



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

ELLEN CECÍLIA SANTOS FELIX

DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS BRASILEIRAS
DE CAPITAL ABERTO

NATAL/RN

2019

ELLEN CECÍLIA SANTOS FELIX

**DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS BRASILEIRAS
DE CAPITAL ABERTO**

Monografia apresentada à Banca Examinadora da Universidade Federal do Rio Grande do Norte como requisito final à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientadora: Prof^ª. Me. Vanessa Câmara de Medeiros

NATAL/RN

2019

ELLEN CECÍLIA SANTOS FELIX

**DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS BRASILEIRAS
DE CAPITAL ABERTO**

Monografia apresentada à Banca Examinadora da Universidade Federal do Rio Grande do Norte como requisito final à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Aprovada em 11/06/2019

Banca examinadora :

Prof. Me. Vanessa Câmara de Medeiros
Orientadora - UFRN

Prof. Dr. Adilson de Lima Tavares
Examinador - UFRN

Prof. Me. Rodolfo Maia Rosado Cascudo Rodrigues
Examinador - UFRN

Universidade Federal do Rio Grande do Norte - UFRN
Sistema de Bibliotecas - SISBI

Catálogo de Publicação na Fonte. UFRN - Biblioteca Setorial do Centro Ciências Sociais Aplicadas - CCSA

Felix, Ellen Cecília Santos.

Determinantes da estrutura de capital de empresas brasileiras de capital aberto / Ellen Cecilia Santos Felix. - 2019.
42f.: il.

Monografia (Graduação em Ciências Contábeis) - Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Departamento de Ciências Contábeis. Natal, RN, 2019.
Orientador: Prof^a. Me. Vanessa Câmara de Medeiros.

1. Estrutura de capital - Monografia. 2. Dados em painel - Monografia. 3. Companhias abertas brasileiras - Monografia. I. Medeiros, Vanessa Câmara de. II. Universidade Federal do Rio Grande do Norte. III. Título.

RN/UF/Biblioteca do CCSA

CDU 657.41/.45

RESUMO

As implicações da estrutura de capital são questionadas desde o início dos estudos na área de finanças empresariais e possui marco no trabalho de Modiglian e Miller (1958) no qual questionam a relevância dessa estrutura para o valor da empresa. Desde então várias teorias se propõe a explicar os determinantes da estrutura de capital das empresas como a teoria *trade off*, a teoria *pecking order*, teoria da agência. Nesse sentido, o presente trabalho buscou identificar os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3, no período de 2010 a 2018, por meio das teorias e variáveis elencadas pela literatura. Foi utilizada a técnica de regressão com análise de dados em painel numa amostra de 107 empresas com três modelos de regressão para verificar a influência das variáveis no endividamento total, no endividamento de curto prazo e no endividamento de longo prazo. Como resultado, as variáveis tangibilidade, rentabilidade e *accruals* discricionários demonstraram maior correlação, as variáveis tamanho, *market to book*, Q-Tobin, e liquidez corrente também demonstraram poder explicativo para o endividamento. Exceto pela variável Q-Tobin, as variáveis apresentaram relação esperada pela teoria *pecking order* corroborando suas conjecturas e os *accruals* discricionários confirmam relação entre o gerenciamento de resultados e endividamento. Dessa forma, a teoria *pecking order* e a assimetria da informação denotaram maior esclarecimento para determinação do endividamento das empresas brasileiras de capital aberto.

Palavras-chave: Estrutura de capital; dados em painel; companhias abertas brasileiras.

ABSTRACT

The implications of the capital structure have been questioned since the beginning of the studies in the area of corporate finance and have a milestone in the work of Modiglian and Miller (1958) in which they question the relevance of this structure to the value of the company. Since several theories are proposed to explain the determinants of firms' capital structure such as trade off theory, pecking order theory, agency theory. In this sense, the present work sought to identify the determining factors of the capital structure of the Brazilian listed companies listed in B3, between 2010 and 2018, through the theories and variables listed in the literature. The regression technique with panel data analysis was used in a sample of 107 firms with three regression models to verify the influence of variables on total indebtedness, short-term indebtedness and long-term indebtedness. As a result, variables such as size, market to book, Q-Tobin, and current liquidity also showed explanatory power for indebtedness. Except for the variable Q-Tobin, the variables presented a relation expected by pecking order theory corroborating their conjectures and the accruals discriptions confirm the relationship between the management of results and indebtedness. Thus, the pecking order theory and the asymmetry of information denoted greater clarification for determining the indebtedness of Brazilian publicly traded companies.

Keywords: Capital structure; panel data; companies.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Estudos recentes.....	22
Quadro 2 - Variáveis da pesquisa.....	25
Quadro 3 - Relações esperadas e relações encontradas para as variáveis.....	35
Quadro 4 - Fatores relacionados à estrutura de capital analisadas em pesquisa anteriores no Brasil, com sinal do impacto marginal, pesquisas selecionadas, 1999-2018.....	37

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Estatísticas descritivas das variáveis dependentes.....	31
Tabela 2 - Estatísticas descritivas das variáveis independentes.....	32
Tabela 3 –Resultados das regressões dos três modelos.....	34

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	10
1.1. Contextualização do problema	10
1.2. Objetivos	12
1.2.1 Objetivo Geral	12
1.2.2 Objetivos específicos	12
1.3 Justificativa	12
2. REFERENCIAL TEÓRICO	13
2.1 Teoria de <i>trade off</i>	13
2.2 Teoria <i>pecking order</i>	14
2.3 Teoria da Agência	16
2.4 Gerenciamento de resultados	19
2.5 Estudos Recentes	22
3. METODOLOGIA	25
3.1 Variáveis da pesquisa	25
3.1.1 Tamanho	27
3.1.2 Risco	28
3.1.3 Tangibilidade	28
3.1.4 Oportunidade de crescimento	28
3.1.5 Rentabilidade	29
3.1.6 Liquidez corrente	29
3.1.7 <i>Accruals</i> Discricionários	29
3.1.8 <i>Poison Pills</i>	30
3.2 Modelos econométricos	30
4.0 ANÁLISE DOS RESULTADOS	31
4.1 Estatísticas descritivas	31
4.2 Regressões	33
5.0 CONSIDERAÇÕES FINAIS	39
REFERÊNCIAS	40

1. INTRODUÇÃO

1.1. Contextualização do problema

A administração financeira envolve a tomada de decisões que, em síntese, podem ser divididas entre decisões de investimento e decisões de financiamento. As decisões de investimento envolve a escolha dos projetos de investimentos mais rentáveis devido a necessidade de lucro, assim como, de projetos com menor risco tendo em vista a continuidade da empresa. Dessa forma, o equilíbrio entre esses dois fatores envolve grande parte da tomada de decisões financeiras.

Já as decisões de financiamento consistem nas escolhas: da fonte de financiamento; da proporção deste a ser quitado em curto prazo e em longo prazo; do quantitativo necessário a abarcar as necessidades dos projetos de investimento, seja em sua parte inicial ou para equilíbrio do fluxo de caixa da empresa; além dos custos desses financiamentos. Essas escolhas formam a estrutura de capital, composto pelo capital próprio e capital de terceiros. Conforme Assaf (2014) a estrutura de capital é um tema estudado desde o princípio da administração financeira, quando o estudo ainda era focado em sua maioria nos fatores externos a empresa, e continuou sendo estudado pela teoria moderna por sua possível influência no valor da empresa e em sua continuidade.

Estudo seminal sobre o tema foi o desenvolvido por Modigliani e Miller, o estudo de Modigliani e Miller (1958, *apud* Assaf, 2014) aponta para a hipótese de irrelevância da estrutura de capital para o valor da empresa. A partir das premissas utilizadas por esses pesquisadores e das críticas a essa teoria, os estudos evoluíram para perceber a influência da estrutura de capital no valor da empresa e os fatores que determinam essa estrutura.

A teoria *trade off* pressupõe que as empresas procuram estabelecer um nível ótimo entre capital de terceiros e capital próprio a fim de maximizar o valor da empresa; o Myers (1988), diferentemente, propõe a teoria de *pecking order* que pressupõe uma ordem de preferência hierárquica por parte da empresa, qual seja: financiamento interno, capital de terceiros e emissão de capital, devido aos diferentes níveis de assimetria informacional destes; já a teoria da agência conforme Jensen e Meckling (1976) considera a relação de agência fator explicativo para a estrutura de capital.

Dentre os fatores que influenciam as decisões de financiamento este trabalho irá explorar as três teorias por meio dos fatores mais abordados pela literatura ligados a estrutura da empresa, quais sejam: tamanho, tangibilidade dos ativos, rentabilidade, risco, oportunidade

de crescimento e adicionalmente fatores ligados à gestão, sendo eles: o gerenciamento de resultados e os *poison pills* - mecanismos de defesa contra aquisições hostis.

Esses fatores determinantes podem variar de acordo com o ambiente econômico, conforme Assaf (2014, p.4) “Conceitos financeiros consagrados em outros ambientes econômicos costumam encontrar enormes dificuldades de adaptação em nossa realidade empresarial, demandando um conjunto de ajustes e reflexões nem sempre seguidos pelo mercado”. O entendimento desses conceitos contribui para análise da situação das empresas, na tomada de decisão por parte dos gestores e outros usuários da informação contábil, como credores e acionistas. Nesse sentido, busca-se analisar quais os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto no período de 2010 a 2018.

1.2. Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral

Como objetivo geral deste trabalho buscou-se verificar os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto no período de 2010-2018..

1.2.2 Objetivos específicos

- Verificar o nível de explicação das variáveis apontadas pela literatura, identificando a teoria que melhor explica o comportamento da dívida em relação a cada uma;
- Examinar se o perfil do endividamento reage a variação dos fatores determinantes;
- Observar se o gerenciamento de resultados influencia as decisões de financiamento das firmas;
- Analisar se o mecanismo de defesa para manutenção de controle acionário *-poison pills-* influencia a estrutura de capital;

1.3 Justificativa

Os estudos sobre os fatores determinantes da estrutura de capital auxiliam a empresa a tomar melhores decisões, de forma geral, para facilitar o acesso a financiamentos, para a obtenção da estrutura que maximize seu valor e reduza os seus custos. Nesse sentido, pode o estudo interessar tanto aos gestores e acionistas de empresas, como também aos credores e órgãos governamentais de fomento à economia.

Este trabalho busca verificar os determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto considerando as diversas abordagens encontradas na literatura com vista a contribuir com a pesquisa no tema que apresenta verificações empíricas dos fatores por vezes contraditórias, ainda inconclusivas para a explicação completa dos fatores determinantes dessa estrutura. De forma que, apesar da maioria das pesquisas no contexto brasileiro favorecerem a teoria *pecking order* alguns estudos ainda apontam a possibilidade de explicação pela teoria *trade off*.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria de *trade off*

Nos estudos sobre estrutura de capital das empresas, possui importância o surgimento do teorema de Modigliani e Miller (1958, *apud* Assaf, 2014) que levanta a hipótese da estrutura de capital ser irrelevante para o valor da empresa contrariando a teoria convencional defendida por Durand (1652) que indica a existência de uma proporção ideal na estrutura de capital para maximizar o valor da empresa. Essas teorias trabalham a perspectiva a partir do Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC) no qual há maximização do valor com a alavancagem financeira em virtude do menor custo de capital de terceiros até certo limite no qual o risco eleva o custo de capital próprio.

O referido teorema conclui que considerando um mercado perfeito -livre de: tributação, custos de transação, custos de falência, assimetria informacional, captação a taxas diferenciadas- as decisões a respeito de uma estrutura de capital ótima são irrelevantes para o estabelecimento do custo médio ponderado de capital. Eles baseiam-se em duas proposições, a primeira sobre as vantagens da alavancagem de uma firma ser possivelmente obtida pelo investidor individualmente antes de ingressar com o investimento nela. A segunda proposição reflete: à medida que a alavancagem aumenta o valor da empresa, ela também aumenta o custo de capital próprio, em função linear desta, devido a maior remuneração exigida pelo risco por parte dos acionistas.

Esses pressupostos, apesar de possuírem fundamento apenas num mercado perfeito inexistente, contribuíram para que os estudos sobre determinantes da estrutura de capital passassem a investigar os determinantes por meio das implicações das imperfeições do mercado. Nesse sentido, em estudos posteriores, como o de Modigliani e Miller (1963, *apud* Franco, 2017, p.19) Modigliani e Miller passam a considerar o benefício fiscal da dívida e, dessa forma, em uma possível proporção ideal na estrutura de capital.

Nesse contexto surge a teoria de um *trade off*, segundo Kraus e Litzenberger, (1973, *apud* Franco, 2017, p. 20) ela postula que as empresas buscam uma proporção ótima de endividamento por meio do equilíbrio entre a dívida, pelo benefício fiscal desta, e os custos de dificuldades financeiras, custos de transação e custos de falência. Logo, a vantagem do capital de terceiros encontra limitações nos próprios custos que em determinado nível pode acarretar.

A modelo *trade off* recebe críticas, dentre elas a de que segundo Myers (1984) apesar dos pesquisadores divergirem sobre a proporção dos custos de dificuldade financeiras, de transação e de falência, ainda assim, ela não consegue explicar porque a maioria das empresas

não se encontram com o índice de endividamento como esta prevê. Nesse ínterim, defende que para explorar essa teoria devem ser consideradas as diferentes alíquotas efetivas de imposto que as entidades estão sujeitas, os custos de ajustes para chegar ao nível ótimo, os custos decorrentes de informações assimétricas e os decorrentes de problemas de agência.

Estudo de Booth et al (2001) com 10 países em desenvolvimento, por meio do modelo utilizado por Miller (1977) com relação a variável da tributação, identificou que mais dívidas são utilizadas em países no qual o endividamento possui maior benefício fiscal. Achado importante, visto que pôde comparar diferentes taxas de impostos nas quais as firmas podem estar sujeitas encontrando evidência da influência destas.

As dificuldades do modelo de *trade off* para explicar as decisões de financiamento levaram alguns autores a considerar um modelo dinâmico de *trade off* no qual segundo Amaral e Rocha (2007) é considerado que os benefícios e custos do endividamento são variáveis ao longo do tempo, logo, a estrutura ótima também seria. Nesse aspecto, o trabalho de Leary e Roberts (2005) constata a relação entre a pouca frequência dos ajustes que as empresas fazem para chegar ao nível ótimo e os custos de ajustes, demonstrando que estes podem sim explicar esse hiato.

Dentre outras implicações, para a teoria *trade off* segundo Myers (1984) é esperado que empresas menos arriscadas e que possuem mais ativos tangíveis, possuam maior nível de endividamento chegando mais facilmente a proporção ótima, em contrapartida de empresas com mais ativos intangíveis e mais arriscadas. Expectativa que se dá devido a maior facilidade de obtenção de financiamento por empresas estáveis e com mais ativos que podem ser dados em garantia. Ainda, como sugerido por Titman e Wessels (1988) empresas maiores são mais diversificadas apresentando assim menor risco e possivelmente maior alavancagem.

2.2 Teoria *pecking order*

Outra teoria que tenta explicar como é formada a estrutura de capital é a de *Pecking order* sugerida por Myers (1984) na qual as firmas possuem uma ordem de preferência na escolha do financiamento qual seja: financiamento interno, emissão de dívida, emissão de capital. Esse modelo é baseado nas implicações da informação assimétrica, ou seja, quando os gestores sabem mais sobre os riscos e valores da empresa que os investidores.

Essa hierarquia se justifica pelos diferentes níveis de assimetria informacional e consequentemente diferentes custos que essas espécies de financiamento oferecem. Conforme Frank e Goyal (2003) o financiamento com recursos internos não apresenta riscos e problemas

de seleção adversa, já a dívida apresenta pequeno problema de seleção adversa, enquanto emissão de capital apresenta grande problema de seleção adversa. Além disso, do ponto de vista do investidor externo o capital próprio é mais arriscado que a dívida o que exigirá maior remuneração.

Esses posicionamentos possuem base, dentre outros estudos, no de Myers e Majluf (1984) no qual exploram as implicações da assimetria da informação nas decisões de financiamento. Segundo o referido estudo essas decisões afetam o valor da empresa devido ao tipo de sinalização que essa medida estaria remetendo ao mercado, como quando a emissão de novas ações pode ser entendida como uma insuficiência de folga financeira. Dessa forma, os preços dessas ações poderiam ser subvalorizados. Logo, a emissão de ações acarreta não só em custos de transações mas também numa desvalorização possivelmente atenuada com a redução da assimetria informacional.

Nesse sentido conforme Shyam-Sunder e Myers (1999) as decisões de financiamento são guiadas por possível desequilíbrio no fluxo de caixa interno e oportunidades de investimento a serem aproveitadas pela firma e não pela busca de um nível ótimo de endividamento, contrariando dessa forma as previsões da teoria de *trade off*.

Frank e Goyal (2003) testaram de forma mais ampla a teoria de *Pecking Order* e diferente de Myers sua pesquisa sugere que o modelo não pode ser generalizado para explicar completamente as estruturas de financiamento, pois conforme os pressupostos do modelo ele deveria explicar melhor a estrutura de capital de empresas que possuem maior problema da seleção adversa, como as pequenas empresas com alto crescimento, todavia as grandes empresas se enquadram melhor no modelo. Além disso, para as empresas de todos os tamanhos, o déficit de financiamento desempenhou um papel decrescente ao longo do tempo.

A decorrência do modelo de financiamento hierárquico mencionado seria que as empresas com maior rentabilidade apresentariam menor endividamento, como observado no trabalho de Fama e French (2002) e Rajan e Zingales (1995). Isso se daria devido a maior possibilidade de financiamento com recursos próprios preferíveis ao endividamento. Essa seria uma das maiores diferenças observáveis quando as previsões da teoria *trade off* que sugere uma relação positiva dessas variáveis.

Além disso conforme Myers e Majluf (1984) a variável do grau de tangibilidade dos ativos influencia o nível de endividamento devido a assimetria da informação entre os administradores e os credores. Dessa maneira, a dívida possui o custo dessa assimetria que pode ser minimizado com a emissão de dívidas com garantia em ativos tangíveis. Esse

processo limita as estratégias de investimento do administrador que não pode mais dispor do bem para outros fins, corroborando a diminuição da assimetria.

2.3 Teoria da Agência

A teoria da agência considera, de acordo com Jensen e Meckling (1976), a relação de agência na qual um ou mais indivíduos proprietários de uma firma delegam ao que se chama de agente as atividades referentes a administração dessa firma, considerando que cada um procure seu próprio benefício nem sempre o agente agirá de acordo como o proprietário desejaria. O proprietário se preocupa, dentre outros aspectos, com a maximização do valor da empresa, enquanto o administrador pode não maximizar o valor tanto quanto utiliza os recursos corporativos em benefício próprio aumentando as benesses de seu cargo como quando não emprega as melhores técnicas e melhores investimentos, seja para reduzir seus esforços ou por desinteresse.

Ainda no estudo de Jensen e Meckling (1976), essas asserções vão além do conflito entre agente e proprietário adentrando em outras relações como as existentes entre credores e acionistas ou acionistas ordinários e preferenciais, elas implicam numa série de custos de monitoramento ou de garantia para minimizar seus efeitos. Esses custos englobam auditorias, sistemas formais de controle, incentivos de remuneração aos executivos, como remuneração em ações das empresas para amenizar as divergências de interesses.

Dentre as consequências desse paradigma para a estrutura de capital apresenta-se a preferência pela dívida que pode incluir cláusulas restritivas para as decisões da administração servindo como salvaguarda dos proprietários. Além disso, conforme Jensen (1986) a emissão de dívida diminui o fluxo de caixa livre que está à discricionariedade do agente o que chama de “hipótese de controle” e indica que ela pode ser melhor verificada em organizações que geram grandes fluxos de caixa, mas têm perspectivas de baixo crescimento. Logo, essas conjecturas podem explicar porque a dívida pode ser atrativa além da questão dos benefícios fiscais.

Apesar disso, é verificado que as empresas não optam por um modelo de estrutura de capital composta em maioria pela dívida, inclusive a forma de organizações cada vez mais com controle pulverizado é uma marca presente na atualidade. Uma das explicações admitidas é que existem os conflitos observado entre os acionistas e credores também geram custos de agência, devido ao contrato de dívida não esgotar as possibilidades de operações dos agentes,

Brito e Silva classificam como custo de investimento exagerado e custo de investimento insuficiente:

O custo do investimento exagerado se efetiva quando uma firma muito endividada efetua um investimento arriscado com valor presente líquido esperado negativo. Neste caso, se o projeto tem sucesso os acionistas recebem maior parte dos lucros. Se fracassar, os credores arcam com as maiores perdas. Os credores se antecipam a esta possibilidade e incorporam o custo esperado à taxa cobrada pelo financiamento, o que reduz o valor residual dos acionistas. Este efeito é denominado efeito substituição de ativos. As firmas mais maduras têm maior probabilidade de investir exageradamente. Já o custo de investimento insuficiente se origina quando as firmas estão insolventes. Neste caso, alguns projetos com valor presente líquido esperado positivo serão desprezados, pois os acionistas, que têm apenas o retorno residual, preferirão não fazê-lo. Novamente, os credores antecipam essas possibilidades e cobram pelo empréstimo mais do que na situação onde tais riscos não existem (efeito substituição dos ativos). As firmas com as maiores oportunidades de crescimento possuem maior probabilidade de investir insuficientemente. (BRITO e SILVA, 2005, p. 42)

Jensen e Meckling (1976) também explicam o custo da possibilidade de transferência de riqueza dos credores para os acionistas quando da escolha dos projetos de investimentos após a emissão de dívida. Para minimizar esses conflitos as cláusulas contratuais podem ser extremamente detalhistas. Dessa forma, os custos de implementação e de cumprimento das cláusulas contratuais além das oportunidades de investimento não utilizadas constituem o custo de agência do capital de terceiros.

Das três teorias até então estudadas o comportamento do fator risco quanto ao capital de terceiros é o mesmo pois tanto os custos de falência como os custos de agência conforme Harris e Raviv (1991) sugerem que quanto maior for a volatilidade dos resultados da empresa (ou o risco do negócio), maior a probabilidade de seus fluxos de caixa não serem suficientes para honrar o pagamento das dívidas.

Considerando os aspectos particulares do mercado de capitais brasileiro, que segundo a pesquisa realizada por Gorga (2009) atualizada por Gelman (2012) mesmo após a criação na bolsa do segmento novo mercado com maior exigência de critérios de governança corporativa apresenta-se ainda com controle acionário predominantemente concentrado.

Nesse sentido, o foco do conflito de agência passa da relação entre controlador e agente para acionista controlador e acionista minoritário. Conforme Jensen e Meckling (1976) certa propriedade em mãos dos agentes pode ser ajudar a convergir o interesse entre o principal e agente. Contudo, conforme Morck, Shleifer e Vishny (1988) a partir de certo nível

a concentração de propriedade os controladores podem expropriar a riqueza dos acionistas minoritários pela utilização da administração em benefício próprio (efeito de entrenchamento).

Segundo Ganguli (2013) Acionistas controladores de empresa com propriedade altamente concentrada tendem a buscar garantias de continuidade de seus direitos de controle sobre a empresa, o que contribui para a resistência à emissão de novas ações. Os resultados de Ganguli no mercado indiano indicam a associação positiva entre endividamento e concentração de propriedade, sinalizando a preferência de grandes acionistas controladores por esta forma de financiamento evitando-se a emissão de ações.

No mesmo sentido os resultados das pesquisa de Bokpin (2009) em Gana; de Céspedes, González e Molina (2010) na América Latina e de Crisóstomo e Pinehiro (2015) no Brasil apontam essa relação entre a concentração de propriedade e endividamento da empresa. Esse comportamento pode ser indicativo de esforços para manutenção do controle.

O “mercado de disputa pelo poder de controle” (*market for corporate control*) conforme Ramos *apud* Manne (2012) é importante mecanismo externo de redução dos custos de agência, uma vez que companhias que possuam administração com eficiência duvidosa, limitando seu valor de mercado comparado ao seu real potencial, correm o risco de um terem sua administração substituída por meio de aquisição hostil (oferta pública de aquisição não submetida à aprovação da administração). Nesse contexto, pode ocorrer a redução dos custos de agência pelo incentivo a eficiência da administração. Contrapõe esse possível benefício o argumento de que a proteção contra aquisições hostis podem preservar o valor da empresa no longo prazo e na negociação.

Ainda conforme o autor dentre os mecanismos de defesa contra aquisições hostis no cenário norte-americano destacam-se os *poison pills*, segundo Ramos (2012, p.24) “Um acordo sobre direitos de acionistas, o qual garantiria aos demais acionistas da companhia-alvo o direito de aquisição ou subscrição de novas ações da companhia-alvo por preços muito atrativos”. Dessa forma, quando da aquisição de ações a participação poderia se diluir dificultando a obtenção do controle.

Apesar da discutível justificativa para introdução deste mecanismo no Brasil, levando em consideração seu mercado acionário concentrado antagônico a existência de um mercado de disputa de controle, as *poison pills* já são aqui utilizadas. Nesse aspecto, esse estudo busca verificar se sua relação com a concentração de controle a torna determinante do endividamento das empresas.

2.4 Gerenciamento de resultados

O gerenciamento de resultados consiste, conforme Lopes e Martinez (2005) na manipulação da informação contábil por parte do gestor que aproveita-se da flexibilidade que o processo de mensuração e evidenciação do regime contábil possui para modificar o resultado da empresa. Dessa forma, apresenta aos diversos usuários um resultado melhorado, postergado ou minimizado para os mais diversos fins.

Levando em consideração a importância da informação contábil para os diversos usuários internos e externos e o problema da assimetria da informação, os estudos a respeito do uso de gerenciamento de resultados buscam evidências e formas dessa prática. Conforme Baldez (2015, p. 75) aponta “as principais fontes de gerenciamento abrangem (i) a mudança no método contábil, (ii) a mudança na estrutura de capital e (iii) o uso de *accruals*”.

A mudança do método contábil se refere à escolha de métodos dentre algumas possibilidades dentro da norma contábil como entre os métodos de depreciação ou avaliação de bens. Já quanto às mudanças na estrutura de capital segundo Baldez (2015 *apud* Jones, 1991) é verificado o uso da dívida revogável e do *swap* de dívida por ação para modificar o lucro apresentado. A terceira fonte se refere aos *accruals discricionários*.

Conforme Martinez (2001) *accruals* (acumulações discricionárias) são resultados da diferença entre o regime de competência, no qual as receitas são informadas quando da sua realização em conjunto com as respectivas despesas destas provenientes, para o regime de caixa onde essas informações são registradas quando das entradas e saídas de disponibilidades. Dessa forma, acumulação é representada pela diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa, todavia quando o gestor utiliza dessa ferramenta para reportar a informação que melhor lhe convém chama-se de acumulação discricionária.

Sobre os incentivos e motivações para a prática Martinez (2001, p. 38) aponta “ (1) Motivações vinculadas ao mercado de capitais; (2) Motivações Contratuais e (3) Motivações regulamentares e custos políticos.” Nas primeiras a intenção é modificar a percepção de risco. Nas segundas as motivações são os contratos de remuneração com bonificação vinculada ao resultado que estimulam os gestores a reportar maior lucro, além dos contratos de dívida com cláusulas restritivas ou obrigação de distribuição de dividendos. Nas terceiras a intenção é minimizar o lucro para evitar indícios de cartel ou monopólio ou conseguir angariar medidas governamentais protetivas.

As motivações contratuais são estudadas quanto à sua relação com a estrutura de capital das empresas. Nesse sentido, conforme Diamond (1991) os credores tendem a

incorporar custos maiores na dívida para credores com menor qualidade de lucro e custos menores para credores com melhor qualidade no lucro. Outro aspecto positivo já mencionado é a limitação do fluxo de caixa que o financiamento por dívida proporciona, de forma a diminuir a discricionariedade dos gestores Jensen (1986). Por outro lado, levanta-se a hipótese de que os gestores possam utilizar de gerenciamento de resultado quando do risco de incorrer em violações dos *covenants* nos contratos de dívida. Os estudos de Defond e Jiambalvo (1994) e Sweeney (1994) corroboram essa hipótese, verificaram que os gestores tendem a gerenciar o resultado para aumentar o lucro quando estão próximos de infringir cláusulas de contratos de dívida.

Asserções sobre as influências positivas e negativas entre dívida e gerenciamento de resultados são apontadas por Ghosh e Moon (2010) que propõem uma relação não linear da dívida na qual em baixos níveis de dívida os gestores teriam incentivos para reportar informações com maior qualidade, mas para altos níveis de dívida teriam incentivos para gerenciar informações para não infringir cláusulas de contratos com credores. Estudos recentes com empresas brasileiras feito por Costa, Matte e Monte-Mor (2018) corroboram essa hipótese ao encontrar relação positiva entre acumulações discricionárias e baixo nível de dívida e negativa entre acumulações discricionárias e altos níveis de dívida, sendo essa relação característica das dívidas de longo prazo.

Estudos como o de Gu, Lee e Rosset (2005) encontraram relação positiva entre as acumulações discricionárias e a alavancagem financeira. Já Bowen, Rajgopal e Venkatachalam (2008) encontraram relação negativa entre essas variáveis. Para as empresas brasileiras pode-se verificar a mesma evidência mista, Martinez (2001) em estudo com empresas brasileiras encontrou evidências de que o gerenciamento de resultados é estimulado pelo nível de endividamento e Nardi e Nakao (2009) verificaram se empresas com maiores custos de dívida também se envolveriam em maior discricionariedade contábil. Todavia, outros estudos como o Coelho e Lopes (2005) não verificaram relação entre a estrutura de financiamento e a prática.

A *proxy* para o gerenciamento de resultados para o presente estudo foram os *accruals* discricionários (DA_{it}) calculados pelo modelo Jones modificado indicado por Dechow, Sloan e Sweeney (1995). O modelo Jones modificado é um dos modelos mais utilizados inclusive no estudo de Ghosh e Moon (2010) e no de Costa, Matte e Monte-Mor (2018), para fins de comparabilidades.

O modelo de Jones modificado, conforme Dechow, Sloan e Sweeny (1995), é descrito da forma a seguir:

$$NDA_{it} = \alpha (1/A_{it-1}) + \beta_1(\Delta R_{it} - \Delta CR_{it}/A_{it-1}) + \beta_2(PPE_{it}/A_{it-1}) \quad (4)$$

No qual:

NDA_{it} = *accruals* não discricionários da empresa *i* no período *t*;

ΔR_{it} = variação das receitas líquidas da empresa *i* do período *t-1* para o ano *t*;

ΔCR_{it} = variação da conta duplicatas a receber da empresa *i* do período *t-1* para o *t*;

PPE_{it} = saldo final da conta ativo imobilizado da empresa *i* no período *t*;

A_{it-1} = Ativo total da empresa *i* no período *t-1*;

α , β_1 e β_2 = coeficientes estimados pela equação.

Os *accruals* totais são calculados da seguinte maneira:

$$Ac_t = (\Delta AC_t - \Delta Disp_t) - (\Delta PC_t - \Delta Div_t) - Depr_t / A_{t-1} \quad (5)$$

Em que:

Ac_t = *accruals* (operacionais) totais da empresa no período *t*;

ΔAC_t = variação do ativo corrente (circulante) da empresa no final do período *t-1* para o final do período *t*;

ΔPC_t = variação do passivo corrente (circulante) da empresa no final do período *t-1* para o final do período *t*;

$\Delta Disp_t$ = variação das disponibilidades da empresa no final do período *t-1* para o final do período *t*;

ΔDiv_t = variação dos financiamentos e empréstimos de curto prazo da empresa no final do período *t-1* para o final do período *t*;

$Depr_t$ = montante das despesas com depreciação da empresa durante o período *t*;

A_{t-1} = ativos totais da empresa no final do período *t-1*.

Os *accruals* discricionários da empresa *i* no período *t*, calculadas da seguinte forma :

$$DA_t = TA_t - NDA_t \quad (6)$$

em que:

DA_t = *accruals* discricionários da empresa no período *t*;

TA_t = *accruals* totais da empresa no período *t* (equação 5);

NDA_t = *accruals* não-discricionários da empresa no período *t* (equação 1);

2.5 Estudos Recentes

Levando em consideração as diversas abordagens propostas para explicação da estrutura de capital, o quadro abaixo reúne estudos recentes sobre o tema: autores, objetivo, metodologia e resumo do resultado.

Quadro 1 - Estudos recentes

Autor(es)	Objetivo	Metodologia	Resumo dos resultados
Smaniotto, Alves e Decourt (2018)	Identificar os fatores determinantes da estrutura de capital nas instituições que realizaram oferta pública primária de ações.	Técnica: Regressão com dados em painel. Amostra: i. empresas que realizaram oferta pública inicial de ações entre os anos 2004 e 2014 no Brasil; ii. 100 maiores empresas em 2004, já operantes na BMF&BOVESPA.	Para esse estudo as variáveis liquidez, <i>market to book</i> , crescimento apresentaram os resultados esperados pela teoria da assimetria, contudo <i>tangibilidade</i> , <i>risco</i> , <i>tamanho</i> contrariaram os pressupostos. Além disso, os resultados também demonstram maior grau de maturidade (em relação a liquidez) para as empresas já pertencentes à bolsa, e uma maior aderência a teoria de pecking order em relação a rentabilidade das empresas entrantes na bolsa.
Gallina e Araújo (2018)	Verificar a influência exercida pela assimetria de informação nas decisões de estrutura de capital de empresas brasileiras e americanas de capital aberto	Técnica: Regressão com dados em painel. Amostra: empresas de capital aberto do Brasil e dos Estados Unidos, listadas na Bovespa ,inicialmente uma amostra de 132, e na NYSE (New York Stock Exchange), inicialmente uma amostra de 472.	Para o estudo a teoria <i>pecking order</i> ofereceu melhor conjunto explicativo para o endividamento das empresas norte-americanas, enquanto que para as empresas brasileiras, parece ser um misto da teoria de pecking-order e da trade-off o que oferece a melhor explicação para o endividamento das companhias analisadas.

Cordeiro Filho, Pamplona, Lucas e Kawai (2018)	Analisar a estrutura de capital das companhias abertas brasileiras no período de 2010 a 2016, sob as perspectivas da <i>pecking order theory</i> e <i>tradeoff theory</i>	Técnica: Regressão com dados em painel. Amostra: 199 empresas brasileiras de capital aberto.	Os resultados obtidos sugerem que as companhias abertas brasileiras se financiam substancialmente por meio da emissão de dívida, corroborando o modelo da teoria <i>pecking order</i>.
Silva, Savariz e Leite (2018)	Analisar a influência da assimetria de informação na determinação da estrutura de capital em empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa no período de 2009 a 2015	Técnica: Regressão com dados em painel. Amostra: 188 empresas brasileiras de capital aberto.	Os resultados evidenciaram que a assimetria da informação possui influência na determinação da estrutura de capital. Este resultado foi obtido pela verificação da variável nível de governança corporativa como sendo importante na determinação da estrutura de capital no primeiro grupo de empresas que possuem listagem em níveis de governança corporativa.
Borges, Pimenta Júnior, Gaio e Ambrozini (2018)	Determinação das variáveis relevantes para a definição do nível de alavancagem de empresas, considerando-se a origem dos sistemas legais dos países em que atuam (Civil Law e Common Law)	Técnica: Regressão com dados em painel. Amostra: 26.715 empresas, de 48 diferentes países.	Os resultados obtidos sugerem que os fatores determinantes do nível de alavancagem das empresas variam conforme a tradição legal; que a importância das variáveis não é homogênea entre os países ; que os fatores específicos do ambiente econômico dos países possuem papel relevante na determinação do nível de alavancagem das empresas, bem como os fatores de proteção legal (direitos de credores e acionistas).
Sousa e Galdi (2018)	Investigar se a captação de recursos com custo de capital subsidiado por meio de linhas de financiamento	Técnica: Cálculo do retorno anormal pelos modelos: de retornos ajustados ao mercado; e Capital Asset Price Modelo	Os resultados indicam que a média dos retornos anormais das empresas que contrataram crédito junto ao BNDES é significativamente diferente de zero em torno da data do anúncio da contratação podendo-se concluir que a captação de

	diferenciadas ofertadas pelo BNDES exerce influência no valor da empresa.	(CAPM). Amostra: 136 empresas brasileiras de capital aberto.	recursos com custo subsidiado possui conteúdo informacional suficiente para influenciar o valor da empresa , confirmando a teoria do <i>trade off</i> das fontes de capital e a hipótese desta pesquisa.
Costa, Matte e Monte-Mor (2018)	Verificar se existe uma relação não linear entre dívida e o componente discricionário dos lucros para as empresas listadas na BM&FBOVESPA entre 2008 e 2015.	Técnica: Regressão com dados em painel. Amostra: 198 empresas brasileiras de capital aberto.	As evidências indicam uma relação positiva entre baixos níveis de dívida e a qualidade dos lucros, mas negativa para níveis maiores de dívida . Esse resultado sugere que em níveis elevados de endividamento, é preferível diminuir a qualidade dos lucros a incorrer em perdas por violações contratuais. Análises adicionais indicam que a relação não linear encontrada está relacionada à dívida de longo prazo, e não à de curto prazo.
Crisóstomo e Pinehiro (2015)	Analisar, sob o enfoque dos conflitos de agência, se a concentração de propriedade tem efeitos na estrutura de capital da empresa.	Técnica: Regressão com dados em painel. Amostra: 266 empresas brasileiras de capital aberto.	O estudo testou a concentração de propriedade como fator determinante do endividamento obtendo resultado confirmatório para relação. Além de especificamente verificar um efeito quadrático inverso, indicando um efeito positivo até determinado grau de concentração e negativo a partir deste.

Fonte: Elaborado pelo autor.

3. METODOLOGIA

Com fins de medir o grau de explicação dos fatores determinantes da estrutura de capital das companhias brasileiras, a pesquisa caracteriza-se como descritiva, documental e quantitativa e baseou-se num modelo de regressão com dados em painel de efeitos aleatórios. A análise de dados em painel conforme o quadro 1 é a metodologia mais utilizada pelos estudos recentes e segundo Baltagi (1996) a que possui mais eficiência, valor informativo, variabilidade, graus de liberdade e menos colinearidade nas variáveis, visto a disposição dos dados combinando as unidades ou entidades e o lapso temporal.

As variáveis inseridas nos modelos econométricos foram extraídas das demonstrações financeiras no caso das demais ambas das empresas listadas na B3 por meio da base de dados Económica, a adoção de *Poison Pills* pelas empresas da coleta de dados do trabalho de Azevedo (2018). O período analisado compreende a janela temporal 2011-2018, após a adoção obrigatória das *International Financial Reporting Standards* (IFRS), o ano de 2010 foi suprimido devido a necessidade de trabalhar com variação de alguns índices de um ano para outro na estimação dos *accruals*.

De uma população de 404 empresas de todos os segmentos da B3, para o trabalho com um painel balanceado, foram excluídas as empresas que não possuíam dados para o cálculo das variáveis necessárias para o estudo, no período de tempo em questão, totalizando uma amostra de 107 empresas. As regressões foram calculadas pelo software Stata.

3.1 Variáveis da pesquisa

No quadro 2 se dispõem as variáveis, forma de cálculo utilizada ou explicação e relação esperada conforme as teorias.

Quadro 2 – Variáveis da Pesquisa

Variáveis Dependentes		
Variável	Sigla	Cálculo
Endividamento Total	ET	(Passivo Circulante + Passivo não circulante)/Ativo Total
Endividamento de Curto Prazo	ECP	Passivo Circulante/ Ativo Total
Endividamento de Longo Prazo	ELP	Passivo não circulante/Ativo Total

Variáveis Independentes						
Variável	Sigla	Cálculo	Relação esperada (Trade off)	Relação esperada (Pecking Order)	Relação esperada (Teoria da agência)	Autores/Fonte
Tangibilidade	TANG	(Ativo Imobilizado + Estoques)/Ativo Total	+	+/-	+	Myers e Majluf (1984); Hajan e Zingales (1995); Jensen e Meckling (1976); Harris e Haviv (1991); Bastos, Nakamura e Basso (2009).
Rentabilidade	RENT	EBITDA/Ativos Totais	+	-	+	Titman e Wessel (1988); Bastos, Nakamura e Basso (2009).
Risco	RISC	Desvio Padrão do EBITDA/Ativo Total	-	-	-	Myers e Majluf (1984); Myers (2001); Bastos, Nakamura e Basso (2009).
Tamanho	TAM	Log (Receita Operacional Líquida)	+	+/-	+	Titman e Wessels (1988); Harris e Haviv (1991); Fama and French (2002); Bastos, Nakamura e Basso (2009).
Q- Tobin	Q-T	Valor de merc. /Ativos totais	-	+/-	+/-	Titman e Wessel (1988); Fama e French(2002); Amaral e Rocha (2007).
Market to book value	MTB	Cotação da ação/ V. pat. ação	-	+/-	+/-	Titman e Wessel (1988); Fama e French(2002); Bastos, Nakamura e Basso (2009).
Liquidez	LC	Ativo	Indetermina	-	Indetermina	Ozkan (2001);

Corrente		circulante/passivo circulante	do		do	Bastos, Nakamura e Basso (2009).
<i>Accruals discricionários</i>	ACD	Modelo explicado no tópico 2.4	Relação positiva com baixo nível de dívida e negativa com altos níveis de dívida			Costa, Matte e Monte Mor (2018)
Variável independente - <i>Dummy</i>						
Poison Pills	PP	1 = Com <i>poison pills</i> ; 0 = Sem <i>poison pills</i> ;	+			

Fonte: Elaborado pelo autor.

3.1.1 Tamanho

Titman e Wessels (1988), baseando-se nas evidências de Warner (1977) e Ang, Chua e McConnell (1982) de que os custos de falência aumentam inversamente ao valor da empresa, acrescenta que a diversificação que grandes empresas tendem a ter, logo, menos propensas à falência e fundamentando-se em Smith (1977) aponta a questão dos maiores custos de emissão de dívida e ações para empresas menores.

Harris e Haviv (1991) sugerem que empresas com mais tempo de funcionamento tem mais aparato de informações que passam confiança e facilita o acesso aos mercados a menores custos. Stohs e Mauer (1996, p. 283 *apud* Valle e Albanez, 2012) “empresas menores que, provavelmente, enfrentam mais severos conflitos de agência que empresas maiores e bem estabelecidas, podem usar dívida de curto prazo para amenizar esses conflitos.” Todas essas hipóteses favorecem o potencial de grandes empresas para o endividamento.

Outra interpretação é dada por Fama and French (2002) quando sugerem que empresas menores têm maior dificuldade em emitir ações e menor estabilidade em seu fluxo de caixa. Assim como Hajan e Zingales (1995) quando apontam que empresas maiores têm menos assimetria de informação sendo mais capaz de emitir ações, assim teriam menor alavancagem.

3.1.2 Risco

Conforme Myers (2001) os conflitos entre credores e acionistas só existe pelo risco de inadimplência devido a chance de que os acionistas ganhem às custas dos credores, dessa forma, o risco dificulta a alavancagem da empresa diretamente ou indiretamente por meio do

aumento dos custos da dívida. Pela ótica de Myers e Majluf (1984) a folga financeira volátil faz com que a empresa crie reservas. Logo, para todas as teorias é esperada uma relação negativa para essa variável, pois o risco é tido como o fator limitador do endividamento pelos agentes externos e internos a empresa.

3.1.3 Tangibilidade

Dentre os estudos que corroboram uma relação positiva entre a quantidade de ativos tangíveis e o nível de endividamentos estão Myers e Majluf (1984) que apontam a redução dos custos financeiros na qual a dívida com garantias pode proporcionar, sendo assim, a aquisição de capital de terceiros seria incentivada pela quantidade dos ativos tangíveis. Hajan e Zingales (1995) seguem a mesma linha de raciocínio acrescentando a importância as garantias em ativos tangíveis em caso de liquidação. Jensen e Meckling (1976) com base na teoria da agência sugerem que a dívida com garantia pode ser utilizada como forma de restrição para a administração que será obrigada a utilizar os fundos em determinados projetos evitando a substituição de ativos e amenizando a tendência da administração de investir de forma subótima. Logo, teoria *trade off*, teoria *pecking order* e teoria de agência propõe expectativa de relação positiva.

Hipótese menos comum é apontada por Harris e Raviv (1991) que empresas com menos ativos tangíveis por terem maior problema de informação assimétrica podem acumular mais dívida ao longo do tempo, tornando-se mais alavancadas.

3.1.4 Oportunidade de crescimento

Como proxy para a oportunidade de crescimento utiliza-se nessa pesquisa o *market to book value* e o Q de Tobin que refletem a expectativa de mercado quanto à empresa.

Para teoria *trade off* é esperada uma relação negativa, segundo Myers (1977) empresas em perspectivas de crescimento podem evitar a dívida como forma de manter capacidade de endividamento para as oportunidades futuras, embora a dívida de curto prazo possa estar positivamente relacionada devido a redução dos conflitos de agência comparada a dívida de longo prazo. Seguindo a premissa na teoria da agência conforme Titman e Wessels (1988) empresas com maior expectativa de crescimento teriam maior risco de expropriação dos credores pelos acionistas com o investimento subótimo, assim como, a oportunidade de crescimento é valor da empresa que não pode servir de garantia, seu valor é intangível, corroborando a relação negativa.

Já para a teoria *pecking order* Fama e French (2002) apontam que a duas possibilidades empresas com mais expectativa de crescimento manteria os níveis baixos para não comprometer a obtenção de crédito ou a hipótese mais comum na qual os investimentos demandariam mais recursos de terceiros.

3.1.5 Rentabilidade

Pela teoria *trade off* conforme Miller (1977) é esperado que empresas com maior rentabilidade tenham mais incentivos para utilizar do benefício fiscal da dívida devido sua maior carga de impostos. Ademais elas também podem aproveitar a confiança dos credores em sua capacidade de pagamento amenizando problemas de agência entre acionistas e credores. Já para teoria *pecking order* segundo Titman e Wessel (1988) a lucratividade deve proporcionar recursos para a empresa não optar pelo endividamento, já que pela teoria os recursos da folga financeira é preferível às outras formas de financiamento.

3.1.6 Liquidez corrente

Segundo Ozkan (2001) a liquidez corrente pode apresentar duas perspectivas, por um lado a empresa possui maior capacidade de pagamento o que pode corroborar uma relação positiva, por outro pela teoria *pecking order* é de se esperar que a empresa utiliza seu excedente em vez de dívida corroborando uma relação negativa.

3.1.7 Accruals Discricionários

Os *accruals* discricionários como *proxy* do gerenciamento de resultado deve demonstrar a relação entre este e o endividamento. Os estudos anteriores apresentam resultados mistos, alguns encontram relação positiva para a relação como Biddle et al. (2009), Nasab e Shafii (2015), Nugroho, B. A., e Jasman. (2018), reforçando a ideia de que as empresas com maior alavancagem utilizam de gerenciamento para conseguir financiamento, refinanciamento ou para não infringir cláusulas de contratos de dívida. No entanto, outros estudos apontam uma relação negativa como os de Rodríguez-Pérez e Hemmen (2010) Linck, Netter, e Shu (2013), Gill et al. (2013) contribuindo para a ideia de que empresas mais endividadas estão sujeitas a maior controle por parte dos credores.

Contudo, na perspectiva de uma relação não-linear apontada por Ghosh e Moon (2010) e Costa, Matte e Monte-Mor (2018) na qual existe uma relação positiva entre baixos

níveis de dívida e o gerenciamento de resultados por meio de *accruals discricionários*, mas negativa para níveis maiores de dívida, logo, é possível encontrar ambas relações.

3.1.8 Poison Pills

Conforme os resultados das pesquisas de Bokpin (2009); Céspedes, González e Molina (2010) e de Crisóstomo e Pinehiro (2015) nas quais identificam uma relação positiva entre concentração de capital e endividamento. Além de, como sugerido por Ganguli(2013) que acionistas de empresas com capital altamente concentrado procuram continuar com os benefícios do controle. Nessa perspectiva procura-se verificar se as poison pills são determinantes da estrutura de capital.

3.2 Modelos econométricos

Os modelos econométricos utilizados para os testes de regressão múltipla com as variáveis dependentes e independentes, conforme o quadro 2, são descritos abaixo:

$$ET_{it} = \beta_0 + \beta_1 TANG + \beta_2 RENT + \beta_3 TAM + \beta_4 RISC + \beta_5 MTB + \beta_6 LC + \beta_7 Q-T + \beta_8 ACD + \beta_9 PP + E_{it} \quad (1)$$

$$ECP_{it} = \beta_0 + \beta_1 TANG + \beta_2 RENT + \beta_3 TAM + \beta_4 RISC + \beta_5 MTB + \beta_6 LC + \beta_7 Q-T + \beta_8 ACD + \beta_9 PP + E_{it} \quad (2)$$

$$ELP_{it} = \beta_0 + \beta_1 TANG + \beta_2 RENT + \beta_3 TAM + \beta_4 RISC + \beta_5 MTB + \beta_6 LC + \beta_7 Q-T + \beta_8 ACD + \beta_9 PP + E_{it} \quad (3)$$

4.0 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A pesquisa analisa o comportamento das variáveis determinantes da estrutura de capital na amostra de 107 empresas brasileiras de capital aberto no período de 2011 a 2018, o ano de 2010 foi suprimido da análise devido à necessidade de utilizar cálculo de variações de um ano para o outro no modelo dos *accruals* discricionários.

4.1 Estatísticas descritivas

As estatísticas descritivas mostraram as principais características das empresas analisadas, de forma que é possível verificar o perfil da estrutura de capital e das variáveis explicativas. A tabela 1 demonstra média, mediana, desvio padrão, variância, máximos e mínimos do endividamento total, de curto prazo e de longo prazo.

Tabela 1: Estatísticas descritivas das variáveis dependentes

Variável	Medida	Total	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Endividament o Total	Média	0,55	0,54	0,54	0,54	0,55	0,57	0,56	0,55	0,57
	Mediana	0,55	0,55	0,55	0,54	0,55	0,57	0,56	0,56	0,56
	Des. Pad.	0,19	0,17	0,18	0,18	0,18	0,19	0,20	0,20	0,20
	Variância	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,04	0,04	0,04	0,04
	Mínimo	0,09	0,12	0,11	0,12	0,11	0,10	0,10	0,10	0,09
	Máximo	1,00	0,89	1,00	0,89	0,95	0,98	0,97	0,90	0,98
Endividament o de Curto Prazo	Média	0,26	0,25	0,25	0,24	0,25	0,26	0,27	0,27	0,27
	Mediana	0,24	0,23	0,24	0,22	0,23	0,24	0,25	0,24	0,24
	Des. Pad.	0,14	0,13	0,14	0,13	0,14	0,15	0,16	0,15	0,15
	Variância	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
	Mínimo	0,02	0,07	0,04	0,04	0,05	0,03	0,04	0,02	0,02
	Máximo	0,88	0,78	0,88	0,88	0,87	0,85	0,85	0,85	0,83
Endividament o de Longo Prazo	Média	0,30	0,29	0,29	0,30	0,30	0,30	0,30	0,29	0,30
	Mediana	0,30	0,30	0,30	0,29	0,30	0,30	0,29	0,29	0,31
	Des. Pad.	0,16	0,15	0,15	0,15	0,15	0,17	0,17	0,17	0,18
	Variância	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02	0,03	0,03	0,03	0,03
	Mínimo	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01
	Máximo	0,76	0,68	0,71	0,73	0,76	0,74	0,71	0,68	0,74

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica-se que em médias essas empresas possuem de 54 a 57% de endividamento total, sendo de 24 a 27% de endividamento em curto prazo e 29 a 30% de endividamento em longo prazo. Ao longo do período houve um crescimento da média de endividamento total em cerca de 3% do primeiro para o segundo quadriênio, sendo similar ao crescimento da média de endividamento de curto prazo. Além disso, do desvio padrão apresentado infere-se que os valores estão bem distribuídos em torno da média indicando a presença de pouca

heterogeneidade nos dados, que se ainda é vista devido à presença de empresas com diferentes níveis de endividamento.

Conforme as variáveis dependentes da pesquisa, quais sejam: tangibilidade, rentabilidade, risco, tamanho, *market to book value*, *q-tobin*, liquidez corrente e *accruals* discricionários a Tabela 2 apresenta média, mediana, desvio padrão, variância, máximos e mínimos dessas variáveis para a amostra selecionada.

Tabela 2: Estatísticas descritivas das variáveis independentes

Variável	Medida	Total	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tangibilidade	Média	0,36	0,38	0,38	0,37	0,35	0,35	0,35	0,34	0,34
	Mediana	0,36	0,40	0,39	0,38	0,36	0,37	0,34	0,36	0,34
	Des. Pad.	0,22	0,22	0,22	0,23	0,22	0,22	0,22	0,21	0,21
	Variância	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,04	0,05
	Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Máximo	0,92	0,92	0,90	0,84	0,83	0,81	0,80	0,79	0,76
Rentabilidade	Média	0,10	0,11	0,11	0,10	0,10	0,09	0,10	0,10	0,11
	Mediana	0,10	0,11	0,11	0,11	0,11	0,10	0,09	0,10	0,12
	Des. Pad.	0,10	0,09	0,08	0,17	0,12	0,07	0,08	0,08	0,07
	Variância	0,01	0,01	0,01	0,03	0,01	0,00	0,01	0,01	0,01
	Mínimo	-1,43	-0,12	-0,15	-1,43	-0,84	-0,09	-0,08	-0,29	-0,17
	Máximo	0,47	0,45	0,34	0,38	0,31	0,30	0,47	0,36	0,27
Risco	Média	2,19	1,48	2,13	2,96	2,85	-0,60	1,84	2,09	4,80
	Mediana	2,02	1,31	1,90	2,73	2,79	-0,66	1,77	1,91	4,77
	Des. Pad.	1,78	0,79	1,05	1,29	1,01	0,58	0,89	1,04	1,62
	Variância	3,18	0,63	1,10	1,66	1,02	0,34	0,79	1,08	2,63
	Mínimo	-1,55	0,04	0,23	0,57	1,08	-1,55	-0,92	-0,16	1,01
	Máximo	9,81	7,82	8,59	9,25	5,97	2,98	5,22	7,88	9,81
Tamanho	Média	8,11	7,82	7,92	8,02	8,15	8,18	8,20	8,22	8,34
	Mediana	8,09	7,86	7,97	8,09	8,16	8,10	8,21	8,19	8,35
	Des. Pad.	1,67	1,71	1,73	1,70	1,60	1,63	1,65	1,64	1,66
	Variância	2,78	2,93	3,00	2,88	2,56	2,65	2,71	2,68	2,76
	Mínimo	1,48	2,30	1,91	1,48	3,49	3,03	2,97	2,79	2,63
	Máximo	12,77	12,41	12,55	12,63	12,73	12,68	12,55	12,56	12,77
Market book value	Média	2,38	2,38	3,61	2,47	2,03	1,87	2,14	2,33	2,24
	Mediana	1,37	1,45	1,53	1,62	1,33	0,90	1,08	1,35	1,48
	Des. Pad.	3,86	2,93	7,73	3,23	2,88	3,01	2,97	2,88	2,21
	Variância	14,88	8,56	59,74	10,43	8,31	9,05	8,81	8,29	4,88
	Mínimo	0,06	0,31	0,13	0,13	0,06	0,08	0,16	0,21	0,22
	Máximo	57,13	20,08	57,13	26,08	23,55	23,19	21,35	23,67	16,28
Q-Tobin	Média	1,38	1,46	1,64	1,47	1,29	1,15	1,25	1,44	1,35
	Mediana	1,12	1,19	1,22	1,22	1,11	0,97	1,04	1,12	1,12
	Des. Pad.	0,82	0,93	1,16	0,79	0,67	0,63	0,72	0,83	0,64
	Variância	0,68	0,87	1,34	0,63	0,45	0,39	0,51	0,70	0,41
	Mínimo	0,24	0,54	0,47	0,34	0,50	0,36	0,37	0,57	0,24
	Máximo	6,82	5,15	6,82	4,30	3,98	4,23	4,25	5,18	4,00
Liquidez Corrente	Média	2,13	1,98	2,05	2,19	2,12	2,11	2,02	2,20	2,33
	Mediana	1,63	1,72	1,73	1,71	1,70	1,59	1,54	1,55	1,54
	Des. Pad.	2,83	1,44	1,80	2,55	2,04	2,9	1,99	3,56	4,79
	Variância	8,00	2,07	3,23	6,49	4,18	8,92	3,95	12,69	22,91
	Mínimo	0,25	0,47	0,36	0,25	0,26	0,50	0,59	0,66	0,60
	Máximo	49,82	11,95	16,78	25,82	19,26	30,22	16,63	36,54	49,82

Accruals Discrecionários	Média	0,10	0,11	0,11	0,12	0,09	0,11	0,11	0,09	0,09
	Mediana	0,09	0,10	0,11	0,11	0,08	0,09	0,11	0,07	0,07
	Des. Pad.	0,11	0,14	0,12	0,10	0,12	0,11	0,10	0,09	0,11
	Variância	0,01	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
	Mínimo	-0,62	-0,24	-0,37	-0,08	-0,62	-0,18	-0,11	-0,08	-0,19
	Máximo	0,56	0,45	0,39	0,47	0,35	0,56	0,41	0,44	0,42

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que a média das variáveis, no geral, apresenta pouca variação. As variáveis rentabilidade, *market book value*, liquidez corrente e *accruals* discrecionários são as que apresentam mais heterogeneidade tendo em vista o desvio padrão próximo ou acima das médias. Tangibilidade, risco, tamanho e Q-Tobin apresentam menor heterogeneidade.

A variável que possui alteração consoante a do endividamento é a da tangibilidade, o aumento do endividamento de 54% em 2011 a 57% em 2018 com leve retrocesso em 2016 e 2017 está acompanhado do decréscimo constante do nível de ativos tangíveis que parte de uma média de 38% em 2011 até chegar em 34% em 2018. Isso contrapõe a teoria comum de que empresas com mais ativos tangíveis possuem maior alavancagem devido a seu valor colateralizável e corroboram a teoria de Harris e Raviv (1991) de que empresas com menos ativos tangíveis por possuírem maior problema de assimetria informacional tenderiam a acumular dívida.

4.2 Regressões

Os testes realizados compreendem três regressões, conforme os modelos para as três variáveis dependentes: endividamento total, endividamento de curto prazo e endividamento de longo prazo. Para cada uma foi realizada regressão com dados em painel de efeitos aleatórios, visto que conforme o teste de Hausman (1978) não foi verificada a correlação entre as variáveis e os efeitos individuais não observáveis, sendo o painel de efeitos aleatórios adequado a situação. Os resultados dos modelos são verificados na tabela 3 a seguir:

Tabela 3 – Resultados das regressões dos três modelos.

	End. Total	End. Curto Prazo	End. Longo Prazo
Número de observações	864	864	864
R ²	0,3674	0,2561	0,2727
R ² Ajustado	0,3607	0,2482	0,2650

Variáveis	Coef.	P-val.	Coef.	P-val.	Coef.	P-val.
Tangibilidade	-0,0662	0,034	0,0838	0,001	-0,1499	0,000
Rentabilidade	-0,1054	0,074	-0,1163	0,019	0,1094	0,841
Risco	0,0006	0,818	0,0002	0,947	0,0005	0,850
Tamanho	0,0328	0,000	-0,0063	0,029	0,0391	0,000
<i>Market to book</i>	0,0225	0,000	0,0148	0,000	0,0077	0,000
Q-Tobin	-0,0677	0,000	-0,0038	0,622	-0,0637	0,000
Liquidez corrente	-0,0198	0,000	-0,0159	0,000	-0,0038	0,031
<i>Poison pills</i>	0,0184	0,475	0,0312	0,147	-0,0129	0,587
<i>Accruals disc.</i>	0,0439	0,466	-0,2798	0,000	0,3236	0,000

Fonte: dados da pesquisa

Como se pode verificar, o primeiro modelo pode explicar, conforme o R^2 , 36,7% do endividamento total. Para ele 5 das 9 variáveis apresentaram significância estatística: tangibilidade, tamanho, *market to book*, Q-Tobin e liquidez corrente. O segundo modelo apresentou 25,6% de explicação para o endividamento de curto prazo. Para ele 6 das 9 variáveis apresentaram significância estatística: tangibilidade, rentabilidade tamanho, *market to book value*, *accruals* discricionários, liquidez corrente. Já o modelo para o endividamento de longo prazo apresentou 27,3% de explicação. Para ele 6 das 9 variáveis apresentaram significância estatística: tangibilidade, tamanho, *market to book value*, Q-Tobin, *Accruals*, liquidez corrente.

Abaixo no quadro três são comparadas as relações esperadas pelas teorias e as relações encontradas na pesquisa.

Quadro 3 – Relações esperadas e relações encontradas para as variáveis.

Variável	Resultados esperados			Resultados Encontrados		
	Trade off	Teoria da agência	Pecking Order	End. Total	End. Curto Prazo	End. Longo Prazo
Tangibilidade	+	+	+/-	-	+	-
Rentabilidade	+	+	-	-	-	n.s

Risco	-	-	-	n.s	n.s	n.s
Tamanho	+	+	+/-	+	-	+
Q- Tobin	-	+/-	+/-	-	n.s	-
Market to book	-	+/-	+/-	+	+	+
Liquidez corrente	Indeterminado	Indeterminado	-	-	-	-
Accruals discricionários	+/-			n.s	-	+
Poison Pills	+			n.s	n.s	n.s

n.s.: relação com resultado não significante;
 Fonte: Elaborado pelo autor.

A tangibilidade apresentou significância nos três modelos, apresentando relação negativa com o endividamento total e de longo prazo e relação positiva com endividamento de curto prazo. A relação positiva com o endividamento de curto prazo condiz com o entendimento mais comum conforme Frank e Goyal (2003) de que bens tangíveis funcionam como garantias da dívida e redutores dos custos de agência facilitando o endividamento. Contudo, os resultados para o endividamento total e de longo prazo apresentam relação negativa suportando também a teoria proposta por Harris e Haviv (1991) de que empresas com menos ativos tangíveis por possuir maior problema de informação assimétrica podem com o tempo acumular mais dívida.

A rentabilidade demonstrou significância estatística apenas no modelo para endividamento de curto prazo. Apresentando, nesse caso, relação negativa que corrobora a teoria *pecking order* que de acordo com Titman e Wessels (1988) pressupõe a folga financeira sendo utilizada como financiamento preferivelmente a dívida, e contradiz a teoria *trade off*, na qual conforme Miller (1977) a questão fiscal e a confiança dos credores na rentabilidade estimulariam a alavancagem financeira.

A variável risco não apresentou significância para nenhum dos três modelos, levando em consideração que essa variável poderia refletir que o risco de inadimplência seria determinante na obtenção de crédito, pode significar que no geral o risco não é fator impeditivo no cenário das companhias abertas brasileiras.

O tamanho da empresa revelou significância nos três modelos, apresentando relação positiva para o modelos de endividamento total e endividamento de longo prazo, mas relação negativa para endividamento de curto prazo. A relação positiva corrobora a hipótese apontada

por Titman e Wessel (1988) baseadas nos maiores custos de falência e de emissão de dívida para empresas menores. Já a relação negativa para endividamento de curto prazo confirma o sugerido por Stohs e Mauer (1996) a respeito de maiores conflitos de agência em empresas menores podendo resultar em maior endividamento no curto prazo. Nesse contexto, empresas maiores se endividam mais no longo prazo e empresas menores se endividam mais no curto prazo.

A oportunidade de crescimento representada pelas *proxys market to book* e Q-Tobin apresentou *P value* abaixo de 1% que revela altíssima significância para todos os modelos, exceto o Q-Tobin para o modelo com endividamento de curto prazo que não apresentou significância. O Q-Tobin apresentou uma relação negativa confirmando o pressuposto de Myers (1977) que empresas com maior oportunidade de crescimento teriam preferência por manter a capacidade de endividamento para as oportunidades futuras e ou conforme Titman e Wessel (1988) por existir maior dificuldade na obtenção de crédito devido ao maior risco de expropriação de um financiamento concedido com base em expectativa de crescimento. Já a variável *market to book* aponta uma relação positiva corroborando a interpretação da teoria *pecking order* apontada por Fama e French (2002) na qual a maior oportunidade de crescimento pode ser suprida por endividamento quando a empresa tem folga financeira insuficiente para cobrir com recursos internos.

A liquidez corrente apresentou significância nos três modelos com relação negativa. Na teoria a liquidez corrente tem a influência similar à da rentabilidade, conforme Ozkan (2001) a folga financeira pode facilitar o acesso ao crédito pela confiança dos credores ou pela ótima *pecking order* a empresa utilizaria a folga financeira para evitar a emissão de dívida ou ações. Os resultados corroboram a última conjectura.

A variável *dummy*, existência de *Poison Pills*, não apresentou significância para os modelos, indicando que a existência desse mecanismo não foi um fator determinante da estrutura de capital. O resultado pode ter se dado pela, ainda, gradativa introdução desse tipo de mecanismo no Brasil, na amostra em questão apenas 3 empresas das 107 possuíam.

Os *accruals* discricionários apresentaram significância para os modelos de endividamento de curto prazo e de longo prazo. Demonstrou-se uma relação negativa para endividamento de curto prazo e uma relação positiva para endividamento de longo prazo, reforçando os pressupostos indicados por Ghosh e Moon (2010) e Costa, Matte e Monte-Mor (2018) de uma relação tanto positiva como negativa, tendo em vista que para baixos níveis de dívida o

gerenciamento de resultado pode ser utilizado para conseguir financiamento e para níveis altos o gerenciamento pode ser usado para não infringir *covenants* de contrato de dívida.

Abaixo quadro com os resultados dos principais estudos, com relação às variáveis mais exploradas pela literatura, para fins de comparação.

Quadro 4 – Fatores relacionados à estrutura de capital analisadas em pesquisa anteriores no Brasil, com sinal do impacto marginal, pesquisas selecionadas, 1999-2018.

Pesquisa	Rentabilidade	Risco	Tamanho	Tangibilidade	Crescimento
Gomes (1999)	-	-	+	+	-
Gomes e Leal(2000)	-	n.s.	+	+	-
Perobelli e Famá (2002)	-	n.s.	-	n.s.	-
Moraes (2005)	-	n.s.	+	n.a.	n.s.
Brito <i>et al.</i> (2007)	n.s.	+	+	-	+
Favato (2007)	-	-	+	-	-
Nakamura <i>et al.</i> (2007)	-	-	-	n.a.	-
Favato e Rogers (2008)	-	-	+	-	-
Kirch (2008)	-	n.s.	n.s.	+	-
Bastos e Nakamura (2009)	-	+	-	-	+
Pohlman e Iudicibus (2010)	-	n.s.	+	n.s.	n.s.
Angonese <i>et al.</i> (2011)	n.s.	n.a.	+	n.a.	n.a.
Albarez <i>et al.</i> (2012)	-	-	n.s.	+	n.s.
Gonçalves <i>et al.</i> (2012)	n.s.	-	n.s.	n.s.	-
Correa <i>et al.</i> (2013)	-	+	n.s.	-	n.s.
Martins e Terra <i>et al.</i> (2014)	-	n.a.	+	+	-
Locatelli <i>et al.</i> (2015)	-	n.s.	-	n.a.	n.a.
Brunozi <i>et al.</i> (2016)	-	n.a.	+	n.s.	-
Britto, Serrano e Franco (2018)	-	-	+	n.s.	-
Cordeiro <i>et al.</i> (2018)	-	n.a.	-	+	+

n.s.: relação analisada, com resultado não significativo; n. a.: relação não analisada.

Fonte: Britto, Serrano e Franco (2018) com atualização pelo autor.

Em comparação com os estudos anteriores os resultados são semelhantes. A variável rentabilidade apresenta relação negativa, que corrobora a teoria *pecking order* no contexto das empresas brasileiras; a variável risco não apresentou significância; para as variáveis tamanho, tangibilidade e crescimento foram observadas relações tanto positivas como negativas. No

presente estudo foi observada a duplicidade de relação para tamanho e tangibilidade em virtude do tipo de endividamento: de curto prazo ou de longo prazo. Já a variável crescimento apresentou ambas a relação em virtude das diferentes *proxys* utilizadas.

5.0 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os estudos sobre a estrutura de capital das empresas ainda procuram explicação concreta a respeito dos determinantes do endividamento. O presente trabalho buscou identificar os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto, no período de 2010 a 2018, por meio da análise de dados em painel.

Mediante as teorias existentes e variáveis elencadas na literatura foram gerados três modelos para medir o grau de explicação dos fatores, quais sejam: modelo para o endividamento total, para o endividamento de curto prazo e para o endividamento de longo prazo. Das 9 variáveis utilizadas 7 apresentaram significância estatística demonstrando relação com o endividamento: tangibilidade, rentabilidade, tamanho, *market to book*, Q-Tobin, *accruals* discricionários e liquidez corrente.

Os fatores tangibilidade, rentabilidade e *accruals* discricionários apresentaram maior grau de explicação. Os resultados para a variável tamanho validam a hipótese baseada nos conflitos de agência na qual empresas maiores se endividam mais no longo prazo e empresas menores se endividam mais no curto prazo. A tangibilidade apresentou relação positiva apenas para o endividamento de curto prazo, apresentando relação negativa para o endividamento total e de longo prazo corroborando a hipótese de que empresas com menos ativos tangíveis podem ter maior problema de assimetria informacional e conseqüentemente acumular dívida ao longo do tempo. O resultado das variáveis rentabilidade e liquidez corrente corroboram a teoria *pecking order* na qual a empresa tem preferência por utilizar sua folga financeira como fonte de financiamento.

O fator oportunidade de crescimento demonstrou relação dúbia, que pode ser explicada tanto pela teoria *trade off*, na qual a empresa com maior oportunidade se endividaria menos para manter sua capacidade para oportunidade futura, como pela teoria *pecking order* na qual a maior oportunidade de crescimento ultrapassa a folga financeira e obriga a empresa a recorrer ao endividamento. Os *accruals* discricionários confirmaram relação entre gerenciamento de resultados e endividamento fortalecendo os entendimentos de que a assimetria informacional é fator explicativo para a estrutura de capital.

Os resultados da pesquisa em sua maioria confirmam que a teoria *pecking order* e as conjecturas advindas da assimetria da informação melhor explicam a estrutura de capital das empresas de capital aberto brasileiras no período. Sugere-se para pesquisas futuras a incorporação de variáveis representantes da assimetria informacional como ranking de transparência, nível de governança, além de fatores externos sobre a oferta de crédito no país.

REFERÊNCIAS

AMARAL, H. F.; ROCHA F. D. A Explicação da Escolha da Estrutura de Capital por Modelos de Ajuste Parcial: Uma Aplicação no Brasil. XXXI Encontro da ANPAD. Rio de Janeiro. Set. 2007

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2014.

AZEVEDO, Y. G. P.. *Poison Pills e gerenciamento de resultados: um estudo das Companhias Listadas na B3*. 2018. 63f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal, 2018.

BALDEZ, B. H. F. *Gerenciamento de resultados e estrutura de propriedade e controle: evidências empíricas das empresas brasileiras de capital aberto*. Dissertação (mestrado). Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis. 2015.

BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; BASSO, L. F. C.. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. **RAM, Rev. Adm. Mackenzie (Online)**, São Paulo, v. 10, n. 6, p. 47-77, Dec. 2009.

BOKPIN, G. A.; ARKO, A. C. Ownership structure, corporate governance and capital structure decisions of firms: Empirical evidence from Ghana. **Studies in Economics and Finance**, v. 26, n. 4, p. 246-256, 2009.

BOOTH, L.; AIVAZIAN, V.; DEMIRGUE-KUNT, A.; MAKISSIMIVIC, V. Capital structures in developing countries. **Journal of Finance**. v.56. p.87-130. 2001.

BORGES, W. C.; PIMENTA JÚNIOR, T.; GAIO, L. E.; AMBROZINI, M. A. Sistemas Legais e os Fatores Determinantes da Alavancagem das Empresas: Evidências Internacionais. **Revista de Administração IMED**, v. 8, n. 2, p. 118-138, 2018.

BOWEN, R. M.; RAJGOPAL, S.; VENKATACHALAM, M. Accounting Discretion, Corporate Governance, And Firm Performance. **Contemporary Accounting Research**. Vol 25, N. 2, P. 351-405. 2008

- BRITTO, P. A. P.; SERRANO, A. L. M.; FRANCO, V. R. Determinantes da estrutura de capital de empresas brasileiras de capital aberto em período de crise. **Revista Ambiente Contábil** - Universidade Federal do Rio Grande do Norte, v. 10, n. 2, p. 364-383, 2018.
- CÉSPEDES, J.; GONZÁLEZ, M.; MOLINA, C. A. Ownership and capital structure in Latin America. **Journal of Business Research**, v. 63, n. 3, p. 248-254, 2010.
- COELHO, A. C. D.; LOPES, A. B. Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem financeira. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 11, n. n.spe2, p. 121-144, 2007.
- CORDEIRO FILHO, M.; PAMPLONA, J. B.; LUCAS, E. C.; KAWAI, R. M. Determinantes da Estrutura de Capital no Brasil: Evidências Empíricas a partir de Dados em Painel no período entre 2010 e 2016. **Revista de Administração, Sociedade e Inovação**, v. 4, n. 2, p. 183-203, 2018.
- COSTA, C. M.; MATTE, A. M.; MONTE-MOR, D. S. Endividamento e Decisões Contábeis: A Relação não Linear entre Dívida e Qualidade dos Lucros. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 12, n. 1, p. 1-16, 2018.
- CRISÓSTOMO, V. L.; PINHEIRO, B. G. Estrutura de capital e concentração de propriedade da empresa brasileira. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2015.
- DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. **The Accounting Review**. Sarasota, 70 (2), p. 193-225, 1995.
- DEFOND, M. L.; JIAMBALVO, J. Debt-covenant violations and maNIPULATION OF Accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), 145-176. 1994.
- DIAMOND, D. W. Debt maturity structure and liquidity risk. **The Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, v. 106, n. 3, p. 709-737, Aug. 1991.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. **Review of Financial Studies**, 15, p. 1-33, 2002.
- FRANCO S. M. C. L. C. *As estruturas de capital nas empresas exportadoras em Portugal*. Dissertação (mestrado). Instituto Politécnico de Setúbal. Escola Superior de Ciências Empresariais. Setúbal. 2017.

FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Testing the pecking order theory of capital structure. **Journal of financial economics**, v. 67, n. 2, p. 217-248, 2003.

FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Capital structure decisions. **SSRN Working Paper Series Social Science Eletronic Publishing**, Rochester, New York, USA. 2003

GALLINA, A. S.; ARAÚJO, M. P. Assimetria de Informação versus Estrutura de Capital: Um Estudo Comparativo entre Empresas Brasileiras e Norte-Americanas. **Enfoque Reflexão Contábil**, v. 37, n. 4, p. 121-141, 2018.

GANGULI, S. K. Capital structure - does ownership structure matter? Theory and Indian evidence. **Studies in Economics and Finance**, v. 30, n. 1, p. 56-72, 2013.

GELMAN, M. O. *O Conceito de Conselheiro Independente Vigente na Regulamentação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA*. 2012. Dissertação Mestrado. Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo. 2012

GHOSH, A. A.; MOON, D. Corporate debt financing and earnings quality. **Journal of Business Finance & Accounting**, 37(5-6), 538-559. 2010.

GORGA, E. *Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards Dispersed Ownership: Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*. **Northwestern Journal of International Law & Business**. Vol. 29, Spring-2009, p. 439-554.

GU, Z.; LEE, C. W. J.; ROSETT, J. G. What determines the variability of accounting accruals? **Review of Quantitative Finance and Accounting**, 24(3), 313-334. 2005

HARRIS, M.; RAVIV, A. **The Theory of Capital Structure**. **The Journal of Finance**, Vol.46, Issue 1, p. 297-355, Mar. 1991.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, Nashville, v. 76, n. 2, p. 323-329, May 1986.

JENSEN, M.; MECKLING, W.. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**. V. 3 , p. 305– 60. October. 1976.

KANG, S. H.; SIVARAMAKRISHANAN, K. Issues in testing earnings management: an instrumental variable approach. **Journal of Accounting Research**, Rochester, 33 (2) p. 353-367, 1995.

- LEARY, M. T.; ROBERTS, M. R. Do firms rebalance their capital structures? **The Journal of Finance**, 60 (6), 2575– 2619. 2005.
- LEITE, M.; SAVARIZ, C. R.; SILVA, T. P. Influência da Assimetria de Informação na Estrutura de Capital em Empresas Brasileiras. **Desafio Online**, v. 6, n. 3, p. 388-409, 2018.
- LOPES, A. B.; MARTINS, E. Teoria da Contabilidade. São Paulo: Atlas, 2005.
- MANNE, H. Mergers and the Market for Corporate Control. In: ROMANO R. Foundations of Corporate Law. 2 ed. San Francisco: LexisNexis, 2012. p. 491-492.
- MARTINEZ, A. L. Detectando Earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. **Rev. contab. finanç.** São Paulo, v. 19, n. 46, p. 7-17, Apr. 2008.
- MARTINEZ, A. L. Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. Tese (Doutorado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. 2001.
- MYERS, S. C. Determinants of Corporate Borrowing. **Journal of Financial Economics**, Vol. 5, p. 147-175, 1977.
- MYERS, S.C. e SUNDER, L. S. Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure. **Journal of Financial Economics**, 51, Fevereiro 1999, pp. 219- 244.
- MYERS, S.C. The capital structure puzzle. **Journal of Finance**, Chicago: American Finance Association, v.39, n.3, Jul.1984.
- MYERS, S.C.; MAJLUF, N. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Informations that Investors do not Have. **Journal of Financial Economics**, Vol. 13, p. 187-221, 1984.
- NARDI, P. C. C.; NAKAO, S. H. Gerenciamento de Resultados E a Relação Com O Custo Da Dívida Das Empresas Brasileiras Abertas, **Revista Contabilidade & Finanças**, Vol. 20, No. 51, pp. 77–100. 2009.
- NUGROHO, B. A.; JASMAN. Can Managers Use Accruals Quality for Creating Investment Opportunity Set and Increasing Firm Value? **Binus Business Review**, 9(3), 235-245. 2018.
- RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **The Journal of Finance**, Vol 50, Issue 5, p. 1421-1460. Dec. 1995.

RAMOS M. R. *Poison pill brasileira e a dispersão acionária no brasil*. 2015. 74 p. Trabalho de conclusão de graduação – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre. 2015.

RANDALL M.; SHLEIFER A.; VISHNY R. W.. 1988. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. **Journal of Financial Economics** 20 (1-2): 293-315.

SILVA A. F.; VALLE M. R. Análise da estrutura de endividamento: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e americanas. *Revista de Administração Contemporânea*. Curitiba , v. 12, n. 1, p. 201-229, Mar. 2008.

SILVA, J. C. G.; BRITO, R. D.. Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívida no Brasil. **Estud. Econ.** São Paulo, v. 35, n. 1, p. 37-79, Mar. 2005.

SMANIOTTO, E. N.; ALVES, T. W.; DECOURT, R. F. Determinantes da Estrutura de Capital nas Ofertas Primárias Iniciais de Ações no Brasil: Uma Análise com Dados em Painel. **Enfoque Reflexão Contábil**, v. 37, n. 4, p. 67-84, 2018.

SOUSA, A. F.; GALDI, F. C. Estrutura de Capital e Custo de Capital Subsidiado no Brasil: Influência no Valor das Ações das Empresas. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 15, n. 34, p. 42-57, 2018.

SWEENEY, A. P. Debt-covenant violations and managers accounting responses. **Journal of Accounting and Economics**, 17(3), 281-308. 1994

TITMAN, S.; WESSELS, R. The Determinants of Capital Structure Choice. **The Journal of Finance**, Vol. 43, No.1, p. 1-19, Mar. 1988.

VALLE, M. R.; ALBANEZ, T. Juros altos, fontes de financiamento e estrutura de capital: o endividamento de empresas brasileiras no período 1997-2006. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 6, n. 16, p. 49-72, 2012.