa e o risco moral. A seleção adversa é causada pela assimetria de informação existente entre o agente – detentor das informações suplementares – e o principal. Como resultado, o principal é incapaz de avaliar de forma assertiva se a atuação do agente é a mais adequada para maximizar sua utilidade. Já o risco moral do agente diz respeito ao uso da informação para benefício próprio, muitas vezes em prejuízo do principal.

Para Medeiros, Machado e Junior (2010, apud Jensen e Meckling, 1976) existem dois tipos de conflitos de interesse: conflito entre credores e acionistas e o conflito entre acionistas e administradores. O conflito entre credores e acionistas acontece, pois, o contrato de dívida fornece aos controladores incentivos para investimentos

mais tendenciosos, enquanto que os acionistas se posicionam de forma mais protecionista.

Os conflitos entre administradores e acionistas acontecem porque os administradores, diferentemente dos acionistas, não possuem a totalidade das ações da empresa, logo não conseguem receber todo o lucro gerado por seu trabalho. Porém, os administradores carregam todos os custos, pois são eles que impulsionam a empresa.

2.6 Estudos empíricos anteriores

Ao investigar se existem diferenças entre a estrutura de capital de países desenvolvidos e de emergentes no período entre 2006 e 2015, Vo (2017) concluiu que as determinantes da estrutura de capital são diferentes nos indicadores de curto e longo prazo.

Em seu estudo sobre a relação entre estrutura de capital, performance do setor e variáveis macroeconômicas, Bandyopadhyay e Barua (2016) utilizaram um painel com 1594 empresas indianas contendo dados de 1998 a 2011, foram identificadas evidências que suportam as teorias da Assimetria de informação, Custo da agência e teoria do *Trade-off*. Ademais, também foi concluído que ciclos macroeconômicos influenciam de forma significativa as decisões sobre estrutura de capital em países emergentes, e que a performance da firma gira em torno de sua habilidade de lidar com a estrutura de capital.

Para Handoo e Sharma (2014), os fatores como lucratividade, crescimento, tamanho, custo da dívida, tangibilidade dos ativos, capacidade de pagamento das dívidas e taxa de juros são significativos nas decisões sobre estrutura de capital de 870 empresas indianas no período entre 2001 e 2010.

Dentro do contexto da economia europeia, Serghiescu e Văidean (2014) investigaram a importância de 5 fatores relacionados às decisões sobre estrutura de capital de 20 empresas do setor de construção listadas na bolsa de valores de Bucareste. As variáveis foram: lucratividade, tamanho da firma, tangibilidade dos ativos, liquidez e giro do ativo. Por meio do uso do método dos mínimos quadrados ordinários e do modelo de efeitos fixos, foram obtidas regressões que indicam a

lucratividade como a variável de maior impacto nas decisões sobre estrutura de capital.

Por meio do uso de um painel, Chen (2004) estudou as determinantes da estrutura de capital das principais 88 empresas chinesas no período de 1995 a 2000. Foi possível identificar que algumas características das finanças modernas são também válidas para a China, porém, tanto a teoria do *Trade-off* quanto a da *Pecking order* não proveram explicações convincentes sobre as escolhas da estrutura de capital. As empresas chinesas aparentam seguir uma “nova *Pecking order*” – lucros retidos, capital próprio e dívida de longo prazo. As diferenças encontradas podem ser fruto de características do setor bancário e restrições financeiras não existentes nas economias ocidentais.

Já na América, Perobelli e Famá (2003) realizaram um estudo para identificar as determinantes de capital das empresas latino-americanas. Foram escolhidas um total de 279 empresas de três países: México, Argentina e Chile. As variáveis escolhidas foram: lucratividade; estrutura dos ativos da empresa; usufruto de outros benefícios fiscais que não os gerados pelo endividamento; expectativa de crescimento; grau de singularidade; tamanho da empresa e volatilidade dos resultados operacionais. Por meio da análise fatorial resultados diferentes em cada país foram obtidos. No México, com exceção da variável estrutura dos ativos, todos os atributos são relacionados com o grau de endividamento. No Chile, houve significância nos atributos tamanho, lucratividade e estrutura dos ativos. Na Argentina, somente o atributo lucratividade mostrou-se relacionado ao grau de endividamento.

No Brasil, Perobelli e Famá (2002) realizaram um estudo para identificar as determinantes de capital nas empresas de capital aberto. Com uma amostra de 172 empresas de capital aberto no período compreendido entre 1995 e 2000, e utilizando Análise Fatorial, foi possível concluir que as variáveis grau de endividamento de curto prazo, tamanho e crescimento dos ativos possuem correlação negativa, demonstrando que as empresas brasileiras de menor porte tendem ao endividamento de curto prazo, enquanto que as de maior porte preferem o endividamento de longo prazo. Também foi encontrada relação negativa entre a lucratividade e grau de endividamento de curto prazo, o que sugere uma maior propensão das empresas de maior giro ao menor endividamento de curto prazo do que as empresas de baixo giro.

Também dentro do mercado brasileiro, Nakamura et al. (2007) utilizaram uma amostra de 91 empresas no período de 1999 a 2003 para analisar o impacto das seguintes variáveis na estrutura de capital: liquidez corrente, tamanho da empresa, rentabilidade, oportunidade de crescimento, risco de negócio, economia fiscal e crescimento de vendas, tangibilidade, coeficiente de variação e risco de falência. Por meio de um *Panel Data* Dinâmico e um instrumento de método de momento generalizado foi possível encontrar resultados que suportam as teorias de *Pecking Order* e teoria do *Trade-off*.

Após analisarem uma amostra de 297 empresas pertencentes ao Brasil, México e Chile no período compreendido entre 2001 e 2006, Bastos e Nakamura (2009) concluíram que a liquidez corrente, rentabilidade, *market to book value* e tamanho são as variáveis mais significativas para a estrutura de capital dos três países. A teoria do *Pecking order* foi a que melhor explicou o comportamento visto no Brasil e México. O Chile, além do *Pecking order*, a teoria do *Trade-off* também exerce forte influência sobre a estrutura de capital.

Por meio de uma regressão linear múltipla com dados de 466 empresas, Brito, Corrar e Batistella (2007) buscaram identificar quais são os fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. Os resultados indicam que os fatores risco, tamanho, composição dos ativos e crescimento são determinantes, já o fator rentabilidade não é determinante.

2.7 Impactos da crise financeira internacional de 2008

O efeito dominó da crise financeira internacional ocorrida entre o final de 2008 e início de 2009 ocorreu após a inadimplência de créditos imobiliários de bancos norte-americanos, e impactou todos os países associados aos títulos insolventes (CACCIAMALI; TATEI, 2016).

O impacto da crise financeira internacional no Brasil foi limitado, pois os bancos brasileiros não possuíam exposições significativas aos papéis insolventes, todavia, houve uma retração das exportações – devido à contração internacional de crédito (CACCIAMALI; TATEI, 2016).

No início de 2009, o governo brasileiro estabeleceu uma política econômica anticíclica, com o objetivo de incentivar o investimento e o consumo, facilitar o crédito, expandir os financiamentos de longo prazo ao setor produtivo e aumentar os gastos governamentais em infraestrutura (CACCIAMALI; TATEI, 2016).

O Banco Central do Brasil reduziu a taxa Selic e o depósito compulsório, os bancos públicos expandiram linhas de crédito subsidiadas com o objetivo de financiar dívidas externas, exportações, construção civil, e micro, pequenas e médias empresas (CACCIAMALI; TATEI, 2016). O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) também ampliou suas linhas de créditos para financiar o setor industrial (CACCIAMALI; TATEI, 2016).

Os impactos da crise foram um pouco mais acentuados em regiões ligadas ao mercado internacional, como na região sudeste, onde a taxa de investimento apresentou estagnação (CACCIAMALI; TATEI, 2016). Os efeitos no mercado de trabalho também foram minimizados por conta das medidas anticíclicas estabelecidas pelo governo, de maneira que houve apenas uma redução no crescimento de geração de empregos formais e renda média (CACCIAMALI; TATEI, 2016).

O período pós-crise 2008/2009 foi acompanhado de indicadores macroeconômicos extremamente otimistas, o produto interno bruto cresceu 7,5% em 2010, não havia pressão inflacionária e o consumo e investimento estavam em ascensão (CACCIAMALI; TATEI, 2016).

Apesar dos dados positivos, o governo eleito em 2010 insistiu em manter uma política de expansão da demanda através da elevação do crédito subsidiado e consumo, e com os problemas estruturais e diretrizes macroeconômicas ineficazes, ocorreu uma recessão econômica nos anos posteriores (CACCIAMALI; TATEI, 2016).

2.8 A crise brasileira de 2014

Segundo o Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (Codace) da Fundação Getúlio Vargas, a mais recente crise econômica brasileira teve início no segundo

trimestre de 2014, e durante 11 trimestres registrou uma perda acumulada de 8,6% do produto interno bruto, terminando no quarto trimestre de 2016.

Em seu artigo sobre a crise econômica de 2014/2017, Barbosa Filho (2017) defende que a recessão resultou de choques de oferta e demanda causados pela Nova Matriz Econômica (NME), que reduziu a produtividade da economia, e por consequência, o produto potencial.

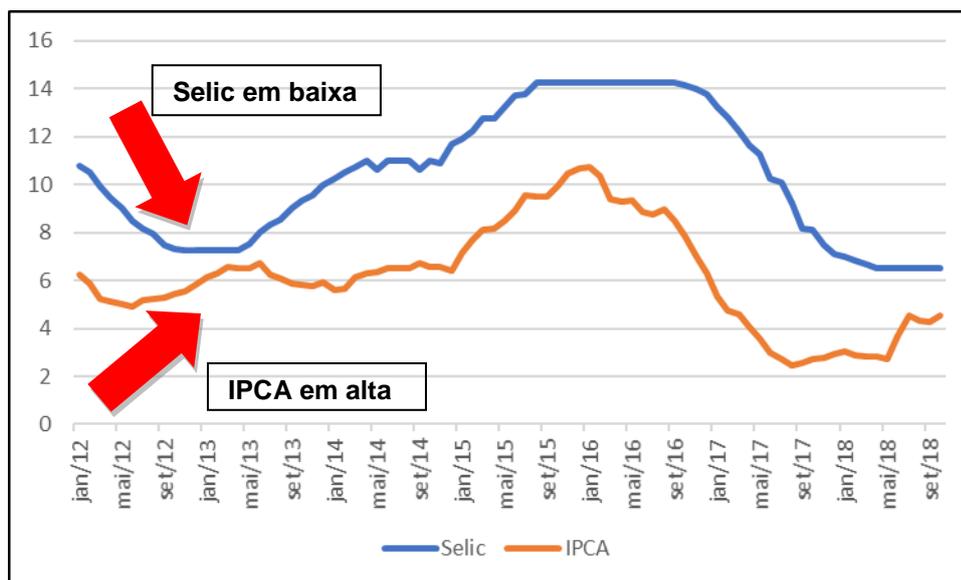
A partir de 2011/2012 o Brasil adotou diversas medidas de forte intervenção governamental da economia, combinando política monetária com redução na taxa de juros e política fiscal, com elevação dos gastos, concessões de subsídios e intervenção de preços. Essas políticas fizeram parte da chamada Nova Matriz Econômica (NME) (BARBOSA FILHO, 2017).

Conforme apontado por Oreiro (2017), a NME conseguiu acelerar o crescimento econômico por um curto período do tempo. Entre o primeiro trimestre de 2012 ao primeiro trimestre de 2014, a economia brasileira manteve um crescimento acima de 2,5%, porém, a partir do segundo trimestre de 2014 ocorreu um colapso do ritmo de crescimento.

2.8.1 A política monetária

Segundo Barbosa Filho (2017), na política monetária aumenta-se a taxa de juros em momentos de inflação, e reduz-se a taxa Selic quando há queda dos índices inflacionários. Porém, por conta da NME, o Brasil atuou reduzindo a Selic em um momento de aceleração inflacionária. Como resultado, houve um forte e persistente aumento da inflação e redução da credibilidade do Banco Central, que por consequência, elevou o custo do combate à inflação.

Gráfico 1



Fonte: elaboração dos autores

Os estímulos governamentais aos setores chamados “estratégicos” – como a indústria automotiva - foram feitos por meio de grandes aportes do governo no Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Barbosa Filho (2017) conta que a Petrobrás, por exemplo, fazia parte dos setores “estratégicos”, onde havia um plano ambicioso de investimentos na exploração, produção (com o pré-sal) e refino. A Petrobrás chegou a ser o foco de 10% de todos os investimentos do país. Concomitantemente à elevação dos investimentos na Petrobrás, ocorreu também o controle do preço de seus derivativos.

Segundo Paula e Pires (2017), como a NME não conseguiu impulsionar a oferta e demanda agregada de bens, o governo passou a implementar medidas *ad hoc* com o objetivo de gerar crescimento, como a exoneração da folha de pagamento para outros setores. Entretanto, a ação além de chegar atrasada, apresentou falhas de coordenação e consistência, privilegiando isenções fiscais ao invés de investimentos e não foi comunicada aos agentes de forma efetiva (PAULA; PIRES, 2017).

2.8.2 Controle dos preços

De acordo com Barbosa Filho (2017), o controle de preços fez com que a Petrobrás vendesse seus produtos no mercado interno a um preço inferior ao que comprava do exterior. Como resultado, a empresa registrou perdas superiores a R\$ 50 bilhões, aumentou a relação dívida líquida/caixa de 1 em 2010 para 4,6 em 2015, o que elevou o custo de captação de recursos, devido ao maior risco.

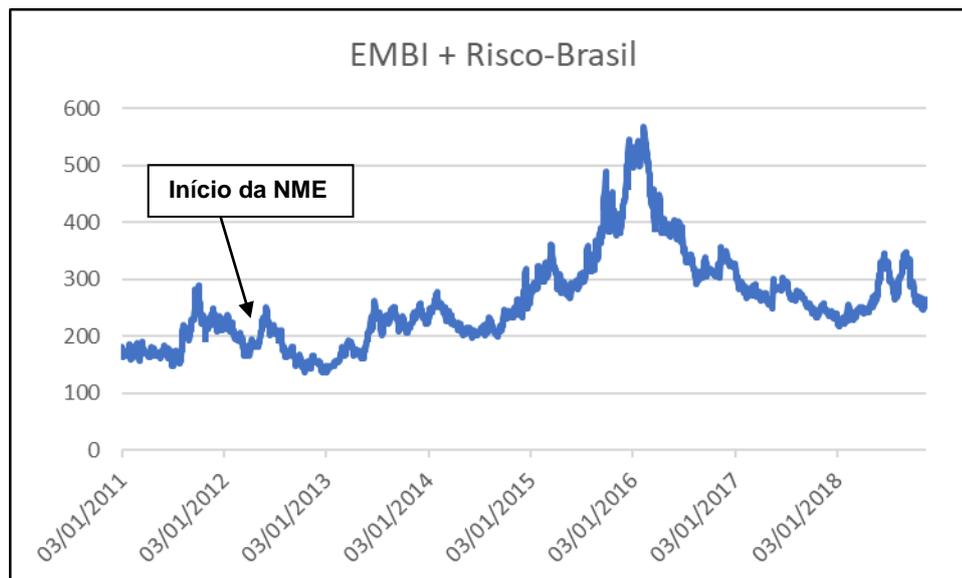
Outro setor afetado pelo controle de preços foi o elétrico. Durante o ano de 2013, em pleno período de escassez de água, o governo reduziu as tarifas, elevando assim o consumo (BARBOSA FILHO, 2017). Além disso, as empresas de energia de São Paulo, Minas Gerais e Paraná foram deixadas descontratadas pelo governo, obrigando a compra de energia no mercado à vista durante a crise, e como o preço final não podia ser repassado aos consumidores, ocorreu uma grande descapitalização dessas empresas (BARBOSA FILHO, 2017). A solução viria em 2015, com a liberação dos preços, porém, o efeito foi outro choque, devido ao rápido aumento do preço. Para controlar o choque de oferta, o Banco Central elevou a taxa de juros (BARBOSA FILHO, 2017).

2.8.3 Contas públicas e risco Brasil

Os estímulos fiscais juntamente com as fortes intervenções governamentais na economia transformaram um superávit primário de 2% do PIB em 2013 em um déficit superior a 3% em 2016 (BARBOSA FILHO, 2017).

O aumento acentuado da dívida, juntamente com o crescente déficit primário acarretou em uma elevação considerável do risco Brasil. Segundo dados do IPEA, o índice EMBI subiu de 264 pontos no início de 2015 para 569 no início de 2016. O período foi marcado por incerteza dos investidores em relação ao futuro do país (BARBOSA FILHO, 2017).

Gráfico 2



Fonte: elaboração dos autores

Na mesma época em que houve o aumento do risco Brasil é possível observar uma queda de 13,9% do investimento em 2015 e 10,6% em 2016, e uma diminuição do consumo das famílias de 3,9% e 4,5%, respectivamente.

3 MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA

Por meio de um estudo empírico analítico, este trabalho busca responder a seguinte pergunta: quais são as determinantes da estrutura de capital das empresas listadas na B³ nos períodos pré, durante e pós crise econômica de 2014? Esta seção tem como objetivo apresentar as etapas e técnicas utilizadas para a realização da pesquisa, sendo dividida em: fonte e coleta de dados, variáveis testadas e tratamento e testes estatísticos.

3.1 Fonte e coleta de dados

Os dados secundários sobre as determinantes foram coletados no software Economática. A amostra compreendeu todas as empresas listadas na B³ nos

períodos entre 2014 e 2017. Os bancos, seguradoras e holdings foram excluídos da amostra, pois seus modelos de negócios apresentam peculiaridades que afetam o nível de alavancagem financeira. As empresas com patrimônio líquido negativo, dados incompletos ou que fugiam da média (chamadas *outliers*) - em dois desvios padrões ou mais - também foram retirados da análise, para evitar possíveis distorções.

3.2 Variáveis testadas

É importante frisar que não há uma regra clara quanto a quais variáveis devem ser consideradas no estudo sobre as determinantes da estrutura de capital. O comportamento pode divergir dependendo das características do país analisado. Bastos e Nakamura (2009) explicam que as correntes teóricas muitas vezes discordam ao tentar explicar o comportamento de determinadas variáveis.

Assim como fizeram Kirch (2005) e Gomes e Leal (2000), como variáveis dependentes, foi utilizada uma proxy para o endividamento, essa variável é o endividamento contábil (*EndCont*), calculado como a soma do passivo circulante (*PC*) e exigível a longo prazo (*ELP*), dividido pelo ativo total (*AT*).

$$\mathbf{EndCont} = \frac{\mathbf{PC} + \mathbf{ELP}}{\mathbf{AT}} \quad (1)$$

A rentabilidade (*Rent*) é obtida pela razão entre o lucro operacional antes de juros, impostos, depreciação e amortização (*EBITDA*) e o ativo total (*AT*).

Apesar de Gomes e Leal (2000) sugerirem "imaginar outras medidas de risco que possam ser utilizadas nos testes", a proxy mais utilizada em pesquisas semelhantes para quantificar o risco é o desvio padrão da rentabilidade. Moraes (2005) utilizou como proxy o desvio padrão da rentabilidade, calculada conforme a fórmula acima, dos quatro anos anteriores ao ano corrente. Esse trabalho utilizou o desvio padrão da rentabilidade dos três anos anteriores, por falta de disponibilidade de dados para o período analisado na base de dados da Económica.

Alguns estudos utilizaram o ativo total para quantificar o tamanho da empresa (*Tam*). No entanto, essa pesquisa utilizará o logaritmo natural da receita operacional líquida (*RL*) como medida de tamanho, pois a receita revela mais sobre a

capacidade de pagamento da empresa, além de ser a proxy mais utilizada em estudos anteriores.

Assim como Bastos e Nakamura (2009) fizeram, a proxy utilizada para a tangibilidade dos ativos (Tang) é a razão entre a soma do ativo imobilizado (Imob) e os estoques (Est), divididos pelo ativo total (AT).

As oportunidades de crescimento (Op.Cres) são medidas como a razão entre o ativo total (AT) menos o patrimônio líquido (PL) mais o valor de mercado (VM) e o ativo total (AT), da mesma maneira que fizeram Gomes e Leal (2000) e Kirch (2005).

Foram utilizadas ainda variáveis *dummies* representando os setores da economia, de acordo com a classificação da base de dados da Economática. Para a análise, foi utilizado o modelo estatístico que utiliza como variável dependente o endividamento contábil. Para os modelos foram utilizadas regressões com efeitos fixos e com efeitos aleatórios. Os modelos utilizados estão mostrados abaixo.

$$EndCont = \beta_0 + \beta_1 Rent + \beta_2 Risco + \beta_3 Tam + \beta_4 Tang + \beta_5 Op. Cres + \beta_k \sum_{k=1}^{19} Setor_k + \varepsilon \quad (2)$$

Onde ε e u designam os erros aleatórios com média zero e variância constante.

Quadro 1 - Variáveis de pesquisa

Variável	Fórmula
Endividamento contábil	= (Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo) / Ativo Total
Rentabilidade	= EBITDA / Ativo Total
Risco do negócio	= Desvio padrão do EBITDA / Ativo Total
Tamanho da Firma	= Log (Receita Operacional Líquida)
Tangibilidade	= (Ativo Imobilizado + Estoques) / Ativo Total
Oportunidade de Crescimento	= (Ativo Total – Patrimônio Líquido + Valor de Mercado) / Ativo Total
Variáveis Dummies representando os setores da economia	= 18 setores da economia

Fonte: elaboração dos autores

3.3 Tratamento e testes estatísticos

Conforme metodologia utilizada no estudo de Bastos e Nakamura (2009), este trabalho emprega a técnica econométrica de painel de dados balanceado. Os modelos de regressão com dados em painel – ou do inglês, *pooled data* – apresentam o movimento no tempo de unidades de corte transversal (GUJARATI; PORTER, 2011).

Os dados em painel possuem vantagens sobre os dados de corte transversal e séries temporais, Gujarati e Porter (2011) citam como exemplo: dados mais informativos, maior variabilidade, mais graus de liberdade, menos colinearidade e mais eficiência. Além disso, os dados em painel também permitem analisar modelos de comportamentos mais complicados, diminuir possíveis vieses e possibilitam a detecção de efeitos que não poderiam ser observados em um corte transversal ou na série temporal. De forma geral, embora existam problemas de modelagens, os dados em painel tornam a análise mais rica e assertiva (GUJARATI; PORTER, 2011). Para análise dos dados, foi utilizado o *software* Stata versão 14.

Atribuída ao matemático alemão Carl Friedrich Gauss, o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) é a técnica mais utilizada para a análise de regressão, principalmente por conta de sua simplicidade e por ser intuitivamente convincente (GUJARATI; PORTER, 2011). O método dos mínimos quadrados ordinários possui o objetivo de minimizar o valor do somatório dos resíduos existentes entre os valores observados e os valores estimados.

Os modelos de efeitos escolhidos foram o de efeito fixo e o de efeito aleatório. Duarte, Lamounier e Takamatsu (2005) explicam que o modelo de efeito fixo visa controlar os efeitos da omissão de variáveis que variam entre os indivíduos e permanecem constantes com o passar do tempo. Em outras palavras, o modelo de efeito fixo é utilizado quando existem variáveis não observadas que provavelmente afetam o resultado do estudo (DUARTE; LAMOUNIER; TAKAMATSU, 2005). O modelo de efeito aleatório possui as mesmas premissas do de efeito fixo, ou seja, o intercepto varia de um indivíduo para o outro, mas não ao longo do tempo. Além disso, no modelo de efeito aleatório há uma constância nos parâmetros resposta de todos os indivíduos em todos os períodos observados (DUARTE; LAMOUNIER; TAKAMATSU, 2005).

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Para verificar a existência de heterocedasticidade (variância dos resíduos não constantes), foi realizado o teste de Breush-Pagan. Verificou-se, com o nível de significância de 1%, de que a hipótese de homocedasticidade foi rejeitada, sugerindo que a amostra sofre problemas de heterocedasticidade. Com o intuito de corrigir esse problema, todas as regressões foram rodadas utilizando o método de covariância do coeficiente White Cross-Section.

Tabela 1: Teste de Breush-Pagan

Variável Dependente	Estatística do Teste(BP)	P-Valor
EndCont	92,5819	2,61E-10

Para verificar qual dos modelos (efeitos fixos ou efeitos aleatórios) é o mais significativo, foi realizado o teste de Hausman, que testa a hipótese de que os dois modelos são consistentes. O teste rejeitou a hipótese no modelo, a um nível de significância de 1%, sugerindo que o modelo de efeitos aleatórios é inconsistente. Portanto, o modelo final que será utilizado será o de efeitos fixos. O resultado do teste se encontra na tabela abaixo.

Tabela 2: Teste de Hausman

Variável Dependente	Estatística do Teste (χ^2)	P-Valor
EndCont	105,1839	2,20E-16

O teste de Durbin-Watson não rejeitou a hipótese de que não há autocorrelação entre os resíduos.

Tabela 3: Teste de Durbin-Watson

Variável Dependente	Estatística do Teste(DW)	P-Valor
EndCont	2,0907	0,8999

Na tabela 4 está o resultado da regressão que utilizou como variável dependente o endividamento contábil, tanto com efeitos fixos, quanto com efeitos variáveis. No modelo, a estatística F mostra-se globalmente significativa a um nível de significância de 1%. No modelo de efeitos fixos, percebe-se que as únicas variáveis estatisticamente significantes, a um nível de significância de 1%, foram a rentabilidade e o risco. As outras três variáveis não são significantes, a um nível de 5%. Ainda nesse modelo, o R^2 ajustado apresenta um valor de 0,323, o que mostra que apenas 32,349% da variação da variável dependente é explicada pela variação das variáveis independentes. Também no modelo de efeitos aleatórios, as variáveis estatisticamente significantes foram apenas a rentabilidade e o risco, além das dummies 2, 3, 4, 7, 8, 13, 17, 18 e 19, todas elas a um nível de significância de 5%. Quanto ao R^2 ajustado, o modelo de efeitos aleatórios obteve um valor de 0,3705, indicando que a explicação do modelo é de 37,05%.

Tabela 4: Modelo (*EndCont*)

	Efeitos Aleatórios				Efeitos Fixos			
	Estimate	Std.Error	Z value	Pr(> z)	Estimate	Std.Error	Z value	Pr(> z)
(Intercept)	0,299693	0,210991	1,4204	0,15549				
Rent	-0,84266	0,427625	1,9706	0,048773	-0,69663	0,254134	2,7412	0,006122
Risco	-0,56255	0,134513	4,1821	2,89E-05	-0,83528	0,221594	3,7694	0,000164
Tamanho	0,005502	0,019442	0,283	0,777195	0,019473	0,050539	0,3853	0,700012
Tang	0,118287	0,118601	0,9974	0,318594	0,019289	0,135486	0,1424	0,886791
Op.Cresc	0,060376	0,052172	1,1573	0,247163	0,052677	0,037648	1,3992	0,161756
dummy2	0,454838	0,100269	4,5362	5,73E-06				
dummy3	0,195261	0,064711	3,0175	0,002549				
dummy4	0,197788	0,062703	3,1544	0,001608				
dummy5	0,129222	0,072998	1,7702	0,076691				
dummy6	0,148861	0,076528	1,9452	0,051753				
dummy7	0,331496	0,097914	3,3856	0,00071				
dummy8	0,213596	0,092745	2,303	0,021276				
dummy9	0,146374	0,111866	1,3085	0,190711				
dummy10	0,201887	0,110241	1,8313	0,067051				
dummy11	0,172218	0,09063	1,9002	0,057403				
dummy12	0,03573	0,07517	0,4753	0,634559				
dummy13	0,137226	0,068967	1,9897	0,04662				
dummy14	-0,01793	0,068085	-	0,792289				

			0,2633		
dummy15	0,182316	0,139994	1,3023	0,192811	
dummy16	0,152761	0,079039	1,9327	0,053269	
dummy17	0,428214	0,08298	5,1605	2,46E-07	
dummy18	0,269636	0,104747	2,5742	0,010048	
dummy19	-0,24585	0,040758	-6,032	1,62E-09	
R-Squared	0,38285			0,43522	
Adj.R-Squared	0,3705			0,32349	
F-statistic:	19,4199	p-value:	2,22E-16	85,2268	p-value: 2,22E-16

Para a obtenção do modelo final, foi utilizada a regressão com efeitos fixos (assim como sugeriu o teste de Hausman), excluindo as variáveis que não se mostraram significantes. Portanto, no modelo, as únicas variáveis utilizadas foram o risco e a rentabilidade. A estatística F mostrou que as variáveis em conjunto exercem influência sobre o nível de endividamento, em ambos os modelos.

Tabela 5: Modelo – Variável EndCont com efeitos fixos

	Estimate	Std. Error	t-value	Pr(> t)
Rent	-0,659917	0,058301	-11,319	2,20E-16
Risco	-0,875782	0,078636	-11,137	2,20E-16
Soma dos quadrados totais	9,6148			
Soma dos quadrados dos resíduos	5,5967			
R-Squared	0,41791			
Adj. R-Squared	0,31231			
F-statistic:	199,586	p-value:	2,22E-16	

Fonte: elaborado pelos autores

No primeiro modelo, com a exclusão das variáveis não significantes, o valor do R² ajustado 0,312. Percebe-se, de acordo com os estimadores do modelo, para um aumento de 1% na rentabilidade da empresa, seu endividamento diminui 0,659%. Da mesma maneira, o endividamento cai 0,875% para um aumento de 1% no risco.

5 CONCLUSÕES

Nos últimos anos, diversas pesquisas sobre a estrutura de capital foram realizadas no Brasil, o que torna o tema cada vez mais desafiador, tendo em vista a falta de certeza sobre o que realmente explica o endividamento das firmas.

Este estudo se propôs a verificar o efeito de alguns determinantes da estrutura de capital durante o período da crise econômica de 2014. Os determinantes escolhidos foram aqueles mencionados em análises teóricas e com resultados mais consistentes em pesquisas anteriores. Para a análise, foi realizada uma análise estatística de dados em painel, considerando tanto efeitos fixos e efeitos variáveis. Após o tratamento estatístico, verificou-se que o modelo mais representativo era aquele com efeitos fixos.

Analisando o Modelo (EndCont), a conclusão obtida é de que as variáveis rentabilidade e risco se mostraram estatisticamente significantes, e com relação igual àquela proposta pelas teorias. A variável que mede a proporção de ativos fixos não se mostrou significativa para os dados em questão, em nenhum dos modelos finais.

Apesar da explicação satisfatória da estrutura de capital com as variáveis relacionadas, o modelo apresentou um valor do R^2 ajustado pequeno (31,231%) sugerindo que existem outras variáveis que influenciam o nível de endividamento da empresa, porém não estão relacionados no modelo. No entanto, esse valor é parecido com os valores mais comumente encontrados em outras pesquisas semelhantes realizadas no Brasil.

Tendo em vista o R^2 ajustado pequeno, como proposta de pesquisas futuras, propõe-se que outras variáveis sejam adicionadas ao modelo, para que assim conclusões mais precisas possam ser encontradas no mercado brasileiro.

REFERÊNCIAS

AHMED SHEIKH, N. of capital structure: A. empirical study of firms in manufacturing industry of P.; WANG, Z. Determinants of capital structure An empirical study of firms in manufacturing industry of Pakistan. **Managerial Finance**, [s. l.], v. 37, n. 2, p. 117–

133, 2011.

ALBANEZ, T.; VALLE, M. R. Do. Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade e Finanças**, [s. l.], v. 20, n. 51, p. 6–27, 2009.

ARDALAN, K. Capital structure theory: Reconsidered. **Research in International Business and Finance**, [s. l.], v. 39, p. 696–710, 2017. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.11.010>>

BANDYOPADHYAY, A.; BARUA, N. M. Factors determining capital structure and corporate performance in India: Studying the business cycle effects. **Quarterly Review of Economics and Finance**, [s. l.], v. 61, p. 160–172, 2016. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.qref.2016.01.004>>

BARBOSA FILHO, F. de H. A crise econômica de 2014/2017. **Estudos Avançados**, [s. l.], v. 31, n. 89, p. 51–60, 2017.

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**, [s. l.], v. 20, n. 50, p. 75–94, 2009.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Crise econômica brasileira. **Jornal dos Economistas**, [s. l.], p. 3–4, 2017.

BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. FATORES DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS MAIORES EMPRESAS QUE ATUAM NO BRASIL. [s. l.], 2007.

CACCIAMALI, M. C.; TATEI, F. Mercado de trabalho: da euforia do ciclo expansivo e de inclusão social à frustração da recessão econômica. [s. l.], v. 30, n. 87, p. 103–122, 2016.

CHEN, J. J. Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. **Journal of Business Research**, [s. l.], v. 57, n. 12 SPEC.ISS., p. 1341–1351, 2004.

COSTA, L. C. D. **Comitê da FGV afirma que recessão recente foi a mais longa e a mais intensa desde anos 80**. 2017. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/comite-da-fgv-afirma-que-recessao-recente-foi-mais-longa-a-mais-intensa-desde-anos-80-22008223>>. Acesso em: 28 set. 2018.

DUARTE, P. C.; LAMOUNIER, W. M.; TAKAMATSU, R. T. Modelos Econométricos para Dados em Painel: Aspectos Teóricos e Exemplos de Aplicação à Pesquisa em Contabilidade e Finanças. [s. l.], 2005.

GOMES, G. L.; LEAL, R. P. C. DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAIS

DAS EMPRESAS BRASILEIRAS COM AÇÕES NEGOCIADAS EM BOLSAS DE VALORES. **Finanças Corporativas**, [s. l.], 2000.

GROPPELLI, A. A.; NIKBAKHT, E. **Administração financeira**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

GUERREIRO, R. Um Modelo de Sistema de Informação Contábil para Mensuração do Desempenho Econômico das Atividades Empresariais. **Caderno de Estudos No 4 FIPECAFI**, [s. l.], p. 1–19, 1992. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1413-92511992000100002&script=sci_arttext>

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **ECONOMETRIA BÁSICA**. [s.l: s.n.].

HANDOO, A.; SHARMA, K. A study on determinants of capital structure in India. **IIMB Management Review**, [s. l.], v. 26, n. 3, p. 170–182, 2014. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.iimb.2014.07.009>>

IBGE. **Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua - PNAD Contínua**. 2018a. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas-novoportal/sociais/trabalho/17270-pnad-continua.html?=&t=series-historicas>>.

Acesso em: 28 set. 2018.

IBGE. **Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua - PNAD Contínua**. 2018b. Disponível em: <ftp://ftp.ibge.gov.br/Trabalho_e_Rendimento/Pesquisa_Nacional_por_Amostra_de_Domicilios_continua/Trimestral/Comentarios_Sinteticos/2018_1_trimestre/pnadc_201801_trimestre_comentarios_sinteticos_Brasil.pdf>. Acesso em: 28 set. 2018.

IBGE. **PIB avança 1,0% em 2017 e fecha ano em R\$ 6,6 trilhões**. 2018c. Disponível em: <<https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2013-agencia-de-noticias/releases/20166-pib-avanca-1-0-em-2017-e-fecha-ano-em-r-6-6-trilhoes.html>>. Acesso em: 28 set. 2018.

IPEA - IBGE. **Inflação: IPCA**. 2018a. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>>. Acesso em: 28 set. 2018.

IPEA - IBGE. **EMBI+ Risco-Brasil**. 2018b. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>>. Acesso em: 28 set. 2018.

IQUIAPAZA, R. A.; AMARAL, H. F.; ARAÚJO, M. S. B. Testando as previsões da pecking order theory no financiamento das empresas brasileiras: uma nova metodologia. **Revista de Administração Mackenzie**, [s. l.], v. 9, n. 3, p. 157–183,

2008. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1678-69712008000300008&lng=pt&nrm=iso&tlng=en>

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [s. l.], v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976.

JUPETIPE, F. K. N.; MARTINS, E.; MÁRIO, P. do C.; CARVALHO, L. N. G. De. Custos de falência no Brasil comparativamente aos estudos norte-americanos. **Revista Direito Gv |**, [s. l.], v. 13, n. 1, p. 20–48, 2017.

KENNEDY, L.; MACHADO, C.; VIEIRA, K. C.; ANTONIALLI, L. M. A Relevância da Estrutura de Capital no Desempenho das Firms: uma Análise Multivariada das Empresas Brasileiras de Capital Aberto. [s. l.], p. 397–414, 2015.

KIMURA, H.; KAYO, E. K. Hierarchical determinants of capital structure. **Journal of Banking and Finance**, [s. l.], v. 35, n. 2, p. 358–371, 2011. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.08.015>>

KIRCH, G. DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS. [s. l.], p. 1–21, 2005.

LE, T. P. V.; PHAN, T. B. N. Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country. **Research in International Business and Finance**, [s. l.], v. 42, n. October 2016, p. 710–726, 2017.

LITZENBERGER, A. K. A. R. H. A STATE-PREFERENCE MODEL OF OPTIMAL FINANCIAL LEVERAGE. **The Journal of Finance**, [s. l.], v. 28, n. 4, p. 911–922, 1972.

MEDEIROS, O. R. De; MACHADO, M. A. V.; JUNIOR, W. E. Problemas na mensuração da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **Brazilian Business Review**, [s. l.], v. 7, n. 1, p. 24–47, 2010.

MELO, L. **Recessão brasileira acabou no fim de 2016, diz comitê da FGV que estuda ciclos econômicos.** 2017. Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/recessao-brasileira-acabou-no-fim-de-2016-diz-comite-da-fgv-que-estuda-ciclos-economicos.ghtml>>. Acesso em: 28 set. 2018.

MODIGLIANI, F., MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. [s. l.], v. 48, n. 3, p. 261–297, 1958.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. **The American Economic Review**, [s. l.], v. 53, n. 3, p. 433–443, 1963.

MYERS, S. C. Financing of corporations. **Handbooks of the Economics of**

Finance, [s. l.], v. 1A, p. 216–253, 2003.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, [s. l.], v. 13, n. 2, p. 187–221, 1984.

MYERS, S. C.; MYERS, S. C. CAPITAL STRUCTURE PUZZLE. [s. l.], n. April, 1984.

NAKAMURA, W. T. de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003; MARTIN, D. M. L.; FORTE, D.; CARVALHO FILHO, A. F.; COSTA, A. C. F.; AMARAL, A. C. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista Contabilidade & Finanças**, [s. l.], v. 44, p. 72–85, 2007. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rcf/v18n44/a07v1844.pdf>>

NG 'HABI BUNDALA, N. Do Tanzanian Companies Practice Pecking Order Theory, Agency Cost Theory or Trade-Off Theory? An Empirical Study in Tanzanian Listed Companies. **International Journal of Economics and Financial Issues**, [s. l.], v. 2, n. 4, p. 401–422, 2012. Disponível em: <www.econjournals.com>

OREIRO, J. L. Crise e perspectivas para a economia brasileira. [s. l.], v. 31, n. 89, p. 75–88, 2017.

PAULA, L. F. DE; PIRES, M. rise e perspectivas. [s. l.], v. 31, n. 89, p. 125–144, 2017.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração**, [s. l.], v. 37, n. 3, p. 33–46, 2002. Disponível em: <http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num_artigo=1355>

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas. **Revista de Administração Contemporânea**, [s. l.], v. 7, n. 1, p. 9–35, 2003. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-65552003000100002&lng=pt&nrm=iso&tlng=en>

PÓVOA, A. C. S.; NAKAMURA, W. T. Relevância da estrutura de dívida para os determinantes da estrutura de capital: um estudo com dados em painel. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, [s. l.], v. 12, n. 25, p. 03-26, 2015. Disponível em: <<https://periodicos.ufsc.br/index.php/contabilidade/article/view/2175-8069.2015v12n25p03>>

ROCHA, M. de C.; GONÇALVES, M.; BARBOSA, F. OPORTUNISMO COMO

DETERMINANTE DA ESTRUTURA DE CAPITAL: UM ESTUDO DE CASO EM NANOTECNOLOGIA. [s. l.], 2017.

SERGHIESCU, L.; VĂIDEAN, V.-L. Determinant Factors of the Capital Structure of a Firm- an Empirical Analysis. **Procedia Economics and Finance**, [s. l.], v. 15, n. 14, p. 1447–1457, 2014. Disponível em: <<http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S2212567114006108>>

SEVERO, R.; ZANI, J.; DIEHL, C. A. Estrutura de Capital e Estratégia em Mercados Competitivos: uma análise empírica da relação. **EnANPAD 2009**, [s. l.], v. 1, n. 1995, p. FIN2013, 2009.

VO, X. V. Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam. **Research in International Business and Finance**, [s. l.], v. 40, p. 105–113, 2017. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.12.001>>

VO, X. V.; ELLIS, C. An empirical investigation of capital structure and firm value in Vietnam. **Finance Research Letters**, [s. l.], v. 22, p. 90–94, 2017.