

UNIVERSIDADE FEDERAL DE CAMPINA GRANDE – UFCG
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E SOCIAIS – CCJS
UNIDADE ACADÊMICA DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS – UACC

KARLA CAMILA NEVES DA COSTA

**ESTRUTURA DE CAPITAL E RENTABILIDADE: ANÁLISE DO DESEMPENHO DE
EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3 DURANTE O PERÍODO DE
INSTABILIDADE POLÍTICA E ECONÔMICA NO PAÍS (2014-2016)**

SOUSA

2018

KARLA CAMILA NEVES DA COSTA

ESTRUTURA DE CAPITAL E RENTABILIDADE: ANÁLISE DO DESEMPENHO DE
EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3 DURANTE O PERÍODO DE
INSTABILIDADE POLÍTICA E ECONÔMICA NO PAÍS (2014-2016)

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao
Curso Superior de Graduação em Ciências
Contábeis do Centro de Ciências Jurídicas e
Sociais da Universidade Federal de Campina
Grande, em cumprimento às exigências legais
para obtenção do título de Bacharel em Ciências
Contábeis.

Orientadora: Profa. Ma. Ana Flávia
Albuquerque Ventura

SOUSA

2018

KARLA CAMILA NEVES DA COSTA

**ESTRUTURA DE CAPITAL E RENTABILIDADE: ANÁLISE DO DESEMPENHO DE
EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3 DURANTE O PERÍODO DE
INSTABILIDADE POLÍTICA E ECONÔMICA NO PAÍS (2014-2016)**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso Superior de Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Campina Grande, em cumprimento às exigências legais para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Apresentado e aprovado em Sousa, 15 de março de 2018.

BANCA EXAMINADORA

Profa. Ma. Ana Flávia Albuquerque Ventura (Orientadora)

Universidade Federal de Campina Grande
Unidade Acadêmica de Ciências Contábeis

Profa. Ma. Gianinni Martins Pereira Cirne

Universidade Federal de Campina Grande
Unidade Acadêmica de Ciências Contábeis

Profa. Me. Harlan Herculano Azevedo

Universidade Federal de Campina Grande
Unidade Acadêmica de Ciências Contábeis

Dedico primeiramente a Deus todo poderoso por tudo que me ajudou a alcançar até hoje, com bondade, sabedoria e amor; aos meus pais, por serem pessoas maravilhosas e espelho de humanidade, respeito e amor para mim; as minhas irmãs porque sempre me incentivaram na busca pelo conhecimento.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus por ter me dado saúde e força para superar as dificuldades e chegar até aqui.

A esta universidade, por abrir novos horizontes para minha vida, através da graduação, me motivando a está sempre aberta para novos conhecimentos.

Agradeço ao corpo docente da UFCG, assim como ao pessoal da direção e administração que foram de suma importância em todo o processo acadêmico, sempre motivando, apoiando e ajudando da melhor forma possível todos os alunos.

A minha orientadora Professora Ma. Ana Flávia de Albuquerque Ventura, pelo suporte no pouco tempo que lhe coube, pelas suas correções e incentivos. A esta serei eternamente grata, por me orientar diante de tantos problemas que encontrei no processo de elaboração deste trabalho.

Ao professor Raul Ventura, pelo suporte na elaboração desta pesquisa e pelas dicas que foram de grande valia.

Ao professor Marx Bruno, pelos ensinamentos e dicas valiosas para a realização desse trabalho.

Aos meus pais, Josenildo Neves e Maria Aparecida Pereira, que são as pessoas mais importantes da minha vida, por não medirem esforços para que eu alcançasse mais uma vitória, minha formatura. Sou grata pelo apoio, incentivo e amor incondicional deles, tenho um orgulho enorme de ser filha destes.

Às minhas irmãs, que sempre torceram por mim, me incentivaram e sempre me apoiaram no meu processo de formação superior, vocês são muito importantes na minha vida.

Ao meu namorado pelo apoio, atenção e compreensão que teve diante de minha ausência na elaboração do meu trabalho.

Aos meus amigos e aos colegas de curso pelo apoio e incentivo que me deram sempre, agradeço carinhosamente a cada um.

Agradeço ainda aos meus colegas trabalho, que torceram por mim durante todo o curso e que nesta reta final, me deram apoio moral e dicas substâncias relativas ao trabalho de conclusão. Entre eles, faço um agradecimento especial a Veronica Dias, por ter sido compreensiva e ter me cedido tempo para tratar da elaboração deste trabalho.

E a todos que direta ou indiretamente colaboraram de alguma forma no meu crescimento acadêmico e fizeram parte da minha formação, o meu muito obrigado.

O Senhor é o meu pastor, nada me
faltará.

Salmos 23,1.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1-	Hipóteses dos testes realizados	32
Quadro 2-	Variáveis utilizadas na pesquisa	33

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Resultado dos testes de especificação dos modelos de dados em painel	34
Tabela 2 - Análise descritiva da amostra. 2014-2016.....	35
Tabela 3 - Matriz de correlação das variáveis da análise	36
Tabela 4 - Regressão Linear – Estimação dos determinantes de relação entre o endividamento e a rentabilidade através do Painel de POLS.....	37

RESUMO

Muitas teorias foram desenvolvidas nas últimas décadas apontando os possíveis determinantes para a escolha da melhor estrutura de capital a ser utilizada nas empresas. A estrutura de capital trata da composição da dívida e dos recursos próprios utilizados para financiar as operações das empresas. As decisões do financiamento têm relevância para a gestão de negócios tornando a viabilidade, a rentabilidade e valorização das empresas dependentes delas. O presente trabalho tem como objetivo responder ao seguinte problema: qual a influência da estrutura de capital sobre a rentabilidade de empresas brasileiras listadas na B3 durante o período de instabilidades política e econômica no país de 2014 a 2016? Para responder essa pergunta foram realizados testes no STATA e através do modelo POOLS realizaram-se análises como: análise descritiva, matriz de correlação e a regressão linear, cujos resultados apontaram que durante o período analisado, as empresas brasileiras incluídas na pesquisa obtiveram maior retorno quando utilizaram capitais próprios e tiveram sua rentabilidade reduzida quando recorreram aos capitais de terceiros no curto prazo.

Palavras-chave: Estrutura de Capital. Rentabilidade. Instabilidade político-econômica.

ABSTRACT

Many theories were been developed in the last decades, pointing out the possible determinants for choosing the best capital structure to be used in companies. The capital structure deals with the composition of the debt and of the own resources used to finance the operations of the companies. Financing decisions are relevant to business management making the viability, profitability and valuation of companies dependent on them. This paper aims to answer the following problem: what is the influence of the capital structure on the profitability of Brazilian companies listed in B3 during the period of political and economic instabilities in the country from 2014 to 2016? To answer this question were tests performed on the STATA were carried out and through the POOLS model, were analyzes such as: descriptive analysis, correlation matrix and linear regression were performed, whose results show that during the analyzed period, the Brazilian companies included at survey obtained higher returns when used their equity and had their profitability reduced when they resorted to third-party capital in the short term. To answer this question were tests performed on the STATA were carried out and through the POOLS model, were analyzes such as: descriptive analysis, correlation matrix and linear regression were performed, whose results show that during the analyzed period, the Brazilian companies included at survey obtained higher returns when used their equity and had their profitability reduced when they resorted to third-party capital in the short term.

Key words: Capital Structure. Profitability. Political-economic instability.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
1.1	Objetivos.....	12
<i>1.1.1</i>	<i>Objetivo Geral.....</i>	12
<i>1.1.2</i>	<i>Objetivos Específicos</i>	12
1.2	Justificativa	12
2	REFERENCIAL TEÓRICO	14
2.1	Estrutura de Capital.....	14
2.2	Rentabilidade e desempenho econômico-financeiro.....	19
2.3	Macroeconomia brasileira	20
<i>2.3.1</i>	<i>Cenário de instabilidade política e econômica no Brasil</i>	22
<i>2.3.2</i>	<i>Estrutura de capital sobre a rentabilidade das empresas brasileiras</i>	25
<i>2.3.3</i>	<i>Ambientes políticos afetam as empresas</i>	26
2.4	Trabalhos anteriores	27
3	METODOLOGIA.....	30
3.1	Amostra da pesquisa.....	30
3.2	Modelo econométrico.....	30
3.3	Variáveis utilizadas.....	32
4	RESULTADOS E DISCUSSÃO	34
4.1	Resultados dos testes.....	34
4.2	Análise descritiva	34
4.3	Análise quantitativa.....	36
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	38
	REFERÊNCIAS	40

1 INTRODUÇÃO

Várias teorias foram desenvolvidas nas últimas décadas a fim de encontrar determinantes capazes de definir a melhor estrutura de capital a ser utilizada pelas empresas. O trabalho pioneiro de Modigliani e Miller (1958) que abre o debate sobre esse assunto parte de vários pressupostos simplificados sobre as características dos mercados de capitais e chega à conclusão bem conhecida de que, em mercados de capitais perfeitos, o valor de uma empresa é independente de sua estrutura de capital, um resultado que agora é conhecido como a primeira Proposição de Modigliani-Miller (MM) que, há muito tempo, constituiu um paradigma de finanças corporativas modernas.

A estrutura de capital refere-se à composição da dívida e recursos próprios para financiar as operações da empresa (ASSAF NETO, 2009). No entanto, há uma diferença em relação à obrigação de pagamento dessas fontes de financiamento. Por um lado, a dívida deve ser paga independente do desempenho da empresa, enquanto o capital possui apenas um direito residual do caixa gerado pelas operações da empresa. Esta diferença indica que o dinheiro deve ser destinado, em primeiro lugar, ao pagamento do serviço da dívida e, em caso de excesso, pode ser devolvido aos acionistas em resultado de um maior retorno sobre o capital.

Além da estrutura de capital, a análise da rentabilidade é importante porque, mesmo a partir da multiplicidade de objetivos enfrentados por uma empresa, com base na lucratividade ou no lucro, ou no crescimento, estabilidade e até mesmo atendimento à comunidade, em toda análise de negócios, o centro da discussão tende a estar na polaridade entre rentabilidade e segurança ou solvência como variáveis fundamentais de toda a atividade econômica. Os limites econômicos de toda atividade comercial são a rentabilidade e a segurança, normalmente os objetivos opostos, uma vez que a rentabilidade, de certo modo, é a retribuição ao risco e, conseqüentemente, o investimento mais seguro geralmente não coincide com o mais rentável (CATAPAN e CATAPAN, 2006; LARA e CARVALHO, 2008; HIRATUKA e SARTI, 2015).

A importância de desenvolver uma política de dívida adequada é que a combinação ótima de dívida e capital gera maior valor para a empresa aproveitando as vantagens fiscais do financiamento da dívida (BRITO, 2015). Portanto, as decisões de financiamento tornam-se relevantes para a gestão de negócios; a viabilidade, rentabilidade e valorização das empresas

dependem delas. Considerando que o Brasil sofreu uma grande recessão no período 2014-2016 com uma taxa de crescimento do PIB negativa juntamente com a piora dos indicadores sociais (LIMA, 2017), esses fatores são atribuídos devido à crise política no país.

Diante deste cenário de instabilidade e recessão, reconhecer a forma como o comportamento das empresas diante do mercado proporciona a compreensão do impacto causado pela crise nas empresas. Neste contexto, o presente estudo visa responder ao seguinte problema de pesquisa: **Qual a influência da estrutura de capital sobre a rentabilidade das empresas brasileiras listadas na B3 durante o período de instabilidades política e econômica no país durante 2014 a 2016.**

1.1 Objetivos

1.1.1 Objetivo Geral

Analisar a influência da estrutura de capital sobre a rentabilidade das empresas brasileiras durante o período de instabilidades política e econômica no país de 2014 a 2016.

1.1.2 Objetivos Específicos

- Levantar informações acerca da estrutura de capital das empresas brasileiras;
- Coletar dados referentes aos índices de rentabilidade das empresas;
- Realizar análise descritiva dos dados da pesquisa.

1.2 Justificativa

Este estudo se justifica pelo fato de que, embora existam diversos trabalhos que abordem a relação entre estrutura de capital e rentabilidade no desempenho de empresas, são poucos os que consideram tais variáveis em períodos marcados por crise política e econômica.

Além disso, este estudo contribui para a literatura sobre estrutura de capital ao fornecer evidências a respeito do efeito do endividamento das empresas brasileiras sobre a rentabilidade, sobretudo em um período instável, onde as organizações buscam manter sua

continuidade no mercado diante de um período de incertezas tanto no âmbito político como no econômico ante uma das maiores recessões já enfrentadas no país.

Esta pesquisa se baseia no artigo de Lara e Carvalho (2008), que estudou a relação entre estrutura de capital e rentabilidade no período pós Plano Real, e no qual foram encontrados resultados que apontam que o uso dos recursos próprios naquela época aumentou a rentabilidade, em contrapartida, o uso de financiamento de longo prazo diminuía a rentabilidade.

O trabalho de SCHUH *et al.* (2017) é de fundamental importância para a realização desta pesquisa pois ele analisou o impacto da atividade econômica agregada na estrutura de capital nas empresas do setor de construção civil, discutindo a estrutura de capital e seus determinantes externos. Os resultados obtidos mostraram que o endividamento de longo prazo e o uso de capitais de terceiros comportaram-se de maneira similar no que se refere às variações da taxa de juros, do câmbio e do PIB, indicando que um aumento destes induz a uma diminuição do endividamento das empresas estudadas, enquanto o endividamento de curto prazo apresentou relações opostas as taxas de juros e ao câmbio.

Como este trabalho relaciona a estrutura de capital à rentabilidade, o trabalho de Pinheiro *et al.* pode justificar esta pesquisa por relacionar a estrutura de capital à governança corporativa, reunindo empresas listadas na BM&FBOVESPA no período de 2010 a 2014. Os autores constataram através dos resultados da pesquisa que o mercado brasileiro preceitua a Teoria *Pecking Order*.

Outro trabalho que enfatiza esta pesquisa é o trabalho de Nasser (2013) que destaca a escolha de uma estrutura ótima de capital e a identificação dos fatores determinantes do uso de dívida. Os resultados evidenciaram que quando analisadas separadamente o endividamento de curto e de longo prazo, é possível verificar imperfeições de mercado, problemas informacionais e seleção adversa.

Nesse trabalho se analisou a estrutura de capital e a rentabilidade das empresas brasileiras num período de instabilidade econômica e política. Em função do curto período disponível para elaboração deste trabalho, não foram realizados todos os testes que Lara e Carvalho (2008) fizeram em seu artigo, mas que posteriormente serão realizados e a pesquisa será atualizada.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Estrutura de Capital

A estrutura de capital ou a decisão de alavancagem financeira devem ser examinadas quanto à forma como a dívida e a equivalência patrimonial na estrutura de capital da empresa influenciam seu valor de mercado (HIRATUKA, 2015). O mix de dívida para patrimônio da empresa (combinação entre a dívida e o capital próprio) pode ter implicações importantes para o valor da empresa e o custo do capital. Ao maximizar a utilização de capital de acionistas, deve ser usado mais capital de dívida na estrutura de capital, pois os juros pagos são dedutíveis e reduzem o custo efetivo da dívida. Outros detentores de ações não precisam compartilhar seu lucro com detentores de dívidas, pois os detentores da dívida obtêm um retorno fixo. No entanto, quanto maior o capital da dívida, mais arriscado para a empresa, deste modo, quanto maior seu custo de capital. Vale ressaltar a importância de identificar os elementos que influenciam a estrutura de capital, a medida precisa desses elementos e a melhor estrutura de capital para uma determinada empresa em um determinado momento (PINHEIRO, 2017).

Pesquisadores e profissionais explicam teorias conflitantes sobre a estrutura do capital, em que Durand (1952) afirma usar a abordagem de Renda Líquida (NI) que a empresa pode diminuir seu custo de capital e, conseqüentemente, aumentar o valor da empresa através do financiamento da dívida. Em contraste, Modigliani e Miller (1958) afirmam em sua irrelevância da estrutura de capital que o valor da empresa é independente de sua relação dívida/capital, conhecida como abordagem de Renda Operacional Líquida (NOI). Eles argumentam que no mercado de capitais perfeito sem impostos e custos de transação, o valor da empresa permanece constante para as mudanças na estrutura de capital.

De acordo com Pandey (2007), a abordagem tradicional de Solaman (1963), emergiu um compromisso com a posição extrema tomada pela abordagem NI. A abordagem tradicional não assume o custo constante da variação patrimonial na relação dívida/capital e redução contínua do Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC). Além disso, essa abordagem assume o conceito de estrutura de capital ótima e, portanto, implica muito claramente que o CMPC diminui apenas para certo nível de alavancagem financeira e atinge o nível mínimo. O aumento adicional da alavancagem financeira aumentaria o CMPC.

Durante as últimas cinco décadas, várias teorias foram desenvolvidas para explicar a estrutura do capital e o valor da empresa e os principais fatores que determinam a estrutura do capital. Simultaneamente, um enorme número de estudos empíricos também tentou explicar essas teorias e sua eficácia.

A teoria da irrelevância da estrutura de capital de Modigliani e Miller (1958) é considerada como o ponto de partida da teoria moderna da estrutura do capital. Com base em premissas relacionadas ao comportamento dos investidores e do mercado de capitais, os autores ilustram que o valor da empresa não é afetado pela estrutura de capital da empresa. Os valores mobiliários são negociados no mercado de capitais perfeito, todas as informações relevantes estão disponíveis para que os iniciados e os estrangeiros tomem a decisão (sem assimetria de informações), isto é, custo de transação, custo de falência e tributação não existem.

A teoria acima citada provou que não existe uma relação dívida/capital ótima e a estrutura do capital é irrelevante para a riqueza dos acionistas, expressa através das seguintes informações: as taxas de juros sobre empréstimos e financiamentos são as mesmas tanto para empresas quanto para indivíduos, permitindo que haja alavancagem financeira; em empresas que operam em classes de risco e possuem alavancagem operacional similares, os juros a pagar sobre a dívida não economizam impostos e as empresas seguem o pagamento de dividendo de 100%. Sob essas premissas, os autores argumentam que o valor da empresa alavancada é o mesmo que o valor da empresa sem desalavancada.

Portanto, eles propõem que os gerentes não se preocupem com a estrutura de capital e podem escolher livremente a composição da dívida para o patrimônio líquido. Importantes contribuições para a abordagem MM incluem Hirshleifer (1966) e Stiglitz (1969). Além disso, na sua preposição II, eles afirmam que o aumento da alavancagem aumenta o risco da empresa e, como resultado, o custo da equidade aumenta. Mas o CMPC da empresa permanece constante à medida que o custo da dívida compensa com maior custo de capital próprio.

A teoria da irrelevância da estrutura de capital era teoricamente muito sólida, mas baseava-se em um conjunto de pressupostos irrealistas. Logo, essa teoria levou a uma abundante pesquisa sobre estrutura de capital. Mesmo que sua teoria fosse válida teoricamente, o mundo sem impostos não era válido na realidade. Para tornar mais preciso, Modigliani e Miller (1963) incorporaram o efeito do imposto sobre o custo do capital e o valor da empresa. Na presença de impostos corporativos, o valor da empresa aumenta com a

alavancagem devido ao escopo fiscal. Os juros sobre o capital de dívida são uma dedução aceitável da receita da empresa e, assim, diminui o pagamento do imposto líquido da empresa. Isso resultaria em um benefício adicional de usar o capital da dívida através da redução do custo de capital da empresa. Os inconvenientes na teoria MM (Modigliani e Miller) estimularam séries de pesquisas dedicadas a provar a irrelevância como matéria teórica e empírica. Assim, outras teorias que contribuem para o teorema da estrutura de capital desenvolveram-se com base no teorema do MM e é muito difícil validar qualquer um deles. Embora haja fraquezas no teorema MM, não pode ser completamente ignorado ou excluído.

Uma das teorias básicas que dominaram a teoria da estrutura do capital recomenda que o nível ótimo da dívida seja aquele onde o benefício marginal do financiamento da dívida é igual ao seu custo marginal. É possível alcançar uma estrutura de capital ótima através do ajuste do nível da dívida e da equidade, equilibrando assim o escopo fiscal e o custo de angústia financeira. Não há consenso entre os pesquisadores sobre o que consome o benefício e os custos.

Eliminando as restrições da proposta de irrelevância da estrutura do capital de MM, Myers (1984) usa o comércio da teoria como base teórica para explicar o "Enigma da Estrutura de Capital". Myers (1977) sugere que o uso da dívida até um determinado nível compensou o custo do escândalo financeiro e do escopo de juros. De acordo com Fama e French (2002), a estrutura de capital ótima pode ser identificada através dos benefícios da dedutibilidade de imposto de dívida de juros e custo de falência e custo de agência.

O aumento do capital de dívida na estrutura do capital afeta o valor da empresa, pois como o aumento do capital da dívida, a CMPC da empresa declina até que a empresa atinja o nível de engrenagem ideal e o custo dos aumentos de dificuldades financeiras juntamente com o nível da dívida. Isto é confirmado por Miller (1988) que a relação dívida / capital ótima mostra o melhor escopo fiscal possível que a empresa pode desfrutar. Mais consistente com Modigliani e Miller (1963), Miller (1988) confirmou o fato de que as empresas aumentam o risco de falência devido ao capital da dívida em sua estrutura de capital.

Na teoria do comércio, o custo da dívida está vinculado com o custo direto e indireto da falência. Bradley *et al.* (1984) explicaram que o custo da falência inclui o custo legal e administrativo, outros custos indiretos resultantes da perda de clientes e da confiança entre funcionários e fornecedores devido às incertezas.

Além do custo de falência, o custo da agência de Jensen e Meckling (1976) também é considerado no modelo de *trade-off*. Os autores explicam que a separação de propriedade e

controle é o motivo para aumentar o custo da agência. De acordo com os custos da agência Arnold (2008), os custos diretos e indiretos resultam de princípios e agentes agem em seu melhor interesse e, não fazendo com que os agentes atuem dessa maneira.

Jenson (1986) afirma que a dívida pode reduzir o custo da agência e argumentar que, quanto mais alto o capital da dívida, o compromisso de pagar mais dinheiro. No entanto, Frank e Goyal (2008) afirmam que não foi totalmente explicado o impacto dos conflitos de agência na estrutura de capital. Harris e Raviv (1990) sugerem que o capital da dívida na estrutura do capital produz informações valiosas no monitoramento do comportamento da agência e por razões de interesse próprio os gerentes estão relutantes em liquidar a empresa ou fornecer informações que possam levar a falência. Os detentores da dívida também se preocupam apenas com seus benefícios e preferem que as empresas realizem investimentos seguros e não se preocupe com a rentabilidade desses investimentos. Isso explica ainda Fama e French (2002) que, devido ao custo dos conflitos da agência de dívida, surgem entre os acionistas e os obrigacionistas.

Brounen *et al.*, (2005) explicam que a presença de estrutura de capital ideal ou estrutura de capital alvo aumenta a riqueza do acionista. Além disso, os autores explicam que, mesmo o valor que maximiza a utilização da empresa, o capital da dívida para a capacidade total, eles enfrentam baixa probabilidade de falência.

Hovakimian *et. al.* (2006) afirma que a alta rentabilidade da engrenagem propõe que o escopo fiscal das empresas maiores e menor a possibilidade de falência. Isso é consistente com a previsão chave do modelo de *trade-off* que existe uma correlação positiva entre rentabilidade e engrenagem. Mas nenhum desses estudos teóricos e empíricos substitui completamente a versão tradicional e, portanto, os pesquisadores ainda testam a teoria do *trade-off* com base nos pressupostos originais. Na literatura, evidências contraditórias podem ser encontradas a favor e contra o modelo de *trade-off* e estrutura de capital ótima.

Titman e Wessels (1988) descobriram que o escopo de impostos não-dívida e o uso de capital de dívida na estrutura de capital estão positivamente correlacionados. Em consonância com Modigliani e Miller (1963), Mackie-Mason (1990) descobriu que as empresas que incorrem em perda de impostos raramente são capitais de dívida. O nível de desenvolvimento das empresas é constante mesmo as taxas de imposto variam em grande medida (Wright, 2004). Ao contrário desta Graham e Harvey (2001) revelaram que a escolha da estrutura de capital depende das taxas de impostos.

A escolha da estrutura de capital ideal da empresa seria emitir capital de dívida e / ou capital próprio. A teoria de *trade-off* postula que todas as empresas têm um índice de dívida ótima em que o escopo fiscal igual o sofrimento financeiro custa. Esta teoria elimina o impacto da assimetria da informação e incorpora as diferentes informações sobre os conflitos entre *insiders* e estranhos que a Teoria da *Pecking Order* propõe.

Assumindo o mercado de capitais perfeito como proposto por MM (1958), Myers e Majluf (1984) propõem uma teoria de *pecking order* na sequência das descobertas de Donaldson (1961), que descobriram que a administração prefere os fundos gerados internamente em vez de usar fundos externos. A teoria da ordem de compra sugere que a empresa prefere o financiamento interno sobre o capital da dívida e explica que as empresas utilizam fundos internos primeiro, em seguida, emitem a dívida e, finalmente, como o capital de capital da emissão do último recurso. Al-Tally (2014) confirmou o mesmo que as empresas preferem financiar novos investimentos com fundos gerados internamente primeiro e, em seguida, com capital de dívida e, como último recurso, irão para questões de capital próprio.

A teoria da ordem de busca (*pecking order*) também explica que as empresas emprestam mais quando os fundos gerados internamente não são suficientes para atender às necessidades de investimento (Shyam-Sunder e Myers, 1999). Isto é confirmado por Myers (2001) que descobriu que o rácio da dívida da empresa reflete o valor acumulado para o financiamento externo e que as empresas com maiores oportunidades de lucro e crescimento usariam menos capital de dívida. Se a empresa não tiver oportunidades de investimento, os lucros são mantidos de modo a evitar futuros financiamentos externos. O rácio da dívida de outras empresas representa o financiamento externo acumulado à medida que a empresa faz sem taxa de dívida ótima.

Com base na teoria da *pecking order*, Harris e Raviv (1991) afirmam que as decisões da estrutura de capital destinam-se a eliminar as ineficiências causadas pela assimetria da informação. A assimetria de informação entre iniciados e estrangeiros e a separação de propriedade explicam por que as empresas evitam os mercados de capitais (Myers, 2001). Frydenberg (2004) explica que a questão da dívida de uma empresa dá um sinal de confiança ao mercado de que a empresa é uma empresa excelente e que sua administração não tem medo do financiamento da dívida. Além disso, Frank e Goyal (2007) mostram que, devido ao conflito da agência entre os gerentes e os proprietários e os investidores externos, a pecuária pode ocorrer.

Estudos sobre a teoria da *pecking order* não foram capazes de mostrar o significado desta teoria na determinação da estrutura de capital das empresas. Fama e French (1998) compararam a teoria do *trade-off* e a teoria da *pecking order* e mostra que certas características dos dados financeiros são melhor descritas pela teoria da *pecking order*. Isto é confirmado por Shyam-Sunder e Myers (1999). As deficiências nesta teoria pressionaram o desenvolvimento das teorias da estrutura do capital para resolver o enigma da estrutura do capital.

2.2 Rentabilidade e desempenho econômico-financeiro

A questão da rentabilidade é um assunto inerente às empresas, pois as empresas entram no mercado com o propósito de terem retornos capazes de cobrir os investimentos feitos por acionistas e investidores. Catapan e Catapan (2006) mencionam a afirmativa de Costa (2001) que diz que a decisão de financiamento condiciona a rentabilidade auferida pelos investimentos da empresa, em outras palavras, quanto maior a diferença entre a rentabilidade dos investimentos e o custo do capital, maior será o valor da empresa. A rentabilidade é definida por MARION (2012) como a medida de força em função dos investimentos, cujos Capitais Próprios e os Capitais de Terceiros são utilizados para financiar o Ativo. A administração adequada do ativo proporciona maior retorno para a empresa.

O Retorno Sobre Patrimônio Líquido (*Return on Equity-ROE*) mede a rentabilidade do capital próprio investido na empresa, e deve atender às expectativas de remuneração dos acionistas, representado pelo Custo do Capital Próprio (CATAPAN e CATAPAN, 2006).

Uma taxa de retorno ou, sucintamente, um retorno, é o ganho percentual obtido pela manutenção de um investimento ou uma carteira por um determinado tempo (BAIMA, 2004). De acordo com Tabari *et al.* (2013), a variável de rentabilidade é representada por duas medidas alternativas: a relação entre lucros e ativos, ou seja, o retorno sobre os ativos (ROA/RSA) e o retorno ao patrimônio líquido (ROE/RPL). Em princípio, o retorno sobre os ativos ROA reflete a capacidade do ativo para gerar lucro, embora possa ser tendencioso devido a atividades fora do balanço. O RPL indica o retorno aos acionistas sobre seus patrimônios e equivale a ROA vezes o índice total de ativos para patrimônio.

A avaliação de desempenho de investimentos é um importante campo de pesquisa, pois o desempenho pode validar as políticas e estratégias de investimentos de investidores

institucionais, bem como atuar como indicativo de existência ou não de mercado eficiente, de acordo com o desempenho consistente a longo prazo dos administradores ativos.

As decisões de financiamento são condicionadas conforme a rentabilidade auferida pelos investimentos da empresa, ou seja, quanto maior for a diferença entre a rentabilidade dos investimentos e o custo do capital, maior será a maximização do valor da empresa (COSTA, 2001).

2.3 Macroeconomia brasileira

A macroeconomia descreve e explica processos econômicos que dizem respeito a agregados. Um agregado é uma multidão de assuntos econômicos que compartilham algumas características comuns. Em contrapartida, a microeconomia trata os processos econômicos que dizem respeito a indivíduos. Exemplo: A decisão de uma empresa de comprar uma nova cadeira de escritório da empresa X não é um problema macroeconômico. A reação dos agregados familiares austríacos a um aumento da taxa de tributação do capital é um problema macroeconômico (MOREIRA *et al.*, 2017).

O conjunto macroeconômico é mais complexo do que a soma das partes independentes (microeconomia). Não é possível descrever uma economia formando modelos para todas as empresas e pessoas e todos os seus efeitos cruzados. A macroeconomia investiga o comportamento agregado ao impor suposições simplificadoras (assumir que existem muitas empresas idênticas que produzem o mesmo bem), mas sem abstrair das características essenciais (MOREIRA *et al.*, 2017). Esses pressupostos são usados para construir modelos macroeconômicos. Normalmente, esses modelos têm três aspectos: a "história", o modelo matemático e uma representação gráfica (MOREIRA *et al.*, 2017).

A macroeconomia é "não experimental", ou seja, não pode conduzir experiências científicas controladas e se concentram na observação pura. Como os episódios históricos permitem interpretações diversas, muitas conclusões da macroeconomia não são coercivas (GIAMBIAGI e SCHMIDT, 2017).

De acordo com a motivação clássica da macroeconomia, os políticos devem ser informados sobre como controlar a economia, de modo que metas específicas possam ser atendidas de forma otimizada. Os objetivos políticos em relação à macroeconomia são alcançar o "pentágono mágico" do bom crescimento econômico, preços estáveis, pleno emprego, equilíbrio externo, apenas distribuição de renda; de acordo com os critérios da

UEM, foco na inflação (cerca de 2%), dívida pública e um orçamento equilibrado; segundo Blanchard, o foco no baixo desemprego (cerca de 5%), o bom crescimento econômico e a inflação (0-3%). Em todas as especificações, o objetivo é encontrar vários alvos conflitantes simultaneamente (GIAMBIAGI e SCHMIDT, 2017).

Após o rápido crescimento econômico nos anos anteriores à recente crise financeira global, o Brasil estava em uma posição forte para enfrentar a Grande Recessão. Tanto o ciclo de preços das *commodities* quanto os abundantes influxos de capital desempenharam um papel nesse desempenho econômico melhorado. A melhoria foi também o resultado das profundas mudanças no gerenciamento de políticas macroeconômicas introduzidas uma década antes, com o fim do domínio e hiperinflação fiscais em 1994. No entanto, a situação econômica do Brasil tem se deteriorado significativamente nos últimos anos.

De acordo com Gonçalves e Neves (2017), a economia brasileira tem experimentado uma recessão econômica desde o início de 2014 que continuou até 2016. A recessão econômica também está associada a uma crise política no Brasil que resultou no impeachment contra a presidente Dilma Rousseff e ampla insatisfação com o sistema político atual. A economia diminuiu cerca de 4% de acordo com o *Financial Times* até o final de 2015.

A economia entrou em recessão em 2014 e a situação piorou em 2015, com o PIB real provavelmente diminuído em 3%, enquanto a inflação permaneceu perto de 10%. Esta caixa descreve os principais fatores subjacentes à queda econômica no Brasil (NEHER, 2016).

Com Lula e Dilma, o Brasil tornou-se mais rico - por qualquer critério de evolução do PIB (soma de todas as riquezas produzidas pelo país em um determinado ano). O PIB real total cresceu 45%: de R \$ 3,3 trilhões em 2002 para R \$ 4,8 trilhões em 2013, quando medido a preços de 2013, de acordo com dados do Banco Central. No mesmo período, o PIB per capita real cresceu 29%: de R \$ 18,6 mil em 2002 para R\$ 24,1 mil em 2013, também a preços de 2013 (CARVALHO *et al.*, 2017).

Carvalho *et al.* (2017) ainda aborda que a inflação média caiu 37% entre os governos FHC e Lula e permaneceu dentro do objetivo com a Dilma e que nesse período o país continuou a ter superávit primário. As contas foram equilibradas: reduzindo assim a dívida junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI) para zero e a dívida líquida caiu quase metade entre 2002 e 2013.

Lula, em 2008, e Dilma, em 2011/2012, enfrentaram dois momentos diferentes da grave crise internacional que ainda estraga uma grande parte do planeta. Mesmo assim, a

solidez fiscal do Brasil criou bases firmes para investimentos públicos e privados, crescimento econômico e criação de emprego (CARVALHO *et al.*, 2017).

O investimento público duplicou no mesmo período, de 1,3% para 2,7% do PIB, impulsionado principalmente pelo PAC e o programa *My House, My Life*. O investimento estrangeiro direto aumentou de US \$ 18,8 bilhões para US \$ 64 bilhões. Além disso, com Lula e Dilma, a renda per capita dos brasileiros cresceu quatro vezes, de US \$ 2.919 em 2002 para US \$ 11.229 em 2013 (BRITO, 2015).

De acordo com uma definição econômica geral, uma recessão é um crescimento econômico negativo por dois trimestres consecutivos. É também uma contração do ciclo econômico que resulta em uma desaceleração geral da atividade econômica. Os indicadores macroeconômicos, como o PIB, o emprego e a demanda agregada no Brasil, geralmente caíram desde o primeiro trimestre de 2015 e até antes, preenchendo os requisitos para uma recessão, embora não uma depressão (BRITO, 2015).

Antes da recessão, a taxa de desemprego do Brasil atingiu cerca de 6% na maior parte de 2014 e tem crescido de forma geral desde fevereiro de 2015, com uma média de 8,5% nesse mesmo ano. A maior economia da América Latina perdeu mais de 1,5 milhões de empregos ao longo de 2015, alimentando assim o descontentamento público contra o estabelecimento político e a liderança política do Partido dos Trabalhadores e a presidente Dilma Rousseff. Espera-se que a taxa de desemprego aumente em todo o resto de 2016, ao mesmo tempo em que o PIB está caindo (BRITO, 2015).

O Brasil está tem enfrentado uma crise fiscal e um crescente déficit orçamentário, que tem sido "o maior déficit orçamentário primário, enquanto uma recessão econômica de dois anos reduziu a cobrança de impostos, enquanto as despesas cresceram ainda mais. O déficit do governo atingiu R \$ 5,8 bilhões (US \$ 1,7 bilhão) durante os três primeiros meses de 2016, o maior divulgado desde dezembro de 2001. A recessão de dois anos pode ser explicada pela queda na receita do governo de impostos, causada pela recessão, enquanto as despesas do governo têm crescido constantemente (BRITO, 2015).

2.3.1 Cenário de instabilidade política e econômica no Brasil

Os indicadores nos últimos anos de 2014 a 2016 mostram um enfraquecimento visível da economia brasileira, além dos resultados positivos das políticas redistributivas dos dois governos de Luiz Inácio da Silva (Lula) e da primeira presidência de Dilma Rousseff. Ambas

as administrações reforçaram o mercado interno, graças a políticas ativas baseadas principalmente no aumento do salário mínimo, nas transferências fiscais para os setores de menor renda (através de programas de assistência direta e menor pressão fiscal sobre o consumo de bens manufaturados) e maior acesso ao crédito hipotecário e à compra de bens duráveis (especialmente automotivo). Seu efeito inicial sobre o crescimento real do PIB foi significativo. De acordo com o FMI, em 2016, o PIB real poderia registrar uma taxa de crescimento positiva (1%). Assim, no período 2014-2016, o PIB real registraria um crescimento médio anual zero.

Não se deve excluir que, diante de maiores dificuldades em conter a inflação de custos e preços, o governo brasileiro opte por permitir maiores aumentos na taxa de câmbio nominal do que os observados nos últimos dois anos. Se uma forte apreciação do dólar no exterior não for observada, seria altamente provável que o Banco Central tentasse validar uma depreciação nominal acelerada do real.

Essa recuperação da taxa de câmbio real foi ineficaz: entre 2011 e 2014, as exportações brasileiras registraram queda de US \$ 30.939 milhões. O saldo comercial, por sua vez, diminuiu em 2014 para um déficit de US \$ 3.923 milhões, o primeiro desde 2000. No que diz respeito ao PIB, as importações tendem a não cair, mas a estabilizar entre 8% e 10% do PIB. O índice exportações /PIB, por sua vez, não mostra uma tendência crescente, mas propenso a estagnação ou declínio. Este déficit foi financiado com um fluxo significativo de capital, favorecido pela percepção de um baixo nível de risco país. A dívida externa total, por sua vez, não parou de crescer, mostrando um forte aumento de US \$ 240.495 milhões em 2007 (17,2% do PIB) para US \$ 556 245 milhões em 2014 (23,6% do PIB). Por sua vez, os mercados de ações tiveram um comportamento mais volátil. Medido em moeda local, o índice da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) apresenta tendência de baixa desde 2010.

Esse comportamento não reflete apenas a perda de rentabilidade de várias empresas brasileiras, mas as expectativas de uma queda maior nos lucros das empresas, associada à percepção de uma persistente perda de competitividade e de riscos políticos crescentes, ampliada no último ano e mediada pelas alegações de corrupção e investigações judiciais aos funcionários do Poder Executivo (REIS, 2016).

O aumento das distorções geradas pela política econômica desde 2014 e a perda de credibilidade observada nos últimos anos, além do baixo desempenho macroeconômico, motivaram a mudança na política econômica no Brasil. A mudança para uma política

econômica mais pragmática é essencial para impedir o agravamento das contas externas, a deterioração da situação fiscal e o aumento da inflação (DA SILVA, 2017).

Considerando este cenário, o ajuste contínuo da política fiscal terá impacto além da redução do rendimento disponível das empresas através do aumento de impostos e redução de transferências para o setor privado. O aumento contínuo das taxas de juros cobradas pelos bancos públicos e a consequente redução nos subsídios implícitos nos empréstimos concedidos por essas instituições financeiras determinarão uma desaceleração adicional nos mercados de crédito (BRITO, 2014).

Portanto, como resultado da profunda recessão do Brasil, bem como um enfraquecimento substancial da estrutura de responsabilidade fiscal a nível estadual, as finanças subnacionais estão em dificuldades. Muitos estados não estão atualizados sobre os pagamentos de benefícios e salários aos servidores públicos. Alguns já começaram a parcelar esses pagamentos, motivando greves pela força policial e outros serviços cruciais (O GLOBO, 2016).

Recentemente, o Supremo Tribunal decidiu aplicar uma moção ao estado do sul de Santa Catarina, que efetivamente lhe concederia total alívio da dívida pelo governo federal. Enquanto outros movimentos semelhantes dos governadores estaduais seguiram o exemplo, o Supremo Tribunal adulterou novas decisões até que o novo governo pudesse abrir negociações com o objetivo de fornecer pelo menos algum alívio da dívida para qualquer estado que o necessite. Não está claro o quanto esses esforços podem custar o orçamento e aumentar o peso da dívida pública (O GLOBO, 2016).

No entanto, se as renegociações da dívida foram bem-sucedidas, elas não só forneceram ao governo Temer o apoio regional tão necessário, mas também abriam caminho para a harmonização fiscal entre os estados, uma questão que o setor privado há muito defendeu.

Atualmente, o excesso de discricionário em relação aos impostos estaduais cria distorções maciças que pesam sobre as empresas, particularmente o setor manufatureiro. É uma queixa comum que as empresas que operam em um estado, mas que precisam vender seus produtos em outros estados acabam pagando os mesmos impostos uma e outra vez, a taxas variadas. A harmonização de impostos melhoraria o ambiente de negócios do Brasil, ajudando a incutir a confiança necessária.

O novo governo brasileiro colocou o comércio no topo da agenda, colocando as agências brasileiras de promoção das exportações diretamente sob a presidência e o

Ministério dos Negócios Estrangeiros. Embora haja muito que fazer na concepção de uma estratégia para as novas relações do Brasil com o MERCOSUL disfuncional, a Aliança do Pacífico, os Estados Unidos e a União Europeia, sentar as bases para acordos de facilitação de comércio poderia ajudar a aliviar alguns dos conflitos econômicos do país, mesmo que não seja uma bala de prata para restaurar o crescimento sustentável em médio prazo.

2.3.2 Estrutura de capital sobre a rentabilidade das empresas brasileiras

Na análise da estrutura de capital das empresas, alguns fatores são importantes a se considerar, tais como o nível de tangibilidade, tamanho, rentabilidade. Quanto maior a rentabilidade, menor a alavancagem empresarial. Nesse sentido, a rentabilidade é a diferença entre receitas e despesas, bem como o retorno sobre o investimento, sendo uma avaliação para a gestão de negócios, medida através de vendas, ativa e capital (VO, 2017).

Nesse sentido, durante o período de 2014 e 2016 que foram caracterizados por uma crise tanto política e econômica, empresas que possuem uma maior expressão no mercado consumidor, ou seja, quanto maior sua dimensão e influencia em seu determinado setor econômico irá apresentar uma maior diversificação. Dessa forma, haverá um maior fluxo de caixa dentro da empresa reduzindo os riscos de falência causados durante esse período de crise no país.

A escolha da estrutura de capital é um dos tópicos mais relevantes nas finanças corporativas, apesar da falta de consenso sobre qual é a melhor ou a mais adequada combinação de dívida para as empresas. De acordo com a teoria do *trade-off*, as empresas perseguem um ponto de endividamento ótimo considerando o benefício fiscal e os custos das dificuldades financeiras (GRAHAM et al., 2015).

Assim, ao introduzir dificuldades financeiras e custos de agência, as empresas procuram um excelente ponto de endividamento, com base em um trade-off entre benefício fiscal e custo da dívida (MYERS, 1984). Esta teoria afirma que o valor da empresa consiste no valor da empresa sem alavancagem (financiado completamente pelo capital próprio), além do valor presente das poupanças fiscais da dívida (juros da dívida que oferece dedução do imposto sobre o lucro), menos a valor presente dos custos de socorro financeiro (custos diretos e indiretos da falência e dos custos das agências).

Os estudos destacam a importância dos determinantes específicos da estrutura de capital para cada empresa. A rentabilidade do negócio, a margem de lucro antes de juros e impostos (EBIT), liquidez atual, tamanho, tangibilidade e risco são considerados fatores específicos da empresa. As mudanças na estrutura do capital e na distribuição de dividendos alteram a percepção do mercado em relação às perspectivas futuras, uma vez que os aumentos da dívida indicam um futuro otimista em relação aos projetos de investimento (VO, 2017).

2.3.3 *Ambientes políticos afetam as empresas*

Quando os ambientes políticos engendrados são gerados nos países, decorrentes de conflitos de interesse entre os diferentes governos, um ambiente negativo é gerado para fazer negócios e os investimentos domésticos e estrangeiros são mais lentos.

Particularmente nas empresas familiares, sua rentabilidade e responsabilidade social são afetadas quando os governos mudam suas políticas econômicas ou em um desejo populista de decidir nacionalizar as empresas ou quando as economias começam a mostrar instabilidade e não há regras claras do jogo para seu desenvolvimento e continuidade.

O que é relevante sobre esta circunstância é que as empresas familiares contribuem substancialmente para o PIB e a geração de empregos sustentáveis na maioria dos países, em condições políticas normais. No entanto, quando uma empresa familiar é nacionalizada, eles reduzem sua contribuição para o PIB que vai de 55% ou 60% para menos de 30% ou 40%, o que significa que as verdadeiras fontes de trabalho estão sendo perdidas, já que os empregos gerados por as empresas estatais crescem em burocracia de forma impressionante, mas isso não contribui para nenhum índice de produtividade.

É importante analisar que os verdadeiros governos socialistas, como Luís Inácio Lula da Silva no Brasil, entenderam muito claramente que é melhor para os empresários deixarem seus negócios sem a intervenção do governo e tiveram um crescimento impressionante. O Brasil nos últimos anos conseguiu favorecer os setores mais deprimidos em um ambiente de negócios aberto.

Geralmente, uma empresa multinacional é menos afetada do que uma empresa familiar diante da instabilidade política, porque o primeiro sempre tem a opção de fechar um país e abrir outro, mas o segundo se revela mais frágil, pois também pode buscar a opção deixando o país, o processo gera um grande trauma para toda a família e seus funcionários. Além disso, do ponto de vista da responsabilidade social, os empregos são perdidos, a geração de novos

empregos sustentáveis e investimentos são interrompidos, o que afetará a população mais pobre.

É importante que empresários familiares e governos, independentemente de serem da direita ou da esquerda, compreendam que as empresas familiares geram um ambiente de treinamento acadêmico, empresarial e social que é importante para o país. Deve ser entendido que, independentemente da tendência política, o mais importante na América Latina é elevar a qualidade de vida da população, que, aliás, tem sido a estratégia usada pelos países europeus, após a Segunda Guerra Mundial e nas empresas familiares foram muito importantes, como as porcentagens confirmam.

Podem-se tomar como exemplo outros países, tais como a Alemanha tem um índice de 80%, do total de empresas familiares. Na Suécia 90%, Itália entre 90% e 95%, a Espanha é superior a 65% ou 70%. E, quando falamos sobre o milagre europeu, percebemos que o maior impacto na geração de empregos é alcançado quando a qualidade de vida melhora a possibilidade de se educar e sair do subdesenvolvimento.

Diante do cenário de crise, as empresas precisam ter um programa abrangente e eficaz contra o suborno que tenha os componentes de prevenção, detecção e resposta, a fim de enfrentar adequadamente os riscos de corrupção no Brasil. As empresas podem começar por examinar as orientações fornecidas pelas autoridades brasileiras. Em setembro de 2015, a Controladoria Geral do Brasil emitiu "Programas de Integridade - Diretrizes para Empresas Privadas", descrevendo cinco características de um programa de integridade corporativa: (1) tom no topo, (2) uma função de conformidade fortalecida, (3) programa de integridade baseado no perfil de risco da empresa, (4) estruturação de regras e procedimentos de conformidade corporativa e (5) monitoramento e teste.

Uma vez que as empresas dos EUA também estão sujeitas a processos judiciais no âmbito da FCPA para atividades corruptas no Brasil, a orientação aplicável à lei dos EUA também é crítica. De acordo com o "Guia de Recursos para a Lei de Práticas de Corrupção Externa dos EUA", quando o DOJ e a SEC avaliarem a eficácia de um programa de conformidade, procurarão responder a três perguntas: o programa de conformidade da empresa está bem desenhado? Está sendo aplicado de boa-fé? Funciona? Pois essas questões são importantes para monitorar os aspectos financeiros da empresa.

2.4 Trabalhos anteriores

No trabalho realizado por Lara e Carvalho (2008), os autores fizeram análise de 70 empresas operando no mercado brasileiro, industriais, comerciais e prestadoras de serviços, cobrindo um período de 1995 a 2001, período após implantação do Plano Real. Eles procuraram testar qual a influência da estrutura de capital de empresas brasileiras sobre a rentabilidade. Utilizaram o método dos Mínimos Quadrados Ordinários para estimação de uma função relacionando o patrimônio líquido com os índices de endividamento de curto e longo prazo e com o total de recursos próprios. Os resultados da pesquisa indicaram que as taxas de retorno apresentam correlação positiva com o endividamento de curto prazo e patrimônio líquido e correlação inversa com endividamento de longo prazo.

No estudo conduzido por Póvoa & Nakamura (2014), os autores analisaram 113 empresas listadas entre 2007 e 2011. Ao identificar a homogeneidade e a heterogeneidade das dívidas através do índice Herfindahl-Hirschman, os autores descobriram que as empresas brasileiras usam estruturas de capital de tipos homogêneos e heterogêneos, sendo as formas mais fracas e fortes. Além disso, esses autores também verificaram que a estrutura da dívida está relacionada a algumas variáveis determinantes da estrutura de capital: tamanho da empresa, mercado livre e presença de *rating* de crédito.

Póvoa e Nakamura (2015) investigaram os determinantes da estrutura de capital em relação à heterogeneidade da estrutura da dívida, constituindo alavancagem em termos agregados (total, longo e curto prazo) e desagregados (financiamento externo, dívida bancária, débitos subsidiados e empresas títulos) de 2007 a 2011. Os resultados da pesquisa apontaram para o fato de que os determinantes da estrutura do capital variam de acordo com a forma como foi medido. Isso indica que a heterogeneidade das dívidas influencia no modo como as fontes de financiamento das empresas e como seus determinantes e estrutura são organizados, mesmo quando atua em um contexto econômico pouco diversificado, como o caso do Brasil.

Lamounier e Nasser (2015) desenvolveram uma abordagem quantitativa sobre os fatores determinantes da estrutura de capital no agronegócio no Brasil no ano de 2011. Os autores observaram que de sessenta e seis empresas analisadas, apenas seis delas apresentam uma relação dívida de longo prazo/ativo total acima de 30%. Este cenário mostra a especificidade setorial, tendo em vista que no país os créditos de curto prazo para o financiamento da produção e de custeio da safra são relativamente mais abundantes. Com isso, a hipótese de relação negativa – quanto maior a rentabilidade menor o uso de capital de terceiros – não foi confirmada totalmente neste trabalho.

Considerando que a estrutura de capital é um fator crucial para a vida de uma empresa, sendo determinante do endividamento da empresa de acordo com os empréstimos e financiamentos adquiridos sejam através de recursos próprios ou de terceiros em curto, médio e longo prazos, a presente pesquisa tem por finalidade analisar a influência da estrutura de capital sobre a rentabilidade das empresas brasileiras do mercado não financeiro, durante o período de instabilidades política e econômica no país de 2014 a 2016, e formou a seguinte hipótese:(**H1**): A conjuntura política tem influência significativa e negativa com a estrutura de capital das empresas brasileiras.

3 METODOLOGIA

O presente estudo visa analisar a influência da estrutura de capital sobre a rentabilidade das empresas brasileiras listadas na B3 durante o período de instabilidades política e econômica no país de 2014 a 2016. Para tanto, é necessária utilizar-se de uma metodologia para se obter os resultados e trabalhar o problema da pesquisa.

A metodologia desta pesquisa está dividida em três tópicos que tratam inicialmente da amostra da pesquisa, onde serão apresentadas quais as empresas estudadas e onde os dados foram extraídos; o segundo tópico trata do modelo econométrico, e sua importância para pesquisas desse tipo; e o último tópico diz respeito as variáveis da pesquisa.

3.1 Amostra da pesquisa

O universo da pesquisa compreende 296 empresas brasileiras listadas na B3 que disponibilizaram todas as variáveis necessárias à realização do estudo em todos os períodos analisados. Foram excluídas da pesquisa as empresas com Patrimônio Líquido negativo, aquelas cujas informações são insuficientes para encontrar os indicadores da pesquisa, bem como as empresas do setor financeiro, por apresentarem diferenças significativas na sua estrutura financeira, que poderiam distorcer os resultados da pesquisa. Não houve exclusão de *Outliers* para não influenciar o resultado da pesquisa. Após as exclusões, a amostra foi reduzida para 183 empresas, totalizando 549 observações.

Os dados econômico-financeiros foram coletados no banco de dados do *website* www.economica.com.br. O corte temporal de 03 (três) anos compreende o período de 2014 a 2016, pois a partir de 2014 o país começa a enfrentar um período de crise política e instabilidade econômica. O ano de 2017 não foi estudado devido os relatórios financeiros do respectivo ano não terem sido divulgados até a conclusão desta análise.

Nesse estudo, foi utilizado o modelo de dados em painel balanceado, pois a quantidade de empresas da amostra final se repetiu ao longo dos três anos analisados (2014-2016).

3.2 Modelo econométrico

O modelo econométrico admitido teve como base o uso da técnica de dados em painel, que ajusta dados em cortes transversais e séries temporais (DUARTE *et al.*, 2007). No painel, uma variável x é uma amostra (conjunto de observações) na qual os n indivíduos (empresas) são observadas ao longo de T períodos de tempo (2014-2016).

O uso de dados em painel consiste em analisar as mesmas empresas em vários períodos diferentes, possibilitando desta forma, uma análise dinâmica da relação entre as variáveis (WOOLDRIDGE, 2002).

Em sua forma estática, o método de dados em painel possui os seguintes tipos de modelos: dados empilhados (*pooled data*) ou *Pooled Ordinary Least Square (POLS)*, Mínimos Quadrados com Variáveis *Dummies* (MQVD), Efeitos Fixos (*Fixed Effects*) e Efeitos Aleatórios (*Random Effects*) (GUJARATI; PORTER, 2011).

O *POLS* é o modelo mais simples, neste modelo se despreza a natureza dos cortes transversais e de séries temporais, ou seja, todas as observações ao longo de todos os períodos em análise utilizam os mesmos coeficientes de regressão (GUJARATI; PORTER, 2011).

No modelo de mínimos quadrados com variáveis *dummies* (MQVD), são combinadas todas as observações, mas cada unidade transversal tem sua própria variável *dummy* (GUJARATI; PORTER, 2011).

No modelo de efeitos fixos todas as observações são combinadas, sendo que para cada empresa se expressa cada variável como um desvio de seu valor médio, e se estimaria uma regressão de MQO contra os valores corrigidos para a média (GUJARATI; PORTER, 2011).

Portanto, esse modelo busca controlar os efeitos das variáveis omitidas que variam entre indivíduos e permanecem constantes ao longo do tempo (DUARTE; LAMOUNIER; TAKAMATSU).

HOLAND; XAVIER (2005) caracterizam os efeitos aleatórios como efeitos específico-individuais como variáveis aleatórias. Neste modelo, supõe-se que não há correlação entre os efeitos individuais e as demais variáveis aleatórias.

Buscando determinar qual o modelo que melhor se ajusta, foi preciso realizar os seguintes testes:

- _ Testes de *Chow* (F);
- _ LM de *Breusch-Pagan*; e
- _ *Hausman*.

O primeiro teste realizado foi o teste de *Chow* (F), que pretende escolher entre o método de *POLS* e o Efeito Fixo. Nele se avalia se as observações são estáveis durante todo o

período analisado. Neste teste foi aceita a hipótese nula, indicando o modelo POLS como melhor para a questão em análise (VENTURA, 2013).

Em seguida foi realizado o teste de LM de *Breusch-Pagan* que visa decidir entre o método *POLS* e o efeito aleatório (VENTURA, 2013). Neste teste, assim como no primeiro, foi aceita a hipótese nula, apontando *POLS* como modelo mais adequado para a análise.

O último teste realizado foi o de *Hausman*, que procura avaliar a consistência de um estimador comparado a outro estimador alternativo. Este teste busca escolher entre o efeito fixo e o efeito aleatório (VENTURA, 2013). O último teste realizado admitiu a hipótese alternativa e o modelo dos Efeitos Fixos como o mais adequado.

O quadro abaixo representa as hipóteses levantadas por cada teste a fim de chegar ao melhor modelo a ser utilizado nos dados em painel.

Quadro 1: Hipóteses dos testes realizados

TESTE	HIPÓTESES LEVANTADAS
<i>Chow</i> (F)	Hipótese nula (H0) indica que os interceptos são iguais para todas as <i>cross-sections</i> (<i>POLS</i>), enquanto a hipótese alternativa (H1) indica que os interceptos são diferentes para pelo menos uma das <i>cross-sections</i> (EF).
LM de <i>Breusch-Pagan</i>	Hipótese nula (H0) indica que a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais e iguais a zero (<i>POLS</i>), enquanto a hipótese alternativa (H1) sugere que a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais e diferentes de zero (EA).
<i>Hausman</i>	A hipótese nula (H0) aponta que modelo de correção de erros é adequado (EA), enquanto que a hipótese alternativa (H1) aponta que o modelo de correção dos erros não é adequado (EF).

Fonte: Elaboração própria com base em VENTURA (2013)

3.3 Variáveis utilizadas

A função utilizada para testar a relação entre endividamento e rentabilidade está demonstrada abaixo, é a mesma do trabalho de Lara e Carvalho (2008), tomado por base para realização desta pesquisa:

$$ROE = f(FCP, FLP, PL, LP/PL, U) \quad (1)$$

Onde:

ROE é a taxa de retorno, correspondente à razão entre o lucro líquido pelo patrimônio líquido;

FCP é o endividamento de curto prazo, correspondente à razão entre financiamento de curto prazo pelo passivo total;

FPL é o endividamento de longo prazo, correspondente à razão entre financiamento de longo prazo pelo passivo total;

PL é a participação de recursos próprios em relação ao passivo total, medida pela razão entre o patrimônio líquido e sobre o passivo total;

LP/PL é a alavancagem financeira, correspondente a razão entre financiamento de longo prazo e patrimônio líquido; e

U é o termo de erro aleatório.

O quadro 2, apresenta as variáveis utilizadas na função que determina a taxa de retorno da pesquisa, bem como a representação de cada uma em termos financeiros

Quadro 2: Variáveis utilizadas na pesquisa

VARIÁVEL	FORMULA	DESCRIÇÃO
ROE (<i>RETURN ON EQUITY</i>)	LUCRO LÍQUIDO / PATRIMÔNIO LÍQUIDO	TAXA DE RETORNO SOBRE PATRIMÔNIO LÍQUIDO
FCP (FINANCIAMENTO DE CURTO PRAZO)	FINANCIAMENTO CURTO PRAZO / PASSIVO TOTAL	ENDIVIDAMENTO CURTO PRAZO
FLP (FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO)	FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO / PASSIVO TOTAL	ENDIVIDAMENTO LONGO PRAZO
PL (PARTICIPAÇÃO DO CAPITAL PRÓPRIO)	PATRIMÔNIO LÍQUIDO / PASSIVO TOTAL	PARTICIPAÇÃO ATRAVÉS DE CAPITAL PRÓPRIO
LP/PL (FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO/PATRIMÔNIO LÍQUIDO)	FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO / PATRIMÔNIO LÍQUIDO	ALAVANCAGEM FINANCEIRA

Fonte: Elaboração própria com base em Lara e Carvalho (2008)

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Conforme descrito na seção metodológica, a amostra desta pesquisa é composta por 183 empresas não-financeiras, de ações ordinárias, operando no mercado brasileiro, industriais, comerciais e prestadoras de serviços, cobrindo um período de instabilidades políticas e econômicas de 2014 a 2016, totalizando 549 observações.

4.1 Resultados dos testes

A tabela 1, que expressa o modelo mais adequado, encontrado através da realização dos testes de especificação, está demonstrada abaixo:

Tabela 1: Resultado dos testes de especificação dos modelos de dados em painel.

Equação	Teste F - Chow	Breusch-Pagan	Teste de Hausman	Modelo mais adequado
$ROE = f(FCP, FLP, PL, LP/PL, U)$	1,51 0,0006	37,17 0,0000	44,4 0,0000	POLS

Fonte: Dados da pesquisa

4.2 Análise descritiva

Os dados da tabela 2, demonstrada a seguir, apresentam indicadores médios calculados a partir das informações constantes dos demonstrativos financeiros de cada empresa. A taxa de retorno, medida pelo retorno sobre patrimônio líquido (ROE), apresenta valores negativos, ou seja, menos 1,13%, indicando que as empresas apresentam mau desempenho no período em análise. Porém, o desvio padrão é muito elevado, o que pode ser explicado pelo fato de ter grandes variações no valor do patrimônio líquido de uma empresa para outra, ou seja, algumas empresas possuem um grande patrimônio líquido enquanto em outras o valor é muito inferior. Nesta pesquisa, diferente do artigo-base, os *Outliers* não foram excluídos, para que o resultado não fosse influenciado.

O FCP, que determina o financiamento de curto prazo em relação ao passivo total, apresentou média de 0,0840 e desvio-padrão de 0,0853, indica que o financiamento de curto

prazo corresponde a apenas 8% do passivo total, o que pode ser explicado pelas altas taxas de juros praticadas no mercado brasileiro para operações desse tipo, principalmente a partir de 2015, com a criação da Nova Matriz Econômica e diante das ações intervencionistas do governo.

O FLP, que corresponde ao financiamento de longo prazo em relação ao passivo total, apresenta média de 0,1778, com desvio-padrão de 0,1330. Mesmo com os valores superiores ao FCP, o FLP não consegue superar a média dos recursos próprios. O valor da média do FLP somada a média do FCP alcançaria 0,2618, indicando que as empresas recorreram mais ao capital próprio do que ao capital de terceiros.

A variável PL, responsável por medir a participação dos recursos próprios no financiamento das empresas, apresenta média de 0,3901 e desvio-padrão de 0,1805. Os dados sugerem certa uniformidade quanto a essa fonte de capital, ou seja, boa parte das empresas recorrem principalmente a capitais próprios como forma de financiamento.

O índice LP/PL mostra a alavancagem financeira das empresas, apresentando média 0,7266, porém grande dispersão, igual a 3,2282. De acordo com os resultados anteriores, indica grande variabilidade quanto à utilização de endividamento de longo prazo.

Tabela 2. Análise descritiva da amostra. 2014-2016

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mín.	Máx.	Obs.
ROE	-0,0113	0,8499	-6,7774	13,9724	549
FCP	0,0840	0,0853	0,0000	0,6982	549
FLP	0,1778	0,1330	0,0000	0,6367	549
PL	0,3901	0,1805	0,0060	0,8980	549
LP/PL	0,7266	3,2282	-53,6518	24,4915	549

Fonte: Dados da pesquisa

Na tabela 3, a seguir, é possível observar o resultado das correlações entre as variáveis, foi possível perceber que as variáveis independentes apresentam correlação com a variável dependente, sendo que o FCP possui correlação inversa com o ROE, ou seja, apresenta relação negativa de menos 21,73% com a variável ROE, portanto, à medida que a taxa de retorno aumenta, o financiamento de curto prazo em relação ao passivo total diminui; e o PL que possui relação direta com o ROE, apresentando índice positivo de 18,82%, o que significa que esta variável possui correlação direta com a variável dependente, deste modo, na

medida em que a taxa de retorno cresce o financiamento a curto prazo relacionado ao passivo total também cresce.

O PL apresentou relação negativa significativa com FCP e FLP, de respectivamente menos 32,08% e menos 40,73%, o que significa que na medida em que os financiamentos de curto e longo prazo crescem, a participação dos recursos próprios vai diminuindo, ou seja, quando as empresas tendem a utilizar capitais de terceiro, sejam estes a curto ou longo prazo, elas deixam de utilizar os recursos próprios para se financiar.

As demais variáveis (FLP e LP/PL) obtiveram correlação fraca tanto com a variável dependente (ROE), quanto com as variáveis independentes (FCP, FLP, PL e LP/PL). Os índices foram inferiores a 10% tanto positivamente quanto negativamente, com exceção à variável LP/PL que possui uma relação positiva de 12,71% com o FPL, indicando desta forma, que, quando as participações dos recursos próprios no financiamento aumentam, a alavancagem financeira também aumenta.

Tabela 3. Matriz de correlação das variáveis da análise

	ROE	FCP	FLP	PL	LP/PL
ROE	1,0000				
FCP	-0,2173	1,0000			
FLP	-0,0264	-0,0374	1,0000		
PL	0,1882	-0,3208	-0,4073	1,0000	
LP/PL	-0,0372	-0,0491	0,1271	-0,0976	1,0000

Fonte: Dados da pesquisa

4.3 Análise quantitativa

Os dados da tabela 4, a seguir, demonstram que o FCP e o PL possuem alto grau significância relacionados à variável dependente (ROE).

Em épocas inflacionárias, o uso de capitais de terceiros para financiar as empresas é mais vantajoso do que o uso de financiamentos com capital próprio (MARION, 2012). No entanto, a análise da regressão linear desta pesquisa, aponta em seu resultado, que o FPC possui coeficiente negativo e estatisticamente significativo, o que indica que a rentabilidade diminui ao passo em que são utilizados financiamentos de curto prazo. Isso pode ser explicado pelo fato de que os financiamentos de curto prazo admitem um período mais curto

para a liquidação da dívida, proporcionando um desconforto maior nas empresas mais endividadas, que as conduz a venderem suas ações/estoques a preços menores do que elas realmente valem.

Outra variável significativa, mas esta, com coeficiente positivo, é o PL, que indica que em épocas de instabilidade, as empresas com maior rentabilidade são aquelas que se financiavam principalmente de capitais próprios. Esse fato pode ser indicado refutando o pensamento defendido por Marion (2012), e considerando a hipótese da pesquisa, que diz que a conjuntura política e econômica tem influência significativa e negativa com a estrutura de capital das empresas. A conjuntura do país leva as empresas a se financiarem com o capital próprio, supostamente por elas apresentarem alto grau de endividamento, sendo mais difícil recorrer a capital de terceiros, dadas tais circunstâncias.

As demais variáveis não se mostraram significantes, desta forma, conclui-se que nem todas as variáveis independentes conseguem explicar a variância da variável dependente (ROE - taxa de retorno), principalmente por o R² quadrado ser muito baixo.

Tabela 4. Regressão Linear – Estimação dos determinantes de relação entre o endividamento e a rentabilidade através do Painel de POLS

ROE	Coef.	Desvio-padrão	t	P> t	Intervalo de Confiança	
FCP	-1,7204	0,4457	-3,8600	0,0000	-2,5959	-0,8449
FLP	0,1864	0,2967	0,6300	0,5300	-0,3965	0,7692
PL	0,6645	0,2305	2,8800	0,0040	0,2117	1,1172
LP/PL	-0,0094	0,0110	-0,8500	0,3960	-0,0311	0,0123
_cons	-0,1523	0,1450	-1,0500	0,2940	-0,4371	0,1324

Fonte: Dados da pesquisa

Os resultados obtidos nesta pesquisa diferem dos resultados obtidos no artigo de Lara e Carvalho (2008), pois neste, os indicadores que apresentaram relação significativa com o ROE, foram o FCP e o PL, indicando que a taxa de retorno é maior quando há menos financiamentos de curto prazo e quando há maior recorrência de financiamentos com recursos próprios; enquanto o artigo base mostra que os dentre os recursos de terceiros, o que apresentou maior relação com a variação da variável ROE foi o financiamento de longo prazo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O problema do financiamento com fundos externos ou com fundos próprios é o dilema do gerente financeiro, uma vez que esta decisão deve ser consistente com o objetivo fundamental das finanças, que é maximizar a riqueza dos acionistas. Esse equilíbrio, chamado de estrutura de capital ótima, gerou inúmeras pesquisas que tentam modelar essa abordagem.

Para alguns, existe uma estrutura financeira ótima que gera maior valor para a empresa, para outros é uma situação muito difícil determinar porque algumas variáveis que intervêm na análise são complexas para medir e quantificar objetivamente. Mas, independentemente disso, o progresso no assunto gerou uma importante contribuição para a compreensão das relações complexas que existem no mundo dos negócios e que, apesar deles, as empresas procuram os benefícios, a lucratividade, a competitividade que permitem que elas permaneçam válidas no mercado.

A presente pesquisa buscou analisar a influência da estrutura de capital sobre a rentabilidade das empresas brasileiras durante o período de instabilidades política e econômica no país de 2014 a 2016, levantando a seguinte hipótese: **H1**: A conjuntura política tem influência significativa e negativa com a estrutura de capital das empresas brasileiras.

Os resultados obtidos demonstram que há dispersão entre as várias fontes de capital utilizadas pelas empresas brasileiras e que o uso de recursos próprios foi o principal componente a explicar a taxa de retorno, as empresas brasileiras mesmo diante da crise, buscam no financiamento tanto com capitais de terceiros como através de recursos próprios uma saída para se manter no mercado, mas apenas o financiamento com recursos próprios mostrou uma relação positiva, indicando maior retorno na medida em que são utilizados.

Diante do que foi exposto, os resultados admitem a hipótese levantada nessa pesquisa, pois a relação da conjuntura política tem grande influência na escolha da estrutura de capital das empresas de forma significativa e negativa, pois o contexto político e econômico determinou a utilização de capitais próprios como a mais rentável, diante da crise e instabilidade que o país vive.

Em relação às taxas de retorno e ao endividamento, foram encontrados resultados que indicam relação inversa para o financiamento de curto prazo e relação direta com os recursos próprios. O financiamento de longo prazo, diferente do trabalho de Lara e Carvalho (2008), que apresentou significância na variação da ROE, não apresentou relação com a taxa de retorno. Isso significa que as empresas brasileiras mais lucrativas são aquelas também menos

endividadas, e em contrapartida, as empresas que operam com prejuízos são aquelas cujo endividamento é maior, indicando que mesmo com alto grau de endividamento, as empresas continuam recorrendo ao capital de terceiros e que estes as tornam menos rentáveis.

Com isso, pode-se deduzir que a estrutura de capital é uma questão muito complexa no que constitui a busca de uma estrutura de capital que gere retornos maiores para os acionistas. Ou seja, na economia brasileira diante da crise política e econômica no período 2014 - 2016, a obtenção de maior rentabilidade das empresas se dá através do menor uso de capital de terceiros. Haverá outros fatores não analisados neste trabalho, que poderão explicar de forma mais sucinta, como se dá o retorno.

Em relação ao período de instabilidade política e econômica no Brasil, se considera o porte das empresas. A estrutura de capital sobre a rentabilidade foi afetada diante da crise, pois quanto maior o tamanho da empresa, maior será sua diversificação e conseqüentemente promoverá um maior fluxo de caixa.

Dessa forma, destaca-se que as principais contribuições deste estudo são: para a academia é a apresentação de evidências acerca da relação entre estrutura de capital e rentabilidade de empresas não financeiras do Brasil durante o período de instabilidades política e econômica (2014-2016) que, até onde sabemos se trata do primeiro estudo nesse contexto; para o mercado, estes achados contribuem possibilitando aos agentes identificarem a relevância das variáveis em suas decisões de investimento, especialmente as práticas relacionadas ao financiamento de curto prazo e recursos próprios, e estudos posteriores acerca do mercado de capitais.

Embora o tema seja bastante atual, ainda há poucas pesquisas sobre a relação entre estrutura de capital e rentabilidade no Brasil. Acredita-se que esta escassez esteja relacionada à variedade de variáveis disponíveis para analisar a melhor estrutura de capital. Portanto, a limitação desta pesquisa foi analisar através de alguns indicadores como os endividamentos de curto prazo e de longo prazo, a taxa de retorno e sua relação com a estrutura de capital. Esta limitação só poderá ser superada em futuras pesquisas quando esta análise aplicar outras variáveis e associaram maior número de anos observados, bem como procurar analisar um setor específico do mercado de capitais para tratar de forma mais fundamentada acerca dos determinantes da rentabilidade.

REFERÊNCIAS

AL-TALLY, H. A. An investigation of the effect of financial leverage on firm financial performance in Saudi Arabia's public listed companies (Doctoral dissertation, Victoria University), 2014.

ARNOLD, G. (2008). Corporate Financial Management. 4th ed. Harlow: Prentice-Hall.

BAIMA, F.R. Estratégia e desempenho de investimentos dos fundos de pensão no Brasil. 2004. Tese (Doutorado em Engenharia da Produção) - Programa de Pós-Graduação em Engenharia da Produção, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2004.

BECK, M. Estados recorrem ao STF para reduzir dívidas com a União: Governo federal vai suspender a concessão de garantias para operações de crédito. 2016. Jornal O Globo.

BORGES JUNIOR, D.M; SARVAS, L.A.D; OLIVEIRA, J.R.; RIBEIRO, K.C.S. Endividamento de longo prazo e desempenho em tempos de crise: evidências de empresas no Brasil e América Latina. Revista Catarinense da Ciência Contábil, v. 16, n. 47, 2017.

BRADLEY, M.; GREGG, J.A. &KIM, E.H. On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. The Journal of Finance. 39(3), 1421-1460, 1984.

BRITO, M.M. Política fiscal e a desaceleração da economia brasileira desde 2011.2014. Monografia de Bacharelado. Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro-RJ, 2014, p. 69.

BROUNEN, D.; DE-JONG, A.; KOEDIJK, K. Capital structure policies in Europe: Survey evidence. Journal of Banking & Finance.v.30, p.1409-1442, 2005.

CARDOSO, A. L.; ARAGÃO, T. Amorim; JAENISCH, Samuel Thomas. Vinte e dois anos de política habitacional no Brasil: da euforia à crise. ADAUTO LUCIO CARDOSO SAMUEL THOMAS JAENISCH THÊMIS AMORIM ARAGÃO, p. 15, 2017.

CARVALHO, Fernando *et al.* Economia monetária e financeira: teoria e política. Elsevier Brasil, 2017.

CATAPAN, A.; CATAPAN, E. (2006). Rentabilidade e endividamento do setor elétrico brasileiro: um enfoque sobre sustentabilidade organizacional. ANAIS DO ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, Fortaleza, CE, Brasil, 26, Outubro, 2006.

COSTA, R. *A estrutura de capital*. UniWeb Consultoria e Formação S.A., 2001.

DA SILVA, Nicolas Kersul Mendes. Os impactos da recente crise econômica brasileira na estrutura de capital de companhias do varejo. Rio de Janeiro, 2017. 30p. Monografia de Conclusão de Curso - Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

DUARTE, P. C.; LAMOUNIER, W. M.; TAKAMATSU, R. T. Modelos econométricos para dados em painel: aspectos teóricos e exemplos de aplicação à pesquisa em contabilidade e finanças. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7; CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, 4. 2007, São Paulo. Anais... São Paulo, 2007. p. 1-15.

DURAND, D. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: Comment. *The American Economic Review*, v. 49, n. 4, p. 639-655, 1959.

DURAND, David. Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. In *Conference on Research in Business Finance*, New York: National Bureau of Economic Research, pp. 215-147, 1952.

FAMA, E., & K.R. FRENCH. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15, 1-33, 2002.

FRANK, M.Z, & GOYAL, V.K. Tradeoff and pecking order theories of debt. In: Eckbo, B. (Ed.). *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*. Amsterdam: North-Holland, pp.135-202, 2008.

FRYDENBERG, S. Determinants of Corporate Capital Structure of Norwegian Manufacturing Firms, Trondheim Business School Working Paper No, 2004.

GIAMBIAGI, F.; SCHMIDT, C. *Macroeconomia para Executivos: Teoria e Prática no Brasil*. Elsevier Brasil, 2017.

GONÇALVES, Reinaldo; NEVES, Renato. *Economia internacional: teoria e experiência brasileira*. Elsevier Brasil, 2017.

GRAHAM, J.R., & HARVEY, C. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60, 187-243, 2001.

GRAHAM, J.R., Leary, M.T. and Roberts, M.R. A century of capital structure: The leveraging of corporate America. *Journal of Financial Economics*, 118(3), pp.658-683, 2015.

HARRIS, M., & Raviv A. The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 46, 297-356, 1991.

HIRATUKA, Célio; SARTI, Fernando. *Transformações na estrutura produtiva global, desindustrialização e desenvolvimento industrial no Brasil: uma contribuição ao debate*. Campinas: Unicamp. Instituto de Economia, 2015.

HIRSHLEIFER, J. Investment Decisions under Uncertainty: Applications of the State-preference Approach. *Quarterly Journal of Economics*, 237-277, 1966.

HOLLAND, M.; XAVIER, C. L. Dinâmica e competitividade setorial das exportações brasileiras: uma análise de painel para o período recente. *Economia e Sociedade*, v. 14, n. 1, p. 85-108, 2005.

HOVAKIMIAN A. (2006). Are Observed Capital Structures Determined by Equity Market Timing? *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 41, p. 221-243, 2006.

_____. MERCOSUL é a principal fonte de superávit comercial no Brasil. Portal Planalto. 2015.

JENSEN, M.C. & Meckling, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360, 1976.

LAMOUNIER LOCATELLI, Ronaldo; NASSER, Jenaina; DE CARVALHO MESQUITA, José Marcos. Fatores determinantes da estrutura de capital no agronegócio: o caso das empresas brasileiras. *Organizações Rurais & Agroindustriais*, v. 17, n. 1, 2015.

LARA, José Edson; CARVALHO MESQUITA, José Marcos. Estrutura De Capital E Rentabilidade: análise do desempenho de empresas brasileiras no período pós Plano Real. *Contabilidade Vista & Revista*, v. 19, n. 2, 2008.

LIMA, Sarah Mesquita; OLIVEIRA, Maria Eliete Lima; DE SOUZA RODRIGUES, Marina. A CRISE E O DESEMPENHO ECONÔMICO FINANCEIRO DAS EMPRESAS DA CONSTRUÇÃO CIVIL. *Revista Gestão em Análise*, v. 6, n. 1/2, p. 196-210, 2017.

MACKIE-MASON, J.K. Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?. *The Journal of Finance*, 45(5), pp.1471-1493, 1990.

MARION, José Carlos. *Análise das Demonstrações Contábeis: Contabilidade Empresarial*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

MÉSZÁROS, István. *Para além do capital: rumo a uma teoria da transição*. Boitempo Editorial, 2015.

MILLER, M.H. The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years. *Journal of Economic Perspectives*, 2(4), 99-120, 1988.

MODIGLIANI, F. & MILLER, M. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American economic Review*, 48, June, 261-197, 1958.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review* - v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: correction. *The American Economic Review* - v. 70, n. 3, p. 433-443, 1963.

MOREIRA, Malcon Mauricio et al. *Economia brasileira pós-estabilização macroeconômica*. 2016. 103 p. Monografia (Ciências Econômicas). Universidade Federal de Santa Catarina.

MYERS, Stewart C. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* - v. 5, n. 2, p. 147-175, 1977.

MYERS, Stewart C., & MAJLUF, Nicholas S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221, 1984.

NEHER, Andrieli Fernanda. A política econômica brasileira no primeiro mandato do presidente Lula (2003 a 2006). Monografia (Ciências Econômicas) - Universidade Regional do Noroeste do Estado do Rio Grande do Sul – UNIJUÍ, 2015.

PANDEY, I. M. *Financial management*. (09 ed., pp. 1-10). New Delhi: VIKAS Publishing House, 2007.

PIMENTEL, Renê Coppe; BRAGA, Roberto Braga; CASA NOVA, Silvia Pereira de Castro. Interação Entre Rentabilidade e Liquidez: Um Estudo Exploratório. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, Rio de Janeiro – v.10, n.2, 2005.

PINHEIRO, Bruno Goes et al. Estrutura de Capital e Governança Corporativa nas Empresas Listadas na BM&FBOvespa. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, v. 11, n. 4, 2017.

PÓVOA, Angela Cristiane Santos; NAKAMURA, Wilson Toshiro. Homogeneidade versus heterogeneidade da estrutura de dívida: um estudo com dados em painel. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 25, n. 64, p. 19-32, 2014.

PÓVOA, Angela Cristiane Santos; NAKAMURA, Wilson Toshiro. Relevância da estrutura de dívida para os determinantes da estrutura de capital: um estudo com dados em painel. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, v. 12, n. 25, p. 03-26, 2015.

SCHUH, Aline Beatriz *et al.* Estrutura de capital do setor de construção civil brasileiro e sua relação com a atividade econômica agregada. *Gestão & Planejamento-G&P*, v. 18, 2017.

SHYAM-Sunder, L. & MYERS, S.C. Testing Static Tradeoff Against Pecking-Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219-244, 1999.

REIS, João Bosco Mousinho. A Nova Matriz Econômica e a recessão econômica do governo Dilma Rousseff: Erros e consequências sobre o nível de atividade econômica. VIII CONGRESO DE RELACIONES INTERNACIONALES. La Plata – Argentina. 2016

SOLAMAN, Ezra. *The Theory of Financial Management*, University press, 1963. 92, 1963.

STIGLITZ, Joseph E. A Re-examination of the Modigliani-Miller theorem. *The American Economic Review*, 59, 784–793, 1969.

TITMAN, S. & Wessels, R. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, v. 43, p. 1-19, 1988.

VENTURA, Ana Flávia de Albuquerque. Remuneração executiva, governança corporativa e desempenho: uma análise nas empresas listadas na BM&FBOVESPA. 2013. 72 p. Dissertação (Mestrado) – UnB-UFPB-UFRN.

VO, X. V. Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 40, 105-113, 2017.