

## Estrutura de Capital nas 100 Maiores Empresas da Região Sul do Brasil

### Autores:

**ADEMILSON RODRIGUES DOS SANTOS**

(UFPR-UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANA, UEL-UNIVERSIDADE ESTADUAL DE LONDRINA)

**MARCOS ROBERTO KÜHL**

(UNIVERSIDADE ESTADUAL DO CENTRO-OESTE)

**ANA PAULA MUSSI SZABO CHEROBIM**

(UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

### RESUMO

Este artigo tem como objetivo investigar a estrutura de capital nas cem maiores empresas da Região Sul do Brasil. Trabalha-se com dois objetivos específicos: apresentar o estado da arte dos estudos sobre estrutura de capital no Brasil e identificar os atributos que melhor explicam a estrutura de capital dessas empresas. Para tanto foi realizada pesquisa explicativa, bibliográfica e abordagem empírico-analítica com a realização de regressões múltiplas para as *proxies* tamanho, tangibilidade dos ativos, rentabilidade, crescimento, risco e liquidez. Constatou-se que os fatores de maior poder explicativo, em ordem decrescente, são as *proxies* para liquidez, efeito tamanho, rentabilidade, tangibilidade dos ativos e risco. Concluiu-se que as hipóteses já testadas no cenário nacional com as mesmas *proxies* não são aplicáveis na sua totalidade às empresas em análise, pois das 7 testadas, 4 foram refutadas e 3 consideradas não conclusivas. Evidenciou-se certa singularidade das empresas em análise, também presente nos resultados favoráveis encontrados nas comparações com o estado da arte das pesquisas em estrutura de capital, pois as *proxies* que apresentaram resultados significativos não obedecem às formulações teóricas medidas pelo *beta* referentes a custos de falência, teoria de agência e *Pecking Order Theory*.

**Palavras-chave:** Estrutura de Capital. Estado da Arte. Empresas da Região Sul do Brasil.

### INTRODUÇÃO

Vários estudos empreendidos no mundo e no Brasil objetivam investigar quais são as variáveis que de forma mais relevante explicam como as empresas definem sua política de endividamento ou a sua estrutura de capital que compreende a combinação entre capital próprio e de terceiros. Ou seja, os diversos estudos têm tentado explicar as decisões de financiamento das empresas e seus impactos.

Para Nakamura, Martin e Kimura (2004) o conhecimento sobre estrutura de capital a partir de Modigliani e Miller (1958) – MM desenvolveu-se e possui um conjunto relevante de teorias e conceitos desenvolvidos que têm sido extensa e intensamente abordado na literatura de finanças, contabilidade e economia. A maioria das teorias sobre estrutura de capital está voltada para a determinação da estrutura ótima de capital das empresas, que se daria pela combinação entre capital próprio e capital de terceiros que maximizaria o valor da empresa.

Embora seja um dos assuntos mais estudados em finanças corporativas ainda não se chegou a um consenso sobre se existe ou não uma estrutura ótima de capital. Mesmo com o grande desenvolvimento teórico ocorrido a partir dos estudos de Franco Modigliani e Merton H. Miller nos anos de 1958, 1959 e 1963, e vários outros teóricos que os seguiram.

Segundo Camargos, Coutinho e Amaral (2005), os pilares das finanças modernas são Harry Markowitz com o desenvolvimento da ferramenta para a composição de carteiras de ativos no início dos anos 50 e que serviu de base para posterior desenvolvimento do modelo de precificação de ativos de capital, *Capital Asset Pricing Model* – CAPM. Outro pilar foi a contribuição de MM sobre a irrelevância da estrutura de capital na determinação do valor da empresa e irrelevância da política de dividendos. O quarto pilar das finanças modernas corresponde à proposição dos mercados eficientes de Fama (1970).

Junqueira, Bertucci e Bressan (2005) destacam que a importância do tema é decorrente de não haver respostas definitivas sobre a melhor composição entre capitais próprios e de terceiros para os inúmeros tipos de organizações existentes, de setores de atividades diversos e expostas a ambientes empresariais distintos. Esses fatores favorecem a continuidade de estudos de acordo com as diferentes características.

Segundo discorrem Nakamura, Martin e Kimura (2004) em países menos desenvolvidos o acesso a recursos por parte das empresas é mais limitado, em volume e modalidades de financiamento. Portanto, espera-se que as características de empresas localizadas nestes países quanto à estrutura de capital ou endividamento sejam bastante peculiares. Trabalha-se com a seguinte questão de pesquisa: Quais atributos, segundo a teoria, melhor explicam a estrutura de capital das empresas da Região Sul do Brasil?

O objetivo principal é investigar a estrutura de capital das cem maiores empresas da Região Sul do Brasil; os específicos são: apresentar o estado da arte dos estudos sobre estrutura de capital no Brasil e identificar os atributos que melhor explicam a estrutura de capital dessas empresas. Este artigo está estruturado, além dessa introdução, da seguinte forma: considerações sobre estrutura de capital e endividamento; metodologia utilizada; estado da arte dos estudos realizados no Brasil sobre estrutura de capital; análises empíricas e em seguida são apresentadas as considerações finais e referências utilizadas.

## **MM E A TEORIA DA IRRELEVÂNCIA DA ESTRUTURA DE CAPITAL**

MM foram os precursores da moderna teoria financeira corporativa, abordando temas como a criação de valor, relevância das decisões de investimento, relevância das decisões de financiamento, custo de capital, dentre outros. A repercussão de seus estudos foi tamanha que não foram superados até os dias atuais. Suas teorias podem ser testadas, re-testadas, contestadas, mas no final não se chega a conclusões que sejam tão precisas a ponto de invalidarem a teoria da não-relevância da estrutura de capital.

Koutsoyiannis (1982, p. 378) afirma que Durand já havia sintetizado uma abordagem sobre a possibilidade de qualquer estrutura de capital ser ótima. A explicação era de que as vantagens da alavancagem seriam sempre seguidas por um aumento no prêmio exigido pelos acionistas em virtude do risco do endividamento, e esse prêmio sempre anularia a vantagem do endividamento. Desse modo o Custo Médio Ponderado de Capital – CMPC seria sempre constante.

Miller (1998), na comemoração dos quarenta anos da teoria da irrelevância da estrutura de capital, ratificou as considerações de MM (1958) afirmando que as proposições de MM são condicionais. Ou seja, para serem aceitas as proposições, as suposições devem ser consideradas. O autor continua afirmando que se forem aceitos os pressupostos específicos feitos sobre a natureza do mercado de capitais, e da natureza da estrutura de informação, então as conclusões sobre a irrelevância da estrutura de capital devem ser aceitas. As proposições de MM seguem logicamente as suposições e nesse sentido são certamente verdadeiras.

Verifica-se que as suposições validam as Proposições de MM (1958) e a teoria da irrelevância da estrutura de capital. Os trabalhos de MM devem ser entendidos a luz de suas contribuições para o desenvolvimento das Finanças Corporativas. Os mesmos forneceram o corpo teórico para os vários pesquisadores que estudam a relação capital próprio e capitais de terceiros e seu efeito sobre as decisões de financiamento e de investimento das empresas. O modelo de MM é válido diante das suas suposições, pois as mesmas são a razão de ser do modelo e oferecem coerência às suas conclusões (de MM).

### **A Teoria do *Static Tradeoff***

Segundo Nakamura, Martin e Kimura (2004), a teoria do *static tradeoff* propõe que não é plausível assumir um quadro em que todo mundo trabalhe com quase 100% de dívidas. A variável que faltava no raciocínio de MM é o risco de falência, que pode levar as empresas a incorrer em custos relevantes tanto diretos como indiretos, caso a falência se concretize. Nessa teoria consideram-se, de um lado, economias fiscais decorrentes do uso de dívidas, bem como custos de falência esperados na determinação da estrutura ótima de capital apresentados no Quadro 1.

<b>BENEFÍCIO</b>	<b>DESCRIÇÃO</b>
Benefício Tributário	Os pagamentos de juros sobre a dívida são dedutíveis dos impostos.
Disciplina Imposta sobre a Administração	A administração tem que fazer pagamentos periódicos sobre a dívida (de juros e do principal).
<b>CUSTOS DA DÍVIDA</b>	<b>DESCRIÇÃO</b>
Custos de Falência	Podem ser definidos como um produto da probabilidade de falência e dos custos diretos e indiretos de falência.
Custos de Agência	Surge porque os investidores em ações e financiadores têm direitos muito diferentes sobre fluxos de caixa muito diferentes entre si.
Perda de Flexibilidade	É a introdução de cláusulas rígidas nos títulos, as quais reduzem a flexibilidade das empresas para tomar decisões sobre investimento, financiamento e dividendos.

**Quadro 1 - Custos e Benefícios do Endividamento.**

Fonte: Adaptado de Damodaran (2002, p. 239-255).

Como os administradores devem fazer pagamentos periódicos sobre as dívidas, por essa concepção, a dívida traz disciplina àqueles, pois parte dos recursos de caixa devem ser direcionados para o pagamento dos juros e do principal. Damodaran (2002, p. 242-3) reconhece a necessidade de disciplina, mas argumenta que a dívida pode ter um efeito benéfico *apenas até um certo ponto*. Em algum ponto, o risco resultante da alavancagem pode ser tão grande que os administradores podem se tornar relutantes em assumir os riscos mais significantes, por medo de irem à falência, e deixam até de investir em bons projetos.

Para o autor, a probabilidade de falência é a probabilidade de que os fluxos de caixa de uma empresa venham a ser insuficientes para atender aos seus compromissos de dívida (juros e principal) (custos diretos e indiretos). Os Custos de Agência referem-se aos detentores de direitos sobre ações e direitos sobre dívidas que muitas vezes não concordarão a respeito do melhor curso de ação para uma empresa (decisões de investimento, decisões de financiamento e decisões sobre dividendos). Portanto, com o aumento do endividamento a empresa aproveitaria dos benefícios da dívida, mas também estaria mais exposta aos seus custos.

A Flexibilidade Financeira é a capacidade das empresas de atender quaisquer eventualidades imprevistas que possam surgir (como recessões e quedas nas vendas) e tirar vantagem de oportunidades não-previstas (como grandes projetos), utilizando os fundos que têm em mãos e toda a capacidade de endividamento que elas possam ter, complementa Damodaran (2002). Diante dos benefícios e dos custos do endividamento no *Static Tradeoff* as empresas poderiam chegar a um nível ótimo de endividamento trabalhando no sentido de

equilibrar os benefícios e custos da dívida sempre que este ou aquele fugisse do nível de equilíbrio, ou seja, um nível ótimo de endividamento.

Na interpretação de Santana e Turolla (2002) a idéia de que os investidores capitalizariam o lucro líquido obtido após o pagamento dos tributos e dos juros ao invés do lucro operacional e, portanto, não são alheios aos benefícios tributários, constitui a base da teoria do *Static Tradeoff*. O *tradeoff* nasce porque a partir de certo nível a alavancagem passa a gerar custos de transação, em virtude da maior probabilidade de falência. Como consequência, haveria um nível de endividamento ótimo que maximizaria o valor da empresa, em contraste com a irrelevância da forma de financiamento de MM.

### Outras Abordagens Teóricas

Harris e Raviv (1991) definiram quatro categorias determinantes da estrutura de capital das empresas: o problema de agência, a assimetria informacional, a influência da natureza dos produtos e mercados e o controle corporativo. Os autores pesquisaram modelos de estrutura de capital envolvendo as quatro categorias determinantes. Todos os modelos pesquisados têm um grande potencial de explicar a estrutura de capital das empresas.

Foram estudados mais de 150 textos sobre teoria de estruturas de capital escritos durante a década de 80 além dos clássicos da década de 70, a partir daí os autores fizeram uma compilação das idéias apresentadas sobre o assunto. Muito embora ainda existam muitas incertezas e muito campo para estudo, puderam identificar os fatores determinantes da estrutura de capital apresentados no Quadro 2.

ABORDAGEM	DESCRIÇÃO
MODELOS BASEADOS EM CUSTOS DE AGÊNCIA	Assumem que a escolha da estrutura de capital relaciona-se com os conflitos de interesses entre acionistas e administradores e entre acionistas e credores.
MODELOS BASEADOS NA INTERAÇÃO ENTRE OS MERCADOS DE PRODUTOS E INSUMOS	Classe relativamente nova de modelos que explora a relação entre os campos de finanças corporativas e a teoria microeconômica da organização industrial.
TEORIA BASEADA EM CONSIDERAÇÕES DE CONTROLE CORPORATIVO	Explora o fato de que a emissão de ações ordinárias implica em atribuição de direitos de voto, ao contrário do que ocorre no caso de endividamento.
INFORMAÇÃO ASSIMÉTRICA	Os administradores da firma ou algum tipo de <i>insider</i> detém um conjunto de informações sobre as características da firma não conhecidas pelos <i>outsiders</i> . A escolha da estrutura de capital pode servir como um sinal dos <i>insiders</i> aos <i>outsiders</i> , ou pode ser desenhada para mitigar ineficiências causadas pela própria assimetria.

**Quadro 2 – Fatores determinantes da Estrutura de Capital.**

Fonte: Adaptado de Harris e Raviv (1991).

### A Teoria do *Pecking Order*

O *Pecking Order Theory* – POT ou ordem de preferência de Myers e Majluf (1984), uma das correntes da abordagem da informação assimétrica, ocupou espaço relevante na Teoria de Finanças com vários estudos buscando testar a hierarquização das fontes de financiamento como explicação para a estrutura de capital adotada pelas empresas. Pelo POT os administradores estabelecem uma ordem de preferência entre os recursos passíveis de utilização, preferindo captar recursos em primeiro lugar, gerados internamente, em segundo, por meio de novas dívidas e somente em último lugar por meio de novas ações.

Essa ordem de preferência está fundamentada no fato de que recursos gerados internamente não têm custo de transação e no fato de que a emissão de novas dívidas tende a sinalizar uma informação positiva sobre a empresa, enquanto que a emissão de novas ações tende, ao contrário, sinalizar uma informação negativa. Primeiro o modelo pressupõe a existência de assimetria informacional entre os indivíduos internos e externos à firma, sendo oneroso para os gestores a divulgação inequívoca da informação privilegiada que possuem.

Tal assimetria conduz a um problema de seleção adversa na busca de financiamento externo para projetos de investimento. Segundo, Myers e Majluf (1984) trazem o pressuposto de que a gerência age sempre no sentido de maximizar a riqueza dos acionistas já existentes na empresa. Assim, na hipótese de financiamento por emissão de ações no mercado, o que importa para o gerente é o valor gerado para os acionistas já existentes no momento da decisão de financiamento. O terceiro pressuposto é o de que os acionistas são passivos. Dessa forma a gerência da empresa possui o poder discricionário total sobre as decisões de investimento.

No quarto pressuposto, assume-se um mercado perfeito, sem custos de transação ou de colocação de títulos, e eficiente na forma semiforte, ou seja, toda informação pública é conhecida pelo mercado. É assumido, também, que o valor das ações da firma é dado pelo valor esperado da mesma, condicionado às informações que o mercado possui.

### **Fatores ou Atributos Determinantes da Estrutura de Capital**

Das abordagens apresentadas surgem diversos fatores ou atributos apontados na literatura como possíveis determinantes da estrutura de capital das empresas. Como argumentam Moraes e Rhoden (2005), muitos trabalhos foram desenvolvidos na busca por resposta para a questão: quais fatores determinam a estrutura de capital adotada pelas corporações? A dificuldade encontra-se no desenho de um teste empírico forte o suficiente para distinguir as teorias existentes. As características dos diversos fatores ou atributos que são possíveis determinantes da estrutura de capital das empresas estudados na realidade brasileira, foram compilado de Machado, Temoche e Machado (2004); Silva e Valle (2005); Perobelli *et al.* (2005) e estão apresentadas a seguir:

**TAMANHO / PORTE DA EMPRESA:** Quanto maior a empresa, maior o seu potencial de endividamento.

**TANGIBILIDADE DOS ATIVOS:** Os ativos fixos servem como garantia de dívidas, assim, espera-se que quanto maior a proporção de ativos fixos, maior o endividamento

**INTANGIBILIDADE DOS ATIVOS:** Pelo elevado risco, não servem como garantia de dívidas, assim, quanto maior a proporção de ativos intangíveis, menor o potencial de endividamento.

**LONGEVIDADE DOS ATIVOS:** Quanto maior a longevidade dos ativos maior o potencial de endividamento tendo em vista a associação entre maturidade da dívida e maturidade dos ativos. Atrela a vida útil dos ativos ao vencimento das dívidas.

**RENTABILIDADE / LUCRATIVIDADE:** Pela POT as empresas mais lucrativas tendem a se endividar menos, por adotarem a seguinte ordem de financiamento: recursos gerados internamente, dívidas e emissão de ações.

**ECONOMIA FISCAL NÃO DE DÍVIDA:** Quanto maior a despesa de depreciação, menor a necessidade de economia de IR por dívida e, portanto, menor o endividamento total em relação aos ativos. Também é esperado que o endividamento de longo prazo seja menor, dado que o maior custo dessa dívida, pelo maior risco, gera mais benefício fiscal.

**EXPECTATIVA DE CRESCIMENTO DA EMPRESA:** Durante a fase de crescimento a dívida teria um efeito negativo sobre o valor da empresa, devido à elevação dos custos de agência, já que a maioria dos credores entenderia que, nessa fase, a empresa costumaria a aceitar projetos de alto risco. Dessa forma haveria uma relação negativa entre endividamento e crescimento.

**SINGULARIDADE:** Empresas que comercializam produtos muitos singulares, cujo valor de

mercado seja passível de sofrer grandes perdas em um evento de falência por não se tratarem de *commodities* facilmente intercambiáveis, deveriam enfrentar maiores custos de endividamento.

**VOLATILIDADE / RISCO:** Empresas que apresentam menor volatilidade em seus resultados deveriam ser menos propensas a dificuldades financeiras, o que tornaria mais barato o custo do endividamento e, portanto, as tornariam mais propensas à contratação de dívidas.

**QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA:** Empresas que se diferenciem como “com boa governança” se tornariam mais atraentes para os investidores, *ceteris paribus*, aumentando a quantidade de indivíduos interessados em alocar recursos nessas companhias.

**LIQUIDEZ:** Entendida como a capacidade potencial das empresas saldarem seus compromissos financeiros. Empresas mais líquidas tendem a recorrer menos a capital de terceiros.

## **METODOLOGIA**

Esse artigo resulta de pesquisa bibliográfica sobre estrutura de capital, com foco específico nos artigos publicados nos Anais do Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – EnANPAD entre 1997 e 2005, na área de finanças. Segundo Gil (2002), a mesma “se constitui em levantamento da bibliografia já publicada, em forma de livros, revistas, publicações avulsas e imprensa escrita”. Os artigos foram analisados com o objetivo de traçar o perfil do estado da arte das pesquisas sobre estrutura de capital na realidade brasileira.

Também, utiliza-se a abordagem empírico-analítica que, segundo Martins (2002, p.34), “apresenta a utilização de técnicas de coleta de dados, tratamento e análises quantitativas e a validação da prova científica buscada através de testes dos instrumentos, grau de significância e sistematização das definições operacionais”. Segundo Vergara (2006), refere-se aos meios de se fazer pesquisa, “é investigação empírica na qual o pesquisador manipula e controla variáveis independentes e observa as variações que tais manipulação e controle produzem em variáveis dependentes”.

Segundo Vergara (2006) esse estudo quanto aos fins é uma pesquisa explicativa, a qual “tem como principal objetivo tornar algo inteligível, justificar-lhe os motivos. Visa, portanto, esclarecer quais fatores contribuem, de alguma forma, para a ocorrência de determinado fenômeno”. Para Gil (2002), pesquisas explicativas são aquelas que têm como preocupação central identificar os fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência dos fenômenos.

Na segunda parte do trabalho é feita pesquisa de levantamento de corte transversal com as cem maiores empresas da Região Sul do Brasil para os anos de 2002 a 2005 buscando verificar quais atributos melhor explicam a estrutura de capital dessas empresas. Os dados para análise foram coletados do Anuário Exame – Melhores e Maiores. O Quadro 3 a seguir apresenta os diversos fatores ou atributos que serão testados e os respectivos efeitos sobre a estrutura de capital das empresas segundo os desenvolvimentos teóricos apresentados anteriormente.

<b>VARIÁVEIS DEPENDENTES</b>	<b>DENOMINAÇÃO</b>	<b>CÁLCULO</b>
EndEstr=EL/PLA	ENDIVIDAMENTO DE LONGO PRAZO – ESTRUTURA	Razão entre Exigível a Longo Prazo e Patrimônio Líquido Ajustado.

EndgEstr=PT/PLA		ENDIVIDAMENTO GERAL – ESTRUTURA	Razão entre Passivo Total e Patrimônio Líquido Ajustado.
EnG=(ELP+ECP)/AT		ENDIVIDAMENTO GERAL	Razão entre Exigível a Longo Prazo mais Exigível a Curto Prazo e Ativo Total.
EnLP=ELP/AT		ENDIVIDAMENTO A LONGO PRAZO	Razão entre Exigível a Longo Prazo e Ativo Total.
EnCP=ECP/AT		ENDIVIDAMENTO A CURTO PRAZO	Razão entre Exigível a Curto Prazo e Ativo Total.
ELP=ELP/PT		% DÍVIDAS A LONGO PRAZO	Razão entre Exigível a Longo Prazo e Passivo Total.
ECP=ECP/PT		% DÍVIDAS A CURTO PRAZO	Razão entre Exigível a Curto Prazo e Passivo Total.
H <sup>1</sup>	VARIÁVEIS EXPLICATIVAS	DENOMINAÇÃO	CÁLCULO
1	Logn_V	TAMANHO DA EMPRESA	Logaritmo natural das Vendas Líquidas.
1	Logn_AT	TAMANHO DA EMPRESA	Logaritmo natural do Ativo Total.
1	PLA	TAMANHO DA EMPRESA	Patrimônio Líquido Ajustado em US\$ milhões.
2	TA=AIm/AT	TANGIBILIDADE DOS ATIVOS	Razão entre Ativo Imobilizado <sup>2</sup> e Ativo Total.
3	RE <sub>ROE</sub> =LLA/PLA	RENTABILIDADE	Razão entre Lucro Líquido Ajustado e Patrimônio Líquido Ajustado.
3	RE <sub>EBITDA</sub> =EBITDA/AT	RENTABILIDADE	Razão entre EBITDA e Ativo Total.
3	RE <sub>ROA</sub> =LLA/AT	RENTABILIDADE	Razão entre Lucro Líquido Ajustado e Ativo Total.
4	CR	CRESCIMENTO	Evolução da Receita Bruta de Vendas em reais, descontada a inflação média apontada pela variação do IGP-M.
5	$R = \sigma \left( \frac{LL}{VL} \right)$	RISCO	Desvio Padrão do Lucro Líquido Ajustado dividido pelas Vendas Líquidas.
6	LG=(AC+ARLP)/(PC+PELP)	LIQUIDEZ GERAL	Razão entre Ativo Circulante + Ativo Realizável a Longo Prazo e Passivo Total.
6	LC=AC/PC	LIQUIDEZ CORRENTE	Razão entre Ativo Circulante e Passivo Circulante.

**Quadro 3 – Variáveis Dependentes e Independentes.**

Fonte: Os autores.

O Quadro 4 a seguir apresenta as hipóteses que serão testadas e as teorias com as quais se relacionam.

HIPÓTESE	Formulação	Teoria	Coefficiente do Modelo
1	A estrutura de capital é diretamente proporcional ao tamanho das empresas.	Custos de Falência	$\beta_1 > 0$
2	A estrutura de capital é diretamente proporcional à proporção de ativos fixos das empresas.	Teoria de Agência	$\beta_2 > 0$
3	A estrutura de capital é inversamente proporcional à rentabilidade das empresas.	<i>Pecking Order</i>	$\beta_3 < 0$
4	A estrutura de capital é inversamente proporcional às oportunidades de crescimento.	Custos de Falência	$\beta_4 < 0$
5	A estrutura de capital é inversamente proporcional à instabilidade da rentabilidade das empresas.	Custos de Falência	$\beta_5 < 0$
6	A estrutura de capital é diretamente proporcional à liquidez das empresas.	Custos de Falência	$\beta_6 > 0$

**Quadro 4 – Hipóteses de pesquisa.**

<sup>1</sup> Número das hipóteses relacionadas.

<sup>2</sup> Ativo Imobilizado Bruto, ou seja, não foi desconsiderado o efeito da depreciação.

Fonte: Gomes e Leal (2000) e Machado, Temoche e Machado (2004).

Para a composição da amostra várias empresas foram excluídas por não apresentarem as variáveis necessárias para as análises de Regressão Múltipla utilizando o sistema SPSS versão 13.0. A análise de Regressão Linear Múltipla, segundo Stock e Watson (2004, p. 62), postula uma equação linear envolvendo **X** e **Y**: a declividade é o efeito sobre **Y** de uma unidade de variação em **X**. A média de **Y** é uma característica desconhecida da população de **Y**, a declividade da reta é uma característica desconhecida da distribuição conjunta de **X** e **Y**.

Desse modo, afirmam Stock e Watson (2004, p. 62), a declividade e o intercepto da reta que relaciona **X** e **Y** podem ser estimados pelo Método de Mínimos Quadrados (MQ). No modelo estimado, as diversas métricas de endividamento são as variáveis dependentes (explicada) e as demais variáveis são independentes (explicativas). Ou seja, o modelo de regressão é orientado para explicar o endividamento das empresas da Região Sul do Brasil a partir das variáveis apresentadas na segunda parte do Quadro 3, como segue:

$$Y = b_0 + b_1 X + e$$

**Y** – Variáveis Dependentes

**b<sub>0</sub>** – Intercepto

**b<sub>1</sub>** – Coeficiente Angular

**X** – Variáveis Independentes

**e** – Termo de Erro

Foram estimadas seis regressões para cada um dos anos em análise (uma para cada variável dependente em relação a todas as variáveis independentes) seguindo o modelo apresentado a seguir (EndEstr<sub>2002</sub>, EndEstr<sub>2003</sub>...; EndgEstr<sub>2002</sub>...2005; assim por diante):

$$\text{EndEstr}_{2002} = b_0 + b_1 \text{Logn\_v} + b_2 \text{Logn\_AT} + b_3 \text{PLA} + b_4 \text{TA} + b_5 \text{RE}_{ROE} + b_6 \text{RE}_{EBITDA} + b_7 \text{RE}_{ROA} + b_8 \text{CR} + b_9 \text{R} + b_{10} \text{LG} + b_{11} \text{LC} + e$$

## DISCUSSÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS DA PESQUISA

### O Estado da Arte dos Estudos sobre Estrutura de Capital no Brasil

Várias pesquisas já se ocuparam em estudar a estrutura de capital de empresas brasileiras. Os resultados de tais pesquisas são analisados nesta seção. Na maioria dos casos os estudos testam teorias desenvolvidas após os estudos de MM buscando verificar a relevância ou não da estrutura de capital e qual ou quais fatores melhor a explicam. Todos destacam as proposições de MM na revisão teórica. Embora sejam mais raros, outros testam características específicas da realidade brasileira como os Juros sobre o Capital Próprio – JSCP; ou características de mercados emergentes versus mercados desenvolvidos.

Em função da limitação de espaço, apresenta-se a seguir apenas um resumo das principais conclusões de estudos realizados em empresas brasileiras sobre estrutura de capital, no Quadro 5. Verifica-se que foram testadas várias das teorias discutidas no referencial teórico, mas as conclusões não são definitivas para esta ou aquela teoria. Constatou-se também uma concentração maior de estudos no ano de 2005. Esses resultados apresentam os elementos comparativos e passíveis de análise perante os levantamentos da investigação empírica deste estudo e as hipóteses em teste.

AUTOR (ES)	TIPOS DE TESTES	OBJETIVO	RESULTADO
Ferreira e Brasil (1997).	Análise exploratória	Teste do P.O. no Brasil.	Consistentes com o P.O.

	univariada.		
Sirihal e Melo (1999).	Teste <i>t</i> para média das diferenças, desvio padrão e erro padrão.	Teste da relação JSCP e endividamento em empresas brasileiras.	O benefício fiscal do endividamento foi pouco afetado pela introdução dos JSCP.
Zani e Ness Jr. (2000).	Teste de diferença de médias, ANOVA e variância.	Testar os benefícios dos JSCP versus as vantagens do Endividamento.	O JSCP agrega valor à firma, mas em magnitude insuficiente para eliminar o benefício fiscal gerado pelo uso da dívida.
Pereira (2000).	Reaplicação do estudo de McConnell e Servaes, (1995). Teste de Médias e Regressão Múltipla.	Teste da relação entre valor e alavancagem em empresas brasileiras.	Forte relacionamento positivo entre valor e alavancagem.
Soares e Procianoy (2000).	Teste de médias, de diferenças de médias e regressão múltipla.	Testar o efeito da redução da inflação com o Plano Real no nível de endividamento.	Conclui-se que não houve aumento no endividamento com a redução da inflação.
Abreu (2002).	Revisão Teórica e Cálculo Diferencial.	Adaptação das Proposições de MM e as peculiaridades da tributação no Brasil.	Maior valor da empresa na legislação brasileira que e o benefício do endividamento é atenuado pelo JSCP.
Santana e Turolla (2002).	Reaplicação do estudo de Sunder e Myers (1998) por regressão múltipla.	Teste do <i>Pecking Order</i> versus <i>Static Tradeoff</i> no setor petroquímico brasileiro.	Não foi possível aceitar a superioridade do <i>Pecking Order</i> sobre o <i>Static Tradeoff</i> .
Machado, Temoche e Machado (2004).	Regressão Múltipla	Estrutura de capital em pequenas e médias empresas industriais de João Pessoa – PB.	Variável liquidez apresentou-se como mais significativa no modelo de predição.
Medeiros e Daher (2004).	Reaplicação dos estudos de Shyam-Sunder e Myers (2002).	Teste do P.O. contra <i>tradeoff</i> no Brasil.	Consistentes com o P.O. na sua forma fraca.
Cicogna, Valle e Toneto Júnior (2005).	Cálculo de Médias e Regressão Múltipla.	Impacto da adesão a padrões mais elevados e GC sobre o endividamento empresarial.	Evidências indicam que níveis superiores de governança ampliaram o endividamento.
Silva e Valle (2005).	Cálculo de Médias, diferenças de Médias e Regressão Múltipla.	Comparar a estrutura de endividamento de empresas brasileiras e empresas americanas.	Principais conclusões: Brasileiras: endividamento de curto prazo; Americanas: longo prazo.
Perobelli <i>et al.</i> (2005).	Regressão múltipla do tipo seção cruzada e método dos mínimos quadrados de três estágios.	Investigação de fatores determinantes da estrutura de capital e GC abordando a questão da endogeneidade.	Fatores identificados: Crescimento, rentabilidade, singularidade, volatilidade, qualidade GC.
Moraes e Rhoden (2005).	Regressão Múltipla com as mesmas variáveis estudadas por Istitieh e Rodríguez (2003).	Testar, em empresas brasileiras, a teoria de custos de agência, teoria do <i>tradeoff</i> , teoria da assimetria informacional e a teoria da interação entre as empresas.	Resultados confirmam a POT e Modelo de Custos de Agência. Empregados com > poder de barganha > endividamento da firma.
Junqueira, Bertucci e Bressan (2005).	Regressão Múltipla e Modelo de Efeitos Aleatórios.	Testar a alavancagem financeira como estratégia de financiamento do crescimento de empresas brasileiras.	Endividamento, volume de recursos para investimentos e Rentabilidade significantes. Tamanho e risco operacional: não-significantes.
Soares e Kloeckner (2005).	Regressão Múltipla.	Teste do P.O. em empresas com controle acionário definido no Brasil.	Elementos consistentes com o POT.; elementos contrários e elementos não-conclusivos.

**Quadro 5 - Estudos realizados em empresas brasileiras sobre estrutura de capital ou endividamento.**

Fonte: Os autores.

## Testes Estatísticos: Análise de Regressão Múltipla

Foram estimadas 24 regressões a 5% de significância para investigar quais atributos, segundo a teoria (as hipóteses em teste), melhor explicam a estrutura de capital das empresas da Região Sul do Brasil. As análises foram feitas seguindo os seguintes critérios: a primeira coluna apresenta as estatísticas da regressão e as variáveis independentes separadas por bloco (*Logn\_V*, *Logn\_AT* e *PLA* são *proxies* para tamanho; *TA* para tangibilidade dos ativos; *RE<sub>ROE</sub>*, *RE<sub>EBITDA</sub>* e *RE<sub>ROA</sub>* para rentabilidade; *CR* para crescimento; *R* para risco; *LG*, *LC* para liquidez), na frente de cada variável independente são apresentados os *Betas*, cada coluna representa uma regressão, nas últimas colunas são apresentadas as variáveis significativas em relação às hipóteses formuladas. Os testes das hipóteses para cada grupo de variáveis foram feitos considerando o total de variáveis significativas somando todas as *proxies*, e somente as variáveis significativas (pela estatística *t*) foram inseridas nas Tabelas 1 e 2.

O mais ajustado modelo de regressão para endividamento de estrutura (variáveis *EndEstr* e *EndgEstr*) aparece no ano de 2004 com *R<sup>2</sup>-ajustado* de 0,64 para o qual as *proxies* *TA*, *ROE*, *ROA* e *LC* são as variáveis explicativas significativas no modelo. Porém a variável *ROE* não obedece às hipóteses estabelecidas no Quadro 4 de que a estrutura de capital é inversamente proporcional à rentabilidade das empresas, pois apresenta coeficiente *beta* positivo. Observa-se na Tabela 1 que das 20 variáveis significativas nos 8 modelos de regressão estimados, 13 apresentam sinais contrários às hipóteses formuladas no Quadro 4.

Das doze estimativas de regressão feitas para as variáveis de endividamento (*EnG*, *EnLP*, *EnCP*), apenas uma apresentou *R<sup>2</sup>-ajustado* inferior a 0,60 (*EnLP* em 2002). As regressões para *EnG* apresentam-se como as mais significativas (*R<sup>2</sup>-ajustado*: 0,90; 0,88; 0,85 e 0,83), em segundo lugar as regressões para *EnCP* (*R<sup>2</sup>-ajustado*: 0,71; 0,76; 0,69 e 0,76) em último *EnLP* (*R<sup>2</sup>-ajustado*: 0,56; 0,63; 0,65; 0,62). No entanto, observa-se que das 47 variáveis significativas para os 12 modelos de regressão (Tabelas 1 e 2) estimados 33 apresentam *beta* com sinal contrário às Hipóteses formuladas no Quadro 4.

**Tabela 1 – Resultados das regressões.**

Estatísticas	Variável Dependente - EndEstr				Variável Dependente - EndgEstr				Variável Dependente - EnG				HIPÓTESES			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005	FAVORÁVEL	CONTRÁRIO	TOTAL	TOTAL POR GRUPO
<i>R<sup>2</sup> ajustado</i>		0,47	0,64	0,16	0,28	0,58	0,56	0,48	0,90	0,88	0,85	0,83				
<i>F</i>		29,35	28,20	13,51	8,66	22,58	20,31	21,70	70,51	118,37	89,29	81,74				
<i>P</i>		0,00	0,00	-3,68	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00				
<i>Q-empresas</i>	38	63	61	67	38	63	61	67	38	63	61	67				
<i>Logn_V</i>													0	0	0	
<i>Logn_AT</i>							0,77	0,84					2	0	2	
<i>PLA</i>							-0,82	-0,95					0	2	2	4
<i>TA</i>			0,39		-0,59	-0,43	-0,30		-0,71	-0,63	-0,45	-0,37	1	7	8	8
<i>RE<sub>ROE</sub></i>		0,90	1,17			0,67				0,51	0,64	0,56	0	6	6	
<i>RE<sub>EBITDA</sub></i>									0,31				0	1	1	
<i>RE<sub>ROA</sub></i>		-0,73	-1,17			-0,56			-0,61	-0,41	-0,61	-0,65	7	0	7	14
<i>CR</i>													0	0	0	0
<i>R</i>													0	0	0	0
<i>LG</i>				-0,41	-0,50	-0,35	-0,56	-0,37	-1,38	-0,76	-0,65	-0,65	0	9	9	
<i>LC</i>			0,36						0,59				2	0	2	11
<b>HIPÓTESES</b>	Favorável: 7   Contrário: 13 = TOTAL:20								Favorável: 5   Contrário: 12				12	25	37	

Fonte: Os autores.

**Tabela 2 – Resultados das regressões.**

Estatísticas	Variável Dependente - EnLP				Variável Dependente - EnCP				Variável Dependente - ELP				HIPÓTESES			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005	FAVORÁVEL	CONTRÁRIO	TOTAL	TOTAL POR GRUPO
$R^2$ ajustado	0,56	0,63	0,65	0,62	0,71	0,76	0,69	0,76	0,49	0,44	0,55	0,66				
F	17,63	28,23	23,41	22,50	32,45	51,05	67,94	54,88	13,25	13,16	19,75	27,12				
P	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00				
Q-empresas	38	63	61	67	38	63	61	67	38	63	61	67				
Logn_V			-0,27								-0,36	-0,26	0	3	3	F=8
Logn_AT			1,02	0,71		-0,19		-0,34		0,32	1,02	0,50	5	2	7	D=11
PLA			-0,59	-0,60	-0,25				0,39		-0,42		1	4	5	15+4=19
TA				0,27	-0,76	-0,82	-0,86	-0,70		0,36	0,38	0,34	4	4	8	F=5;D=11 8+8=16
REROE		0,49								0,23			0	2	2	F=9
REBITDA													0	0	0	D=9
REROA	-0,48	-0,32											2	0	2	4+14=18
CR										-0,21			1	0	1	0+1=1
R								0,17					0	1	1	0+1=1
LG	-1,18	-1,04	-0,94	-0,95	-0,71	-0,28			-0,73			-1,17	0	8	8	F=8;D=20
LC	0,82	0,71	0,62	0,70	0,70	-0,49	-0,74	-0,81	0,58			0,98	6	3	9	17+11=28
HIPÓTESES	Favorável: 5+9=14   Contrário: 12+ 21=33; Total: 47								Favorável: 10   Contrário: 6 = T:16				19	27	46	
	<b>TOTAL GERAL:</b>												<b>31</b>	<b>52</b>	<b>83</b>	

Fonte: Os autores.

Para a última variável dependente analisada *ELP* (Tabela 2), o mais ajustado modelo de regressão foi no ano de 2005 ( $R^2$ -ajustado: 0,66), porém, é a única variável dependente em que a minoria das variáveis preditivas, apenas 6 das 16 variáveis presentes nos 4 modelos de regressão estimados, apresentam sinais contrários as hipóteses formuladas. Assim, os modelos estimados para *ELP* são os mais condizentes com as disposições teóricas base das hipóteses referentes aos atributos já testados como determinantes da estrutura de capital das empresas no cenário nacional.

Os resultados das *proxies* para tamanho permitem refutar a hipótese de que a estrutura de capital é diretamente proporcional ao tamanho das empresas, pois das 19 variáveis significativas (Tabelas 1 e 2) 11 apresentam *betas* negativos; resultados coerentes com os encontrados por Machado, Temoche e Machado (2004) e Junqueira, Bertucci e Bressan (2005), mas contrários aos de Soares e Kloeckner (2005).

A hipótese de que a estrutura de capital é proporcional à proporção de ativos fixos das empresas foi refutada, pois das 16 vezes significativas no modelo (Tabelas 1 e 2), 11 apresentam *betas* negativos; contrários aos resultados encontrados por Machado, Temoche e Machado (2004).

A hipótese de que a estrutura de capital é inversamente proporcional à rentabilidade das empresas (POT) apresentaram resultados não conclusivos, pois 9 das 18 variáveis significativas (Tabelas 1 e 2) no modelo apresentam *betas* positivos refutando a hipótese e 9 negativos favoráveis à hipótese; contrários aos resultados encontrados por Ferreira e Brasil (1997), Medeiros e Daher (2004) (consistentes com o POT na sua forma fraca), Perobelli *et al.* (2005) e Junqueira, Bertucci e Bressan (2005); e favoráveis aos resultados encontrados em Santana e Turolla (2002) (não foi possível aceitar a superioridade do POT sobre o *Static Tradeoff*), Machado, Temoche e Machado (2004), Moraes e Rhoden (2005) (resultados confirmam a POT e modelo de Custos de Agência) e Soares e Kloeckner (2005) (elementos consistentes com o POT, elementos contrários e elementos não-conclusivos) (Tabela 2).

Observa-se que a variável crescimento, nos 24 modelos de regressão estimados (Tabelas 1 e 2), aparece como significativa apenas uma vez com *beta* negativo confirmando a hipótese de que a estrutura de capital é inversamente proporcional às oportunidades de crescimento, porém a hipótese foi considerada não conclusiva, pois apenas uma variável é significativa no modelo; coerente com Machado, Temoche e Machado (2004), Soares e Kloeckner (2005) (fraca rejeição); contrários a Perobelli *et al.* (2005).

A hipótese de que a estrutura de capital é proporcional à instabilidade da rentabilidade

das empresas foi considerada não conclusiva, pois apenas uma variável aparece significativa no modelo com *beta* negativo (Tabelas 1 e 2); contrários aos resultados em Machado, Temoche e Machado (2004) (significativa), Junqueira, Bertucci e Bressan (2005) (não significativa), Perobelli *et al.* (2005) (significativa).

As variáveis que mais vezes se mostraram contrárias às hipóteses em teste foram as referentes à liquidez, com *betas* negativos em 20 das 28 vezes em que aparecem como significativas, refutando a hipótese de que a estrutura de capital é diretamente proporcional à liquidez das empresas; resultados contrários aos levantados por Machado, Temoche e Machado (2004), para o qual a variável liquidez apresentou-se como mais significativa no modelo de predição estimado.

Os resultados das análises demonstram que as variáveis que mais significativamente contribuem para explicar a estrutura de capital das empresas da Região Sul do Brasil são: as *proxies* para liquidez (28 vezes significativas); *proxies* para efeito tamanho (19 vezes significativas); *proxies* para rentabilidade (POT) (18 vezes significativas); *proxies* para tangibilidade dos ativos (11 vezes significativas); em último lugar as *proxies* para crescimento e risco com uma vez cada nos 24 modelos de regressão estimados, porém os resultados não obedecem às predisposições teóricas presentes no Quadro 4, fato que infere a existência de outros fatores que exercem influências contrárias às hipóteses testadas. O Quadro 6 resume as hipóteses testadas e seus resultados.

HIPÓTESE	Formulação	Teoria	Aceita/Refutada
1	A estrutura de capital é diretamente proporcional ao tamanho das empresas.	Custos de Falência	REFUTADA
2	A estrutura de capital é diretamente proporcional à proporção de ativos fixos das empresas.	Teoria de Agência	REFUTADA
3	A estrutura de capital é inversamente proporcional à rentabilidade das empresas.	<i>Pecking Order</i>	NÃO CONCLUSIVA
4	A estrutura de capital é inversamente proporcional às oportunidades de crescimento.	Custos de Falência	NÃO CONCLUSIVA
5	A estrutura de capital é inversamente proporcional à instabilidade da rentabilidade das empresas.	Custos de Falência	NÃO CONCLUSIVA
6	A estrutura de capital é diretamente proporcional à liquidez das empresas.	Custos de Falência	REFUTADA

**Quadro 6 – Validação das hipóteses.**

Fonte: Os autores.

Os resultados das hipóteses parecem consistentes com Perobelli *et al.* (2005), para o qual “a escolha da estrutura de capital pelas empresas parece ser antes influenciada por atributos teóricos próprios do que por uma escolha única.”

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste artigo desenvolveu-se um estudo sobre estrutura de capital nas cem maiores empresas da Região Sul do Brasil para os anos de 2002 a 2005, com a seguinte questão de pesquisa: Quais atributos, segundo a teoria, melhor explicam a estrutura de capital das empresas da Região Sul do Brasil? A tentativa de responder a esta pergunta foi por meio de *proxies* representativas das características das empresas estudadas, levantadas a partir do estado da arte das pesquisas em estrutura de capital no Brasil, que foi o primeiro objetivo específico. O segundo buscou identificar os possíveis atributos determinantes da estrutura de capital dessas empresas, os quais, em ordem decrescente de representatividade, são: as *proxies* para liquidez, efeito tamanho, rentabilidade (POT), tangibilidade dos ativos, em último lugar crescimento e risco.

O levantamento do estado da arte das pesquisas sobre estrutura de capital no Brasil, teste de suas hipóteses e comparação com os resultados desta pesquisa permite concluir que as hipóteses não são aplicáveis na sua totalidade às empresas em análise (nem mesmo a outras empresas nacionais), pois das 7 hipóteses testadas, 4 foram refutadas e 3 foram consideradas não conclusivas. A singularidade das empresas em análise pode explicar a dificuldade de comparação com outros estudos realizados no Brasil. As *proxies* que apresentaram resultados significativos não obedecerem às formulações teóricas que buscam explicar a estrutura de capital, ou seja, custos de falência, teoria de agência e *Pecking Order Theory*.

O surpreendente é que alguns dos resultados obtidos indicam posições contrárias ao que a teoria preconiza. Neste estudo os principais exemplos são a tangibilidade dos ativos e a liquidez geral. Aquela, segundo a teoria serve como garantia de dívidas, sendo esperado que quanto maior a proporção de ativos fixos, maior o endividamento, porém, nesta amostra, os resultados indicaram o contrário. Esta também apresentou movimento contrário à disposição teórica de que empresas mais líquidas tendem a recorrer menos a capital de terceiros.

Sugerem-se novas pesquisas buscando evidências que possam explicar as singularidades constadas neste estudo. A utilização de outra amostra de empresas, a inserção de outras variáveis que possam exercer influência sobre a estrutura de capital e a aplicação dos mesmos testes deste estudo em empresas de mercados considerados mais eficientes, como, por exemplo, o norte americano, também podem ser objetos de novos estudos.

## REFERÊNCIAS

ABREU, Ari Ferreira de. As proposições de Modigliani e Miller e a tributação brasileira. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD*, 26., 2002, Salvador/BA. **Anais eletrônicos...** Salvador/BA: ANPAD, 2002. CD-ROM.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; COUTINHO, Eduardo Senra; AMARAL, Hudson Fernandes. O perfil da área de finanças do EnANPAD: um levantamento da produção científica e de suas tendências entre 2000-2004. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD*, 29., 2005, Brasília/DF. **Anais eletrônicos...** Brasília/DF: ANPAD, 2005. CD-ROM.

CICOGNA, Maria Paula Vieira; VALLE, Maurício Ribeiro do; TONETO JR., Rudinei. O impacto da adesão a padrões mais elevados de Governança sobre o financiamento empresarial. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD*, 29., 2005, Brasília/DF. **Anais eletrônicos...** Brasília/DF: ANPAD, 2005. CD-ROM.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas aplicadas**: manual do usuário. Porto Alegre: Bookman, 2002.

FERREIRA, Luciano de Souza; BRASIL, Haroldo Guimarães. Estrutura de Capital: um teste preliminar da "*Pecking Order Hypothesis*". Anais: *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD*, 21., 1997, Rio das Pedras/RJ. **Anais eletrônicos...** Rio das Pedras/RJ: ANPAD, 1997. CD-ROM.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 175p.

HARRIS, Milton; RAVIV, Artur. *The theory of capital structure*. **The Journal of Finance**. v. XLVI, n. 1, *March*/1991.

JUNQUEIRA, Luis Renato; BERTUCCI, Janete Lara de Oliveira; BRESSAN, Aureliano Angel. Alavancagem financeira como estratégia de financiamento do processo de crescimento de empresas brasileiras de capital aberto no período de 1995-2002. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD*, 29., 2005, Brasília/DF. **Anais eletrônicos...** Brasília/DF: ANPAD, 2005. CD-ROM.

KOUTSOYANNIS, A. *Non-price decisions: the firm in a modern concept*. New York: Mac Millan, 1982.

MACHADO, Márcio André Veras; TEMOCHE, César Augusto Ruiz; MACHADO, Márcia Reis. Determinantes da estrutura de capital das pequenas e médias empresas industriais da cidade de João Pessoa/PB. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD*, 28., 2004, Curitiba/PR. **Anais eletrônicos...** Curitiba/PR: ANPAD, 2004. CD-ROM.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 134p.

MEDEIROS, Otavio Ribeiro de; DAHER, Cecílio Elias. Testes empíricos da *Pecking Order Theory* na estrutura de capital das empresas brasileiras. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD*, 28., 2004, Curitiba/PR. **Anais eletrônicos...** Curitiba/PR: ANPAD, 2004. CD-ROM.

MILLER, Merton H. *The MM propositions 40 years later*. **European Financial Management**, v. 4, n. 2, 1998. p. 113-120.

MODIGLIANI, Franco e MILLER, Merton H. *The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment*. **American Economic Review**, v. 48, 1958.

MORAES, Eduardo Glasenapp; RHODEN, Marsa Ignez dos Santos. Determinantes da estrutura de capital das empresas listadas na bovespa. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD*, 29., 2005, Brasília/DF. **Anais eletrônicos...** Brasília/DF: ANPAD, 2005. CD-ROM.

MYERS, S. MAJLUF, N. *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. **Jornal of Financial Economics**, v. 13, n.2, 1984. p.187-221.

NAKAMURA, Wilson Toshiro; MARTIN, Diógenes Manoel Leiva; KIMURA, Herbert. Indicadores contábeis como determinantes do endividamento das empresas brasileiras. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD*, 28., 2004, Curitiba/PR. **Anais eletrônicos...** Curitiba/PR: ANPAD, 2004. CD-ROM.

PEREIRA, Sônia Bruck Carneiro. Análise da relação entre valor e alavancagem no mercado brasileiro. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 24., 2000, Florianópolis/SC. Anais eletrônicos...* Florianópolis/SC: ANPAD, 2000. CD-ROM.

PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro *et al.* Investigação dos fatores determinantes da Estrutura de Capital e da Governança Corporativa: um enfoque abordando a questão da endogeneidade. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 29., 2005, Brasília/DF. Anais eletrônicos...* Brasília/DF: ANPAD, 2005. CD-ROM.

SANTANA, José Ricardo de, TUROLLA, Frederico. Escolha da estrutura de capital: aplicação ao caso do setor petroquímico brasileiro no período 1991-2000. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 26., 2002, Salvador/BA. Anais eletrônicos...* Salvador/BA: ANPAD, 2002. CD-ROM.

SILVA, Ariádine de Freitas; VALLE, Mauricio Ribeiro do. Análise da estrutura de endividamento: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e americanas. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 29., 2005, Brasília/DF. Anais eletrônicos...* Brasília/DF: ANPAD, 2005. CD-ROM.

SIRIHAL, Alexandre Bogliolo; MELO, Alfredo Alves de Oliveira. Estrutura de capital: benefícios e contra-benefícios fiscais do endividamento. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 23., 1999, Foz do Iguaçu/PR. Anais eletrônicos...* Foz do Iguaçu/PR: ANPAD, 1999. CD-ROM.

SOARES, Karina Talamini Costa; PROCIANOY, Jairo Laser. O perfil de endividamento das empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo após o Plano Real. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 24., 2000, Florianópolis/SC. Anais eletrônicos...* Florianópolis/SC: ANPAD, 2000. CD-ROM.

SOARES, Rodrigo Oliveira; KLOECKNER, Gilberto de Oliveira. O *Pecking Order* em empresas com controle acionário definido: um estudo no ambiente brasileiro. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 29., 2005, Brasília/DF. Anais eletrônicos...* Brasília/DF: ANPAD, 2005. CD-ROM.

STOCK, James H.; WATSON, Mark W. **Econometria**. São Paulo: Addison Wesley, 2004. 488p.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2006. 96p.

ZANI, João; NESS JR., Walter Lee. Os Juros sobre o Capital Próprio versus a vantagem fiscal do endividamento. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 24., 2000, Florianópolis/SC. Anais eletrônicos...* Florianópolis/SC: ANPAD, 2000. CD-ROM.