

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO
FECAP**

MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

WILLIANS JESUS DAS MERCÊS

**O IMPACTO DA CONFIANÇA NA ESCOLHA DA
ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

São Paulo

2017

WILLIANS JESUS DAS MERCÊS

**O IMPACTO DA CONFIANÇA NA ESCOLHA DA ESTRUTURA DE
CAPITAL DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Artigo apresentado à Fundação Escola de
Comércio Álvares Penteado - FECAP, como
requisito para a obtenção do título de Mestre em
Administração.

Orientador: Prof. Dr. Eduardo Pozzi Lucchesi

São Paulo

2017

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

Reitor: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Graduação: Prof. Dr. Ronaldo Frois de Carvalho

Pró-reitor de Pós-graduação: Prof. Dr. Edison Simoni da Silva

Diretor da Pós-Graduação Lato Sensu: Prof. Dr. Alexandre Garcia

Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Cláudio Parisi

Coordenador do Mestrado Profissional em Administração: Prof. Dr. Heber Pessoa da Silveira

FICHA CATALOGRÁFICA

Mercês, Willians Jesus das

M554i

O impacto da confiança na escolha da estrutura de capital das empresas brasileiras / Willians Jesus das Mercês. - - São Paulo, 2017.
29 f.

Orientador: Prof. Dr. Eduardo Pozzi Lucchesi

Artigo (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado Profissional em Administração.

1. Mercado financeiro – Análise - Brasil. 2. Indicadores econômicos – Brasil. 3. Mercado de Capitais – Confiabilidade.

CDD 332.678

WILLIANS JESUS DAS MERCÊS

**O IMPACTO DA CONFIANÇA NA ESCOLHA DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS
EMPRESAS BRASILEIRAS**

Artigo apresentado à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP,
como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

COMISSÃO JULGADORA:

Prof. Dr. Daniel Reed Bergmann
Universidade de São Paulo - USP

Prof. Dr. Ricardo Goulart Serra
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP

Prof. Dr. Eduardo Pozzi Lucchesi
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 29 de agosto de 2017.

Dedicatória

Dedico este artigo a uma pessoa importante que tanto me incentivou desde o início deste curso, e que me ajudou muito no decorrer desta jornada, obrigado Marcia Mercês.

Agradecimentos

Agradeço em especial ao meu orientador, Prof. Dr. Eduardo Pozzi por toda paciência, companheirismo nos momentos difíceis e por compartilhar seu conhecimento.

Agradeço aos meus pais, sobrinhos e afilhados o carinho e por entenderem minha ausência.

Os meus sinceros agradecimentos aos meus colegas Matheus, Rodrigo, Catarina e principalmente ao William, com quem dividi os melhores e mais difíceis momentos deste desafio.

RESUMO

O objetivo do presente artigo é analisar o impacto da confiança na estrutura de capital das empresas brasileiras. Foi utilizado como *benchmark* o estudo de Oliver e Mefteh (2010), que analisaram os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas francesas e também o impacto da confiança sobre o endividamento destas empresas, e encontraram uma relação positiva entre a confiança e a alavancagem das empresas deste país. No entanto, essa relação foi refutada com a realidade das empresas brasileiras, onde, embora os fatores característicos (tangibilidade, ROA, *market-to-book* e tamanho) tiveram suas relações esperadas confirmadas, o fator confiança apresentou relação inversa (negativa) à encontrada em trabalhos com o mesmo objetivo anteriormente estudados. Estes resultados salientam a importância da replicação de artigos do exterior na realidade do mercado brasileiro, a fim de testar suas hipóteses e a posterior aplicabilidade à realidade das empresas no Brasil.

Palavras-chave: Estrutura de capital. Dados em painel. Índice de confiança. Empresas brasileiras. Confiança setorial.

ABSTRACT

This research aims to analyze the impact of confidence in the capital structure of Brazilian firms. Using the work of Oliver and Meffeh (2010) as a benchmark, who analyzed the determinants of capital structure for French firms as well as the impact of confidence on the debt level of these firms, finding a positive relationship between confidence and firms' leverage for that country. However, this relationship could not be observed in the Brazilian context where, although firms' characteristics (tangibility, ROA, Market-to-book and size) had their expected relationships confirmed, confidence presented an inverse relationship (negative) to what is presented in papers with the same objective. These results highlight the importance of replicating foreign studies to the Brazilian market reality, in order to test their hypotheses and their applicability to the Brazilian firms' reality.

Keywords: Capital structure. Panel data. Confidence index. Brazilian firms. Industry confidence.

1 INTRODUÇÃO

A decisão de estrutura de capital das empresas vem sendo um dos principais objetos de estudo da teoria de finanças corporativas. Trata-se da decisão que define a forma pela qual as empresas financiam seus ativos, utilizando-se de capital próprio, que são os recursos fornecidos por sócios ou acionistas, ou de capital de terceiros que são os recursos obtidos por meio de dívidas.

Estudar as proporções entre capital próprio e capital de terceiros, ou seja, estudar o perfil do endividamento das empresas e entender o que motiva ou influencia as escolhas que definem esta proporção, vêm sendo o propósito de muitos pesquisadores ao longo das últimas décadas.

A partir dos estudos seminais de Durand (1952) com a assim chamada Teoria Tradicional, que advogava a existência da estrutura ótima de capital capaz de maximizar o valor das empresas; e de Modigliani e Miller (1958, 1959) que contrapôs essa teoria com suas proposições que preconizavam que o valor de uma empresa não era influenciado por sua estrutura de capital e que o retorno dado pela empresa aos seus acionistas não dependia de seu endividamento. Essas proposições postulavam que as decisões de financiamento eram irrelevantes para a avaliação da empresa, anulando a idéia da existência de uma estrutura ótima de capital.

Desde então, tendo como ponto de partida esses estudos seminais, diversas análises teóricas e empíricas têm sido desenvolvidas para discutir os determinantes das decisões de estrutura de capital das empresas. No entanto, não há nenhuma teoria universal da estrutura de capital e não há razão para esperar uma (FRANK; GOYAL, 2004), ou seja, não existe um consenso sobre uma estrutura de capital apropriada para as empresas (MYERS, 1984).

Diversas teorias vêm tentando explicar os fatores determinantes da estrutura de capital e essas em sua maioria têm seguido a teoria de finanças corporativas tradicional, e dentre elas se destacam as teorias de *trade-off*, *pecking-order* e mais recentemente, a teoria de *market timing*.

A teoria do *trade-off* argumenta que estrutura ótima de capital resulta de uma empresa em ponto de equilíbrio entre as vantagens fiscais de custo da dívida e os custos de falência (MILLER, 1977). Já a teoria *pecking-order*, formalizada por Myers

(1984) e Myers e Majluf (1984), incluiu a questão da assimetria informacional, na qual o gestor, por conhecer mais as oportunidades, riscos e valores da empresa do que os agentes externos definem uma hierarquia nas escolhas de financiamento. De acordo com essa hierarquia das fontes de captação os gestores, em primeiro lugar, utilizariam recursos financeiros internos, tais como retenção de lucros, seguido pela emissão de títulos de dívida e em última opção a emissão de novas ações. No que diz respeito à teoria de *market timing*, a lógica é que os gestores apenas realizariam a emissão de novas ações quando o valor de mercado da empresa em relação ao valor contábil for maior, e a emissão de dívida só acontece quando as condições do mercado de dívida forem relativamente favoráveis (GRAHAM; HARVEY, 2001; HOVAKIMIAN; OPLER; TITMAN, 2001).

Todos estes estudos citados anteriormente foram feitos à luz da teoria de finanças corporativas tradicional que pressupõe a racionalidade dos agentes econômicos. Em contraposição aos modelos que pressupõem a racionalidade plena dos agentes os modelos de finanças comportamentais levam em consideração decisões influenciadas por fatores psicológicos e/ou cognitivos. Essa é uma linha de estudo que vem sendo desenvolvida a partir dos trabalhos de Kahneman e Tversky ao longo da década de 1970.

Dentro dessa linha de investigação, alguns pesquisadores das finanças comportamentais como Oliver e Meffeh (2010), alegam que as finanças comportamentais começaram a tomar uma posição mais proeminente na tentativa de explicar os aspectos de financiamento que a pesquisa tradicional não conseguiu explicar.

De acordo com Bastos, David e Bergmann (2008) os fatores determinantes da estrutura de capital não estão somente restritos aos fatores específicos das empresas, e por fatores específicos podemos incluir entre outros o nível de tangibilidade, tamanho, rentabilidade e benefícios fiscais.

Corroborando com este fato, Hackbarth (2008) desenvolveu um modelo teórico, no qual se analisa as implicações da confiança da gestão para as decisões de financiamento. O modelo mostra que gestores otimistas e confiantes tendem a escolher os níveis de endividamento mais elevados e emitir nova dívida com uma frequência maior em comparação com gestores idênticamente menos confiantes. Malmendier, Tate e Yan (2007) testam essas previsões e o principal argumento para

o viés do gestor perante o financiamento da dívida, é que os gestores confiantes subestimam a probabilidade de dificuldades financeiras e, portanto, assumem níveis mais elevados de dívida do que o ideal.

Diante do exposto, o objetivo deste estudo é contemplar fatores específicos da estrutura de capital das empresas já consolidados em outros estudos, e aferir o impacto que o fator confiança pode ter sobre a tomada de decisão de financiamento das empresas brasileiras.

A questão da confiança e o impacto sobre a tomada de decisão no financiamento dos ativos das empresas, embora ainda pouco explorado no Brasil, vai ao encontro com a crescente evolução das pesquisas em finanças comportamentais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Desde a publicação dos primeiros trabalhos sobre definições de composição da estrutura de capital no final da década de 1950, ainda não existe um consenso sobre como a empresa deve definir sua estrutura de capital, ou seja, definir um nível ótimo de endividamento, onde se maximiza o valor de mercado da empresa e a consequente riqueza dos acionistas. Dentro dos estudos idealizados até então, é possível agrupá-los por linhas de pensamento e caracterizá-los em ordem cronológica, conforme será abordado a seguir.

2.1 RELEVÂNCIA EM RELAÇÃO AO VALOR DA EMPRESA

Neste grupo estão os pioneiros no tema que pesquisaram sobre a relevância da estrutura de capital para o valor da empresa. Para Durand (1952, 1959), o custo de capital de terceiros permanece estável até certo patamar de endividamento, e desse patamar em diante a firma torna-se mais propensa ao risco de falência, propondo assim a existência de uma estrutura ótima de capital que maximize o valor da empresa. Consoante Bento (1987), as empresas mais competitivas dão maior importância às estratégias de financiamento por meio da troca de capital próprio por capital de terceiros. As taxas de juros inferiores ao retorno da aplicação desses recursos, e os benefícios fiscais resultantes das despesas de juros, admitem que

ocorra uma alavancagem financeira favorável, aumentando os resultados dos sócios e valorizando o preço de mercado das ações. Já para Modigliani e Miller (1958, 1959), a estrutura de capital é irrelevante para o valor da empresa sob as seguintes premissas: as taxas de financiamento para pessoas jurídicas são iguais às taxas de financiamento de pessoas físicas; os mercados são perfeitos e admite que o equilíbrio seja sempre restaurado; não há impostos sobre os ganhos de capital. Em um trabalho publicado em 1963, Modigliani e Miller fazem uma correção destas proposições, salientando que a estrutura de capital não afeta o valor da empresa, mas esse valor pode sofrer influências das imperfeições do mercado, tais como o imposto de renda.

2.2 TEORIA DE TRADE-OFF E CUSTOS DE AGÊNCIA

Miller (1977) utilizou os custos de agência derivados do endividamento e os ganhos fiscais oriundos do uso da dívida, contribuindo assim para a teoria de *Trade Off*. Ou seja, as empresas buscam um ponto ótimo de endividamento levando em consideração tanto o benefício fiscal de dedução de juros do imposto devido, como os custos de dificuldades financeiras. Entretanto, conforme se aumenta o endividamento da empresa, o risco de falência também aumenta, e entre os trabalhos que consideraram o uso dos custos de falência, estão os de DeAngelo e Masulis (1980) e Scott Jr. (1976).

Para Jensen (1986), a partir de um determinado nível de endividamento, a empresa pode ter mais oportunidades de crescimento, pois um nível de fluxo de caixa residual menor obriga os gestores a serem mais eficientes.

O estudo de Titman e Wessels (1988), que analisa o mercado norte-americano, revela que empresas mais lucrativas e empresas com maior grau de singularidade, ou seja, possuidoras de ativos específicos, tendem a ter um menor nível de endividamento total e, em contrapartida, empresas menores tem mais propensão ao endividamento de curto prazo em relação às maiores.

Ainda em relação ao custo da agência da dívida, Titman e Grinblatt (1998) assumem que o gestor pode optar por um nível de endividamento menor que o índice ótimo de endividamento, porque a dívida adicional mais próxima do chamado nível ótimo pode aumentar o risco de falência, e em contrapartida para os acionistas,

um endividamento maior da empresa pode reduzir e limitar sua capacidade de expansão.

Analisando o mercado brasileiro, Perobelli e Famá (2002) revelam que o nível de endividamento de curto prazo é negativamente relacionado às variáveis tamanho, crescimento dos ativos e lucratividade das empresas, indicando que empresas maiores e empresas mais lucrativas são menos propensas a esse tipo de endividamento.

Em linhas gerais podemos entender que a busca do nível ótimo de endividamento, ou seja, a defesa da existência de uma estrutura ótima de capital buscada pelas empresas, está relacionada, segundo a teoria de *Trade-off*, ao equilíbrio entre o custo de capital e o retorno esperado pelos acionistas, e isso pode derivar de muitos fatores subjetivos, como o que os acionistas consideram como ideal de retorno e o que a empresa pode realmente aferir, sendo assim impossível definir um nível ótimo de endividamento, mas sim um nível de equilíbrio mais apropriado para a realidade da operação de cada empresa.

2.3 TEORIA DE *PECKING-ORDER* E ASSIMETRIA INFORMACIONAL

As suposições da Teoria de *Pecking-Order* estão relacionadas com as problemáticas da assimetria das informações, fundamentando uma ausência de estrutura de capital ótima (CRUZ et al., 2008). Alguns pesquisadores consideram o trabalho de Donaldson (1961) como o marco dos estudos sobre as origens das fontes de financiamento, entretanto Ross (1977) introduz a temática da assimetria das informações. Nesse estudo foi observado que mudanças na estrutura de capital e distribuição de dividendos alteram a percepção do mercado em relação ao futuro da empresa, sendo assim criada a teoria de *Sinalização*. Ou seja, é possível verificar o efeito da assimetria das informações entre gestores e investidores

Dando continuidade aos estudos sobre estrutura de capital, Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), a partir da problemática da assimetria da informação, propõem uma nova teoria segundo a qual as empresas por deter mais conhecimento sobre seus valores, oportunidades, riscos e especificidades do que os agentes externos seguiriam uma ordem hierárquica para suas decisões de financiamento, essa teoria é intitulada de *Pecking Order*.

A teoria de *Pecking Order* pressupõe que o gestor respeite uma priorização por opções de financiamento primeiramente utilizando-se de recursos internos (lucros retidos ou lucros gerados internamente) e, secundariamente, a captação externa (capital de terceiros e emissão de novas ações).

Para Myers (1984):

- 1) As empresas preferem recursos financeiros internos;
- 2) As empresas ajustam suas políticas de dividendos às suas oportunidades de investimentos, com o objetivo de evitar imprevistos no pagamento de dividendos;
- 3) O fluxo de caixa gerado, formado por uma política de dividendos rígida, lucratividade variável e oportunidades de investimentos, pode ser maior ou menor que o gasto de capital. Se for maior, a empresa liquida dívidas ou investe no mercado de títulos de dívida. Se menor, a empresa recorre ao caixa ou vende títulos de dívida;
- 4) Se recursos financeiros externos são requeridos, a empresa emite títulos de dívida, ou seja, a empresa recorre aos recursos de terceiros e se necessário a emissão de ações.

Sendo assim, a partir da teoria de *Pecking order*, podemos entender que não existe um nível ótimo de endividamento, ou seja, uma estrutura ótima de capital ou um ponto de equilíbrio como sugere a teoria de *Trade-off*, e sim que empresas com mais lucro preferem contrair menos dívidas, pois, o lucro gerado é priorizado como fonte de financiamento e as empresas menos lucrativas optam por capital de terceiros apenas por uma questão de deficiência de fluxo de caixa.

Corroborando com essa afirmação, Rajan e Zingales (1995) em um estudo sobre estrutura de capital, evidenciam que empresas mais lucrativas tem um nível menor de endividamento. Perobelli e Famá (2003), em um estudo sobre fatores determinantes da estrutura de capital para empresas Latino-Americanas, tendo como referência o trabalho de Titman e Wessels (1988), obtiveram resultados que indicam que os fatores que influenciam o endividamento variam de acordo com o país, mas em todos os países estudados (México, Argentina e Chile) indicam a presença da teoria de *Pecking order*, ao revelar que as empresas mais lucrativas são também as com um menor nível de endividamento e Nakamura et al. (2007) em

um estudo similar com empresas brasileiras, obtiveram os mesmos resultados indicando uma forte presença dos preceitos da teoria de *Pecking order* no Brasil.

2.4 TEORIA DE *MARKET TIMING* E A INFLUÊNCIA DAS FINANÇAS COMPORTAMENTAIS

Na teoria de *Market Timing*, os gestores vão emitir ações somente quando o valor de mercado da empresa em relação ao valor contábil for maior, ou seja, nas janelas de oportunidade, e a decisão de emissão de dívida só é tomada quando as condições do mercado de dívida são relativamente mais favoráveis (GRAHAM; HARVEY, 2001; HOVAKIMIAN; OPLER; TITMAN, 2001).

Baker e Wurgler (2002) e Hovakimian (2006) encontraram uma relação negativa significativa entre alavancagem e *market-to-book*. Graham e Harvey (2001) pesquisaram 392 CFOs e descobriram que o desempenho recente do preço das ações é a terceira razão mais usada para emissão de novas ações. Isso fornece suporte para a teoria de *market timing*, de que as crenças e percepções dos gestores sobre os preços das ações podem influenciar as suas decisões sobre a emissão de dívida ou capital próprio.

Existe uma significativa relevância no processo de tomada de decisão, em relação à definição da escolha da estrutura de capital, podendo esta definição ser influenciada por diversos fatores, particularmente fatores relacionados aos comportamentos dos gestores, e que também não são incorporados pelos estudos tradicionais de finanças corporativas. Especificamente a racionalidade, que é questionada nos processos de tomada de decisões das empresas. Atribui-se que os mecanismos usados para eliminar as eventuais distorções provocadas pelos gestores não racionais são muito limitados.

Segundo Baker, Ruback e Wurgler (2007), as finanças comportamentais assumem pressupostos mais realistas que os evidenciados pela teoria tradicional, desse modo explicam melhor a estrutura de capitais das empresas. Essas afirmações de Baker, Ruback e Wurgler (2007), suportam o objetivo deste estudo que se propõe a testar a hipótese de que a confiança pode impactar nas decisões de financiamento das empresas brasileiras.

Evidências empíricas têm apontado no sentido de que os novos pressupostos das finanças comportamentais enriqueceram as teorias tradicionais (BAKER; WURGLER, 2002; HACKBARTH, 2008, 2009; HEATON, 2002; MALMENDIER; TATE; YAN, 2011). Isto proporciona que novos modelos venham contribuir com uma melhor explicação sobre as teorias de finanças corporativas, tentando resolver questões anteriormente tratadas em outros contextos teóricos, daí a relevância deste estudo que propõe uma análise das decisões de financiamento, usando uma perspectiva ainda pouco explorada no ambiente nacional.

3 METODOLOGIA

O objetivo deste estudo é utilizar as correntes de pensamento mais inovadoras da teoria de finanças comportamentais e aplicá-las no estudo da estrutura de capital das empresas brasileiras usando indicadores de confiança do setor associados às características das empresas. O estudo se propõe então a identificar a relação dos índices de confiança setorial com a estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, considerando os fatores característicos das empresas, bem como testar a teoria que prevê que a confiança está positivamente relacionada com os níveis de dívida ou alavancagem.

3.1 DEFINIÇÃO DE VARIÁVEIS

3.1.1 VARIÁVEIS DEPENDENTES

Segundo Assaf Neto (2009), a alavancagem financeira provém da participação de recursos de terceiros na estrutura de capital da empresa, sendo um fator determinante da capacidade de os recursos de terceiros incrementar os resultados da empresa. Com o objetivo de analisar a influência da confiança na alavancagem financeira das empresas, serão utilizados três indicadores de endividamento, conforme segue:

- a) $Alav_1 = \text{Dívida Bruta} / \text{Ativo Total}$;
- b) $Alav_2 = \text{Dívida Líquida} / \text{Ativo Total}$;
- c) $Alav_3 = \text{Dívida Líquida} / \text{Patrimônio Líquido}$.

Esses três indicadores serão utilizados como variáveis dependentes nos modelos de regressão. Oliver e Mefteh (2010) utiliza como variável dependente apenas a dívida líquida em relação ao ativo total. Todos os dados foram extraídos do Sistema Económica®.

3.1.2 VARIÁVEIS EXPLICATIVAS

As variáveis explicativas (independentes) utilizadas neste estudo seguiram a mesma linha adotada no estudo de Oliver e Mefteh (2010), que também investigou a relação entre confiança com os determinantes da estrutura de capital de empresas norte-americanas. Nesse estudo, o autor utilizou os seguintes fatores: rentabilidade do ativo (ROA), *market-to-book*, tamanho e tangibilidade. Além de Oliver e Mefteh (2010), diversos outros autores usaram estas variáveis nos estudos sobre estrutura de capital (BASTOS; NAKAMURA, 2009; BOOTH et al., 2001; BRADLEY; JARRELL; KIM, 1984; BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007; NAKAMURA et al., 2007; OZKAN, 2001; RAJAN; ZINGALES, 1995; TITMAN; WESSELS, 1988) sobre estrutura de capital.

No Quadro 1 é possível visualizar a descrição das variáveis usadas no modelo, suas respectivas fórmulas de apuração e as relações esperadas em relação à alavancagem.

QUADRO 1 – VARIÁVEIS INDEPENDENTES E RELAÇÕES ESPERADAS

Variáveis	Sigla	Descritivo	Relação esperada sobre a alavancagem
Tangibilidade	Tng	= Ativo imobilizado/Ativo total	Positiva
ROA	Roa	= Ebit/Ativo total	Negativa
Market- to- book value	Mtb	= Valor de mercado/Valor contábil	Negativa
Tamanho	Tam	= Log (Ativo)	Positiva
Confiança	Conf	= Log (indicador)	Positiva

Fonte: Do autor.

Essas variáveis independentes, conforme descrito anteriormente, foram amplamente utilizadas em estudos sobre estrutura de capital no Brasil e no exterior. Mas podemos descrever em linhas gerais suas atribuições mais encontradas no que tange ao estudo dos determinantes da estrutura de capital das empresas, conforme segue:

- a) **Tangibilidade:** Para Perobelli e Famá (2003) em um estudo sobre estrutura de capital de empresas Latino-Americanas, existe um consenso comum que empresas com maior volume de ativos tangíveis tendem se endividar mais, uma vez que esses ativos podem ser usados como garantia dessa eventual dívida. Havendo assim uma relação positiva em tangibilidade e endividamento;
- b) **Rentabilidade:** Segundo a teoria de *Pecking order* (MYERS; MAJLUF, 1984; MYERS, 1984), empresas mais rentáveis possuem mais recursos internos para financiar seus ativos, assim reduzindo a necessidade de endividamento. Sendo assim esperada uma relação negativa entre rentabilidade e endividamento;
- c) **Market-to-book value:** Para Rajan e Zingales (1995), empresas com um alto valor de mercado em relação ao valor contábil possuem um menor nível de endividamento, ou seja, empresas com maiores oportunidades de crescimento têm mais opções de recursos disponíveis e não recorrem ao endividamento. Essa variável pode apontar para os pressupostos da teoria de *Market timing*. Sendo assim esperada uma relação negativa entre *market-to-book value* e endividamento;
- d) **Tamanho:** Brito, Corrar e Batistella (2007), em um estudo com empresas brasileiras apontam a variável tamanho com um dos fatores determinantes da estrutura de capital e nesse mesmo estudo indicam que esta variável está em linha com a teoria de *Trade-off*, onde empresas possuidoras de grandes ativos apontam para um nível elevado de dívida. Corroborando com isso, Rajan e Zingales (1995), citam que grandes empresas tendem a possuir um endividamento maior, assim como empresas que possuem altas proporções de ativos fixos em relação aos ativos totais apresentam um nível maior de endividamento. Sendo assim esperada uma relação positiva entre tamanho e endividamento;
- e) **Confiança:** Segundo Malmendier, Tate e Yan (2011), Hackbarth (2008, 2009), e Heaton (2002), existe uma relação positiva entre confiança e endividamento. Corroborando com a idéia de que gestores mais otimistas tendem a ser mais propensos ao risco e a conseqüentemente

aumentar o nível de endividamento da empresa. Sendo assim esperada uma relação positiva entre confiança e endividamento.

3.2 SELEÇÃO DA AMOSTRA E COLETA DE DADOS

3.2.1 ÍNDICE DE CONFIANÇA – IBRE/FGV

Neste estudo será utilizado o Indicador de Confiança do Instituto Brasileiro de Economia (IBRE) da Fundação Getúlio Vargas (FGV) relacionando os indicadores que constam do Índice de Confiança de Serviços (ICS); Índice de Confiança da Indústria (ICI); Índice de Confiança do Comércio (ICOM) e o índice de Confiança da Construção. Os segmentos setoriais são definidos de acordo com a Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

O levantamento dos dados é feito através de questionários, onde o horizonte temporal das perguntas pode ser classificado em quatro modalidades:

- a) Observações a respeito do trimestre imediatamente anterior;
- b) Avaliações sobre o momento da realização da pesquisa;
- c) Previsões para o trimestre que se inicia;
- d) Previsões para o semestre que se inicia, somente para questões relativas às situações esperadas dos negócios.

O responsável pelo preenchimento dos questionários é identificado pela empresa de acordo com as especificações fornecidas pela FGV/IBRE, sendo geralmente um colaborador em nível de diretoria ou gerência e necessariamente alguém com uma visão integrada dos negócios.

Ao analisar a amostra do ultimo trimestre utilizado neste estudo (1º/2017) da sondagem da confiança é possível averiguar um volume significativo de respondentes conforme segue:

- a) Construção = 707 respondentes;
- b) Comércio = 1.139 respondentes;
- c) Serviços = 1.986 respondentes;

d) Indústria = 1.147 respondentes;

Isso corrobora a qualidade da informação utilizada nos indicadores de confiança.

3.2.2 FATORES CARACTERÍSTICOS DAS EMPRESAS

Os dados sobre os fatores característicos das empresas, que são tamanho, tangibilidade, ROA e *market-to-book value*, também terão como fonte de dados as demonstrações contábeis das empresas que constam no Sistema Económica®. Esses dados compreendem as variáveis econômico-financeiras das companhias de capital aberto sendo que o horizonte de tempo contemplou o período de 2007 a 2017.

3.2.3 POPULAÇÃO, AMOSTRA E PROCEDIMENTOS

A população analisada foi composta por todas as companhias abertas brasileiras listadas e ativas na BM&FBOVESPA no período de 2007 a 2017 e a amostra inicial deste período resultou em 628 empresas. Como primeiro procedimento foi feita a exclusão das empresas enquadradas como sendo da área de Seguros, Bancos, Holdings e Fundos, obtendo um total de 281 empresas excluídas da amostra. Esse procedimento é comum em estudos sobre estrutura de capital, uma vez que a estrutura de capital das empresas destes setores tem características diferentes das demais.

A partir desta amostra inicial, os demais procedimentos para a construção das variáveis foram:

- a) Exclusão das empresas com patrimônio líquido negativo, em todos os anos da amostra;
- b) Exclusão de empresas com menos de três anos de dados consecutivos;
- c) Exclusão de empresas que não se enquadravam nos setores analisados, que foram os setores Comércio, Construção, Indústria e Serviços;

- d) Em períodos que a empresa apresentou patrimônio líquido negativo, nenhum indicador de alavancagem foi calculado.

Após a aplicação destes procedimentos foram feitos os devidos cálculos e foi obtido uma amostra com 41 trimestres, 8.568 observações e com 209 empresas, conforme classificação abaixo:

- a) Serviços – 61 empresas;
 b) Comércio – 19 empresas;
 c) Construção – 24 empresas;
 d) Indústria – 105 empresas.

3.3 ANÁLISE E TRATAMENTO DOS DADOS

Será utilizado os índices de alavancagem como variáveis dependentes e como variáveis independentes os fatores característicos das empresas, o ROA, *market-to-book*, tamanho e tangibilidade. Baker e Wurgler (2002), usam um modelo que relaciona grau de alavancagem, como uma *proxy* da escolha da estrutura de capital da empresa, em uma relação de variáveis independentes relacionadas com as especificações do mercado, da indústria e da empresa, sendo o índice de confiança dos gestores uma variável extra neste modelo e, corroborando com isso, o estudo de Oliver e Meffeh (2010), se utiliza das mesmas premissas para um estudo que correlaciona a confiança com estrutura de capital na empresas listadas na bolsa da França.

Sendo assim, para este estudo será utilizado o modelo de regressão conforme disposto na equação (1):

$$Alavancagem_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Tng_{i,t-1} + \beta_2 ROA_{i,t-1} + \beta_3 MTB_{i,t-1} + \beta_4 Tam_{i,t-1} + \beta_5 Conf_{i,t-1} + u_{i,t}. \quad (1)$$

Na equação (1), tem-se como variáveis dependentes:

- a) Alavancagem_1: é o quociente Dívida Bruta/ Ativo Total da empresa i na data t;
 b) Alavancagem_2: é o quociente Dívida Líquida/ Ativo Total da empresa i na data t;

- c) *Alavancagem_3*: é o quociente Dívida Líquida/ Patrimônio Líquido da empresa *i* na data *t*;

E como variáveis explicativas temos:

- a) *Tng t-1* é o quociente ativo imobilizado/ativo total da empresa *i* na data *t-1*;
- b) *ROA i, t-1* é o retorno sobre os ativos da empresa *i* na data *t-1*;
- c) *MTB i, t-1* é o quociente *market-to-book* da empresa *i* na data *t-1*;
- d) *Tam i, t-1* é o logaritmo do ativo total da empresa *i* na data *t-1*;
- e) *Conf t-1* é o logaritmo do indicador de confiança na data *t-1*.

Assim, foram geradas três regressões para verificar a relação existente entre as cinco variáveis explicativas com cada uma das variáveis dependentes. Por se tratar de uma amostra com diversas empresas analisadas ao longo de um período de tempo, a metodologia considerada adequada é a análise de dados em painel que permite analisar relações dinâmicas no tempo e no espaço (WOOLDRIDGE, 2006).

Um conjunto de dados em painel consiste em uma série de tempo para cada membro de corte transversal do conjunto de dados, são conjuntos de dados nos quais as mesmas unidades de corte transversal são acompanhadas ao longo do tempo, sendo assim cada vez mais usados no trabalho empírico. Como em Bastos e Nakamura (2009), onde explanam as vantagens de levar em conta as diferenças individuais específicas, o menor nível de multicolinearidade e os estudos da mudança e análise dos modelos comportamentais mais complexos

Vários estudos sobre as determinantes da estrutura de capital têm se utilizado da técnica econométrica de dados em painel. Ozkan (2001) para empresas britânicas, Nakamura et al. (2007) em um estudo com empresas brasileiras, Terra (2007) se utilizou de dados em painel para um estudo com empresas da América Latina e Jong, Kabir e Nguyen (2008) para empresas de 42 países.

Existem dois métodos comuns para estimar os modelos de dados em painel com efeitos não observados, são os métodos de efeitos fixos e efeitos aleatórios. Nos modelos de efeito fixos permite que o intercepto varie para cada observação, levando em conta, no caso da amostra deste estudo, a característica específica da

empresa. Em Albanez (2012), onde também se fez uso dos dados em painel em um estudo sobre estrutura de capital, é explanado sobre o uso dos efeitos fixos, onde o estimador dos efeitos fixos permite a existência uma correlação arbitrária entre as variáveis explicativas e a parte constante no tempo do termo de erro (não observado) em qualquer período tempo.

Uma maneira de decidir qual dos modelos, fixos ou aleatórios, é o mais adequado, é verificar se existe correlação entre os fatores não observados e as variáveis explicativas, através do teste de Hausman nas três regressões, em que a hipótese nula a ser testada é que os estimadores de modelos fixos e do modelo de efeitos aleatórios não diferem substancialmente. O teste indicou que, no caso da amostra estudada, o modelo de efeitos fixos é o mais adequado, assim como em Albanez (2012).

4 RESULTADOS

Na análise dos resultados, um dos pontos a ser analisado é a possível existência de multicolinearidade, o que traria influência na análise das variáveis. Mas observando a matriz de correlação das variáveis explicativas na Tabela 1, é possível averiguar que não existe alta correlação entre as variáveis explicativas, ficando bem abaixo do limite tolerável (WOOLDRIDGE, 2006) de 0,60, o que não compromete a análise econométrica e reduz a possibilidade de ocorrência de problemas relacionados à multicolinearidade nos modelos de dados em painel.

TABELA 1 - MATRIZ DE CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS

	Confiança	ROA	Tangibilidade	Tamanho	Market-to-book
Market-to-book	0,02210	0,01840	-0,01190	0,02070	1
Tamanho	-0,08350	0,08140	0,06760	1	
Tangibilidade	0,08870	0,02540	1		
ROA	0,02040	1			
Confiança	1				

Coefficientes de correlação, usando todas as observações 1:02 - 209:41
5% valor crítico (bicaudal) = 0,0212 para n = 8568

Fonte: Do autor.

Na sequência, a Tabela 2 mostra os resultados das três regressões de dados em painel com efeitos fixos e seus respectivos coeficientes e significâncias estatísticas.

TABELA 2 - RESULTADOS DAS REGRESSÕES

	Variáveis Dependentes					
	Alavancagem 1		Alavancagem 2		Alavancagem 3	
	Dívida Bruta/ Ativo Total		Dívida Líquida/ Ativo Total		Dívida Líquida/ Patrimônio Líquido	
	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor	Coef.	p-valor
Tangibilidade	-0,02506	0,0262 **	0,15578	<0,0001 ***	0,64306	0,62480
ROA	-0,14715	<0,0001 ***	-0,16101	<0,0001 ***	-1,61283	0,35740
Market-to-Book	0,00021	0,39220	-0,00003	0,91640	-0,21963	<0,0001 ***
Tamanho	0,05594	<0,0001 ***	0,09511	<0,0001 ***	0,76036	0,0255 **
Confiança	-0,05095	<0,0001 ***	-0,05690	<0,0001 ***	-2,05019	0,0193 **
Constante	-0,27562	<0,0001 ***	-1,01944	<0,0001 ***	-0,09155	0,99020
nº Observações	5.699		6.115		6114	
R ²	0,7797		0,8044		0,1216	
Unidades de Corte Transversal	198		205		205	
Estatística de Breush-Pagan	46475,4		48616,5		232,622	
Estatística de Hausman	24,3625		53,23		58,8853	

Notas: Coef.: Coeficientes; p-valor : Nível de significância do coeficiente para a regressão; R²: Coeficiente de explicação do modelo.

E no Quadro 2 estão as relações esperadas de acordo com estudos da academia sobre estrutura de capital e também as obtidas decorrentes das regressões com dados das empresas listadas na bolsa de valores do mercado brasileiro.

QUADRO 2 - RELAÇÕES ESPERADAS VERSUS RELAÇÕES OBTIDAS

Variáveis	Sigla	Relação esperada	Relação obtida Alav.1	Relação obtida Alav.2	Relação obtida Alav.3
Tangibilidade	Tng	Positiva	Negativa	Positiva	Positiva
ROA	Roa	Negativa	Negativa	Negativa	Negativa
Market- to- book	Mtb	Negativa	Positiva	Negativa	Negativa
Tamanho	Tam	Positiva	Positiva	Positiva	Positiva
Confiança	Conf	Positiva	Negativa	Negativa	Negativa

Fonte: Do autor.

Analisando primeiramente Tangibilidade, Rentabilidade do Ativo (ROA), *Market-to-book* e Tamanho sendo essas variáveis os fatores característicos das empresas, ao verificar apenas os coeficientes com significância estatística independentemente do tipo de alavancagem, podemos apontar que todas as variáveis explicativas seguiram a relação esperada com as variáveis dependentes no que tange os estudos acadêmicos sobre fatores característicos da estrutura de capital, conforme segue:

- a) Tangibilidade – Nas regressões onde obteve significância estatística, a tangibilidade apresenta uma relação positiva com o endividamento de acordo com o esperado, uma vez empresas com mais ativos tangíveis, que podem ser usados como garantias para dívidas, possuem maior capacidade de financiamento, daí a relação positiva com a alavancagem;
- b) ROA – O ROA indicou uma relação negativa em todas as alavancagens estudadas, o que corrobora com a teoria de *Pecking Order* onde as empresas mais lucrativas acabam tomando menos dívidas, dando preferência para o uso de recursos financeiros internos para financiar seus ativos;
- c) *Market-to-book* – A variável *Market-to-book* apresentou significância estatística apenas na Alavancagem 3, onde o valor contábil da empresa é um dos denominadores, daí a alta significância estatística, e a relação negativa em linha com a relação esperada, contribui para teoria de Agência, onde voga que empresas com oportunidades de crescimento aumentam sua alavancagem para limitar e/ou controlar a autonomia dos seus gestores;
- d) Tamanho – Para a variável Tamanho, os resultados estão em linha com a relação esperada e contribuem com as teorias de *Trade off* e de Agência, onde empresas maiores tem mais acessos a recursos financeiros e tendem a possuir um nível de endividamento maior. Daí a relação positiva em todas a Alavancagens analisadas.

E ao analisar a variável confiança, objetivo deste estudo, podemos apurar que a variável obteve significância estatística em todas as regressões, entretanto a relação esperada com a alavancagem era positiva conforme foi apontado nos estudos anteriores, onde para (HACKBARTH, 2008, 2009; HEATON, 2002; MALMENDIER; TATE; YAN, 2011; OLIVER; MEFTEH, 2010), existia uma relação positiva entre confiança e endividamento.

Vale ressaltar que estes estudos foram feitos em países desenvolvidos, onde alguns fatores críticos como o ambiente político-econômico sofrem menos alterações que em países em desenvolvimento como o Brasil, o que pode levar a ter alguma influência nos níveis tanto de confiança quanto de alavancagem das

empresas uma vez que os custos de capital são diretamente impactados por esses fatores.

Outra linha de pensamento que pode ajudar a explicar essa relação negativa é o fato que no Brasil em momentos de crise onde temos por exemplo aumento da taxa de desemprego, e por consequência, baixo consumo, as empresas tendem a passar por dificuldades financeiras e por consequência aumentar seus níveis de endividamento.

Como os dados analisados foram defasados em um período, ou seja, um trimestre, podemos concluir que fatores que impactaram negativamente nos indicadores de confiança dos respectivos setores analisados, também tiveram influência na Alavancagem das empresas no trimestre subsequente. Mesmo analisando as três variáveis dependentes a relação negativa e a significância estatística relevante foram predominantes.

Sendo assim, em momentos de baixa confiança existiria uma tendência de alta do endividamento, daí a uma possível relação negativa entre confiança e endividamento.

5 CONCLUSÕES

O presente estudo teve a missão de atribuir fatores e/ou influências das finanças comportamentais às determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras. Foi utilizado como *benchmark* o estudo de Oliver e Mefteh (2010), onde foi analisado não só os fatores característicos das empresas que explicam a estrutura de capital como tamanho, tangibilidade, ROA e *market-to-book*, mas também a variável confiança como sendo provável influenciadora de decisões de investimento. No referido estudo foi constatado uma forte influência do fator confiança nas decisões de investimento.

Assim como em outros estudos que analisam a confiança do gestor, como em Malmendier et al. (2005), onde salienta inclusive que gestores mais confiantes tendem a assumir maiores níveis de endividamento que o ideal, aumentando por consequência a probabilidade de falência e altos custos de capital.

Com a proeminência do uso das finanças comportamentais para ajudar a explicar questões das finanças corporativas, e sendo esses estudos ainda tão incipientes no Brasil, o presente estudo também visa contribuir com a junção das premissas das finanças comportamentais para explicar as determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras.

Neste estudo, pôde-se comprovar a significância estatística da variável confiança para explicar a alavancagem financeira das empresas brasileiras, ou seja, também relacionar a percepção dos gestores em relação às escolhas de endividamento. No entanto, um fator a ressaltar é a relação negativa que a variável confiança obteve em relação às alavancagens estudadas. Em estudos sobre o referido assunto fora do Brasil (HACKBARTH, 2008, 2009; HEATON, 2002; MALMENDIER et al., 2011; OLIVER; MEFTEH, 2010), essa relação é positiva, realçando a ideia de que os gestores otimistas tendem a fazer suas empresas se endividarem mais. Entretanto, essa relação negativa para a realidade brasileira, refuta as hipóteses teóricas sobre o assunto até então e corrobora com a ideia que em momentos de crise e desconfiança as empresas tendem a ter dificuldades em financiar seus ativos e recorrem a um nível maior de endividamento.

Como sugestão para estudos posteriores, um estudo focado em um único setor com variáveis explicativas específicas do setor pode ser mais assertivo e ter uma maior contribuição para o estudo sobre estrutura de capital.

REFERÊNCIAS

ALBANEZ, T. **Efeitos do market timing sobre a estrutura de capital de companhias abertas brasileiras**. 2012. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

BAKER, M.; WURGLER, J. Market timing and capital structure. **The Journal of Finance**, [S. l.], v. 57, n. 1, p. 1-32, Feb. 2002.

BAKER, M.; RUBACK, R. S.; WURGLER, J. Behavioral Corporate Finance. In: ECKBO, B. E. (Ed). **Handbook of Corporate Finance**: empirical corporate finance. Amsterdam: Elsevier, 2007. cap. 4, p. 145-186.

BASTOS, D. D.; DAVID, M.; BERGMANN, D. R. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina no período 2001-2006. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 32, 2008, Rio de Janeiro. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/FIN-B1671.pdf>>. Acesso em: 04 jun. 2017.

_____; NAKAMURA, W. T. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 75-94, maio/ago. 2009.

BENTO, S. A. **A informação contábil e o seu uso na administração e avaliação da empresa**. 1987. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1987.

BOOTH, L. et al. Capital structures in developing countries. **The Journal of Finance**, [S. l.], v. 56, n. 1, p. 87-130, 2001.

BRADLEY, M. JARRELL, G. A.; KIM, E. On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. **The Journal of Finance**, [S. l.], v. 39, n. 3, p. 857-878, 1984.

BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 18, n. 43, p. 9-19, 2007.

CRUZ, A. P. C. D. et al. A estrutura de capital de empresas do sul brasileiro como um condicionante à rentabilidade: um estudo empírico à luz de teorias financeiras. **Sinergia**, Rio Grande do Sul, v. 12, n. 2, p. 9-20, 2008.

DeANGELO, H.; MASULIS, R. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 8, n. 1, p. 3-30, Mar. 1980.

DONALDSON, G. **Corporate debt capacity**: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity. Boston: Harvard Graduate School of Business Administration, 1961.

DURAND, D. Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In: Universities-National Bureau. **Conference on Research on Business Finance**. New York: Autor, 1952. p. 215 – 262. Disponível em: <<http://www.nber.org/chapters/c4790.pdf>>. Acesso em: 20 jun. 2017.

_____. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: comment. **The American Economic Review**, Nashville, vv. 49, n. 4, p. 639-655, 1959.

FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Capital structure decisions: which factors are reliably important? **Financial Management**, London, v. 38, n. 1, p. 1-37, 2009.

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R. The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 60, n. 2, p. 187-243, 2001.

HACKBARTH, D. Managerial traits and capital structure decisions. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 43, n. 4, p. 843-881, 2008.

_____. Determinants of corporate borrowing: A behavioral perspective. **Journal of Corporate Finance**, v. 15, n. 4, p. 389-411, 2009.

HEATON, J. B. Managerial optimism and corporate finance. **Financial Management**, London, v. 31, n. 2, p. 33-45, 2002.

HOVAKIMIAN, A. Are observed capital structures determined by equity market timing? **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Seattle, v. 41, n. 1, p. 221-243, 2006.

_____; OPLER, T.; TITMAN, S. The debt-equity choice. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Seattle, v. 36, n. 1, p. 1-24, 2001.

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

JONG, A.; KABIR, R.; NGUYEN, T. T. Capital structure around the world: The roles of firm-and country-specific determinants. **Journal of Banking & Finance**, Amsterdam, v. 32, n. 9, p. 1954-1969, 2008.

MALMENDIER, U.; TATE, G.; YAN, J. Corporate financial policies with overconfident managers. **National Bureau of Economic Research**, NBER Working Paper No. 13570 2007. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w13570>>. Acesso em: 16 ago. 2017.

_____; _____. Overconfidence and early-life experiences: the impact of managerial traits on corporate financial policies. **Journal of Finance**, Malden, v. 66, n. 5, p. 1687-1733, 2011.

MILLER, M. H. Debt and taxes. **The Journal of Finance**, [S. l.], v. 32, n. 2, p. 261-275, 1977.

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

_____; _____. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: Reply. **The American Economic Review**, [S. l.], v. 49, n. 4, p. 655-669, 1959.

_____; _____. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American Economic Review**, [S. l.], v. 53, n. 3, p. 433-443, June 1963.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 574-592, 1984.

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

NAKAMURA, W. T.; et al. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 18, n. 44, p.72-85, 2007.

OLIVER, B. R.; MEFTEH, S. Capital structure choice: the influence of sentiment in France. **International Journal of Behavioural Accounting and Finance**, [S. l.], v. 1, n. 4, p. 294-311, 2010.

OZKAN, A. Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data. **Journal of Business Finance & Accounting**, Oxford, v. 28, n. 1-2, p. 175-198, 2001.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 33-46, 2002.

_____; _____. Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 7, n. 1, p. 9-35, jan./mar. 2003.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **The Journal of Finance**, [S. l.], v. 50, n. 5, p. 1421-1460, 1995.

ROSS, L. The intuitive psychologist and his shortcomings: Distortions in the attribution process. **Advances in Experimental Social Psychology**, [S. l.], v. 10, p. 173-220, 1977.

SCOTT JR, J. H. A theory of optimal capital structure. **The Bell Journal of Economics**, [S. l.], v. 7, n.1, p. 33-54, 1976.

TERRA, P. R. S. Estrutura de capital e fatores macroeconômicos na América Latina. **Revista de Administração da Unviersidade de São Paulo**, São Paulo, v. 42, n. 2, 192-204, 2007.

TITMAN, S.; GRINBLATT, M. **Financial market and corporate strategy**. London: McCraw-Hill, 1998.

_____; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. **The Journal of Finance**, [S. l.], v. 43, n. 1, p. 1-19, 1988.

WOOLDRIDGE, J M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.