

FATORES ESPECÍFICOS, MACROECONÔMICOS E INSTITUCIONAIS DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS DA UNIÃO EUROPÉIA

SPECIFIC, MACROECONOMIC AND INSTITUTIONAL FACTORS OF CAPITAL STRUCTURE OF THE EUROPEAN UNION COMPANIES

Bianca Cecon

Mestranda em Ciências Contábeis pelo PPGCC da Univ. Reg. de Blumenau
Programa de Pós-Grad. em Ciências Contáb. e Adm. da Univ. Reg. de Blumenau (FURB)
e-mail: bcecon@outlook.com

Bradley Ricardo Moretti

Mestrando em Ciências Contábeis pelo PPGCC da Univ. Reg. de Blumenau
Programa de Pós-Grad. em Ciências Contáb. e Adm. da Univ. Reg. de Blumenau (FURB)
e-mail: bradley@berkan.com.br

Moacir Manoel Rodrigues Junior

Doutor em Métodos Numéricos em Engenharia
Programa de Pós-Grad. em Ciências Contáb. e Adm. da Univ. Reg. de Blumenau (FURB)
e-mail: moacir_ro@hotmail.com

Adriana Kroenke

Doutora em Métodos Numéricos em Engenharia
Programa de Pós-Grad. em Ciências Contáb. e Adm. da Univ. Reg. de Blumenau (FURB)
e-mail: akrenke@furb.br

Resumo:

Esta pesquisa, que teve por objetivo verificar os determinantes da estrutura de capital das companhias abertas da União Europeia, dentre um conjunto de fatores específicos da firma, institucionais e macroeconômicos caracteriza-se como descritiva, com análise documental em uma amostra de 17 países pertencentes à União Europeia e com abordagem quantitativa. O período de estudo compreendeu os anos de 2010 a 2014. Para a análise dos dados utilizou-se a técnica estatística de regressão linear múltipla. Os achados demonstraram que as variáveis específicas da firma Liquidez Corrente e Tamanho são consideradas como os determinantes da Estrutura de Capital das empresas pertencentes aos países da União Europeia. Além disso, outras variáveis se apresentaram significativas perante a Estrutura de Capital para alguns dos países analisados, tais como a Tangibilidade, o Risco do Negócio, o Nível de Pagamento do Imposto de Renda e a Renda per Capita. Os fatores institucionais e macroeconômicos, de uma forma geral, não se apresentaram como determinantes da Estrutura de Capital das empresas analisadas, com exceção da variável Renda *per Capita* que apresentou uma relação negativa e significativa para as empresas do Reino Unido. Por fim, conclui-se que as companhias abertas da União Europeia, no que tange a Estrutura de Capital (Endividamento Total), estão apoiadas na teoria do *Pecking Order*.

Palavras-chave: Estrutura de capital. Fatores determinantes. União Européia.

Abstract:

This research, had as objective verify the determinants of the open EU companies capital structure, among of specific factors of the firm, institutional and macroeconomic has been characterized as descriptive, with documentary analysis on a sample of 17 countries outside the European Union and quantitative approach. The study period comprised from 2010 to 2014. For the data analysis it was used the statistical technique of multiple linear regression. The findings bring to us that the specific variables of the firm as Current Liquidity and Size are considered the determinants of capital structure of the companies sited at European Union countries. Therefore, other variables are significant before the Capital Structure for some of the countries, such as Tangibility, the Business Risk, Per Capita Income Tax Payment. Usually, institutional and macroeconomic factors are not determinant of capital structure of the companies under analysis, except for Per Capita Income/Revenue that has negative and significant relationship for UK companies. Finally, it is concluded that the public companies of the European Union, regarding the Capital Structure (Total Debt), are supported in the Pecking Order theory.

Keywords: Capital Structure. Determinant Factors. European Union.

1 Introdução

A estrutura de capital das empresas é um dos temas mais relevantes na teoria de finanças corporativas e, ao mesmo tempo, apresenta muitas controvérsias, o que impulsiona a realização de estudos teóricos e empíricos (FORTE; BARROS; NAKAMURA, 2013). A captação dos recursos financeiros das empresas é considerada um aspecto essencial da estrutura de capital. Assim a relevância da teoria de estrutura de capital surgiu com os trabalhos de Modigliani e Miller (1958; 1963). O tema busca o entendimento sobre como as organizações utilizam dos recursos oriundos dos acionistas/sócios (capital próprio) e os recursos obtidos por meio de dívidas (capital de terceiros) para o financiamento de suas atividades (BRITO; CORRAR; BASTITELLA, 2007). Segundo Perobelli e Famá (2003), a busca para encontrar uma combinação perfeita entre o quanto a empresa deve utilizar de capital próprio e o montante utilizado de capital de terceiros, com vistas a diminuir os custos de financiamento e assim maximizar o seu valor da firma, é um dos principais pilares das finanças corporativas modernas.

Nesse sentido, o suporte teórico referente à estrutura de capital pode ser dividido em duas grandes abordagens: a teoria *Trade-Off* que surgiu por meio dos estudos seminais de Modigliani e Miller (1958); e a teoria *Pecking Order* que surgiu a partir dos estudos realizados por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984).

Para Modigliani e Miller (1958), a estrutura de capital utilizada pelas empresas em mercados perfeitos, não impactaria no seu valor. Contrariando essa ideia, os estudos sobre estrutura de capital realizados por Durand (1952; 1959), destacaram que a estrutura de capital impacta sim no valor da empresa (CORREA; BASSO; NAKAMURA, 2013).

Modigliani e Miller (1963) reconheceram que a presença das tributações impostas pelo mercado contribui para a captação de recursos junto a terceiros, diminuindo assim o custo médio ponderado e, conseqüentemente, afetando de forma positiva no valor da organização. Para eles, os proprietários e os gestores de empresas seguem alguns motivos para escolher determinado tipo de endividamento. Para que as empresas criem valor, é necessário que estas priorizem o capital de terceiros, por fornecer vantagens fiscais. Diante dessa ideia,

posteriormente formou-se as bases da teoria *Trade-Off*, na qual as empresas devem priorizar a utilização de capitais de terceiros em detrimento a captação de recursos por meio do lançamento de ações no mercado.

Por outro lado, Myers e Majluf (1984) apresentaram outro entendimento quanto à estrutura de capital ideal na maximização do valor da empresa, a este, deram o nome de *Pecking Order*. Esta nova abordagem sugere que as organizações devem seguir uma hierarquia de preferência no que tange a utilização de recursos. Por esta teoria, inicialmente as empresas priorizam o financiamento por meio de recursos próprios, posteriormente recorrem a recursos de terceiros e, apenas em últimas circunstâncias buscam recursos na emissão de ações.

Bastos, Nakamura e Basso (2009) mencionaram em seu estudo que os fatores determinantes da estrutura de capital não são apenas fatores específicos da empresa, como por exemplo, o nível de tangibilidade, rentabilidade, tamanho, risco de negócio e oportunidade de crescimento. Para os autores, há outros fatores que influenciam o nível de endividamento das organizações, como variáveis macroeconômicas e institucionais, que fazem referência ao ambiente no qual a empresa está inserida.

Diante deste contexto, tem-se a seguinte questão problema que norteia o desenvolvimento deste estudo: quais são os determinantes da estrutura de capital das companhias abertas da União Europeia, considerando os fatores específicos da firma, macroeconômicos e institucionais? Nesse sentido, com o intuito de responder a questão apresentada, o objetivo deste estudo é verificar os determinantes da estrutura de capital das companhias abertas da União Europeia, considerando os fatores específicos da firma, macroeconômicos e institucionais.

Justifica-se a realização deste estudo pela relevância do tema, visto que pesquisas desenvolvidas sobre a estrutura de capital das empresas não apresentam resultados homogêneos. Em particular, a pesquisa visa ampliar os estudos já existentes, como de Wald (1999), que verificou os fatores correlacionados com a estrutura de capital na Alemanha, Estados Unidos, França, Reino Unido e Japão. Booth *et al* (2001) analisou a estrutura de capital de empresas em 10 países em desenvolvimento e com diferentes fatores institucionais. Gaud *et al* (2005), cujo objetivo foi analisar a estrutura de capital de empresas suíças. Jõeveer (2006) explorou o significado dos fatores institucionais e macroeconômicos específicos em empresas para explicar a variação da alavancagem por meio do estudo sobre as fontes de estrutura de capital na Europa. De Jong, Kabir e Nguyen (2008) analisaram a importância dos fatores específicos da firma e do país sobre o endividamento de empresas de 42 países. Terra (2007) verificou em que medida os fatores macroeconômicos são determinantes da estrutura de capital de uma amostra de sete países latino-americanos. Bastos, Nakamura e Basso (2009) investigaram os determinantes da estrutura de capital, utilizando o método de dados em painel, para uma amostra de 388 empresas pertencentes às sete maiores economias da América. Li, Yue e Zhao (2009) visaram explorar o papel da estrutura de capital e de desenvolvimento institucional no financiamento da dívida das empresas chinesas não negociadas publicamente. Ainda, Öztekin e Flannery (2012) compararam os ajustes de estrutura de capital das empresas em todos os países e investigar se as diferenças institucionais ajudam a explicar a variação da velocidade de ajustamentos estimados

Assim a pesquisa busca construir um entendimento no que tange os fatores determinantes da estrutura de capital de empresas pertencentes à União Europeia, com vistas ao desenvolvimento e contribuição ao tema proposto. Destaca-se para tanto que o presente estudo unifica três dimensões, muitas vezes tratadas de forma isolada, em uma abordagem conjunta. Nestes estudos não observou-se a utilização de fatores específicos da firma, macroeconômicos e institucionais de forma conjunta, com vistas a verificar a partir destes

aspectos quais são os determinantes da estrutura de capital. A partir desta constatação vislumbra-se uma lacuna de pesquisa frente o tema estrutura de capital das empresas que será desvendada ao longo do estudo com a utilização de empresas pertencentes à União Europeia.

Optou-se em analisar as companhias abertas da União Europeia, pois conforme Bastos, Nakamura e Basso (2009), há uma tendência já verificada, em expandir os estudos relacionados aos determinantes da estrutura de capital das empresas por blocos de países, com o intuito de encontrar evidências da influência do ambiente das empresas sobre a estrutura de capital de um determinado país. Para encontrar os determinantes da estrutura de capital das empresas dos países da União Europeia, as variáveis utilizadas referem-se aos fatores específicos da firma, macroeconômicas e institucionais.

2 Referencial Teórico

Nesta seção é apresentado o tema que embasa conceitualmente a problemática da pesquisa, sendo o mesmo a estrutura de capital das empresas. Posteriormente, evidenciam-se os estudos anteriores, os quais se fazem pertinentes para o embasamento teórico do presente estudo.

2.1 Estrutura de Capital

Os estudos referentes ao tema estrutura de capital buscam explicar a maneira pela qual as empresas estão financiando seus investimentos, ou seja, como estabelecem a relação entre capital próprio e dívidas com terceiros, com o intuito de maximizar o valor das mesmas (CURY, 2011). Segundo Brito, Corrar e Batistella (2007), a estrutura de capital das empresas é um dos principais temas estudados pelos trabalhos de Finanças Corporativas.

Uma das pesquisas consideradas pioneiras nesta área do conhecimento foi o estudo realizado por Modigliani e Miller (1958). Os autores apresentaram neste estudo que, considerando a inexistência de impostos, o custo de capital total de uma empresa e, por consequência, o valor desta, não depende de sua estrutura de capital. Logo, pela percepção dos autores, as decisões de financiamento não agregam valor para a organização, entretanto o que se apresenta como relevante são as decisões de investimentos, indicando a não existência de uma estrutura de capital ótima (MODIGLIANI; MILLER, 1958) conflitando-se com os achados de Durand (1952; 1959). Isto ocorreu pelo fato da mesma ser válida apenas em um contexto de mercado perfeito. O mercado perfeito não reflete a realidade presenciada nos mercados de capitais dos países, haja vista, que podem ocorrer imperfeições de mercado, as quais incluem os custos de falência, custos de agência, impostos e assimetria da informação, fatores estes que podem originar distorções no valor da organização e da estrutura de capital adotada pelas empresas (VIEIRA, 2013).

Posteriormente, Modigliani e Miller (1963) reavaliaram seu estudo e incluíram os benefícios fiscais do endividamento na análise da estrutura de capital das empresas. Neste novo estudo os autores abordaram que, pelo fato do governo subsidiar de forma indireta as despesas das empresas com juros, o custo de capital fornecido por terceiros seria menor em relação aos recursos próprios. Dessa forma, Modigliani e Miller (1963) passaram a considerar que a existência de vantagens fiscais obtidas por meio dos juros pagos pelo mercado são extremamente importantes e têm a capacidade de alavancar o valor das organizações devido aos benefícios tributários.

Esta ideia posteriormente forneceu a base para a teoria do *Trade-Off*, esta que prioriza a utilização de capital de terceiros. A partir dessa teoria, a captação de recursos junto a terceiros traz melhores resultados uma vez que fornece recursos menos onerosos, devido aos benefícios fiscais. Para Myers (1984), as empresas que adotam a ideia desta teoria maximizam seu valor, pois quando elevam seu nível de endividamento, conseqüentemente aumentam seus

benefícios fiscais. Mas existem certas consequências quando empresas adotam essa prática, uma vez que os custos de dificuldades financeiras também aumentarão, ou seja, existe a necessidade da empresa averiguar o máximo endividamento que traga a maximização de valor para a empresa.

Vale salientar que normalmente as empresas combinam dívidas, bem como, recursos próprios em relação a sua estrutura de capital, o que desencadeia o desenvolvimento da teoria *Trade-Off*. Além disso, a alavancagem é consequência da ponderação da aplicação dos recursos entre os custos e benefícios da organização (BRITO; LIMA, 2005).

Alguns anos depois de desenvolvida a teoria do *Trade-Off*, surge por meio dos trabalhos de Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), outro importante conceito teórico sobre a estrutura de capital, denominada de *Pecking Order*. Para Myers e Majluf (1984), essa teoria postula que a empresa apresenta capital capaz de desempenhar o crescimento das organizações, sendo isso um aspecto positivo. Segundo esta teoria, existe uma ordem de preferência na utilização dos recursos da empresa, visto que inicialmente devem ser priorizados os financiamentos por meio de recursos próprios, posteriormente, deve-se priorizar a captação de recursos junto a terceiros e, somente em um último caso, as empresas devem buscar recursos partindo da emissão de ações.

Vieira (2013) destaca que a teoria *Pecking Order* tem o intuito de hierarquizar a obtenção de recursos, sendo que, primeiramente a organização precisa utilizar os recursos proporcionados internamente e apenas deve ir à busca do financiamento externo quando os recursos que são gerados por meio das atividades da empresa não são suficientes.

Esta teoria indica que não há uma estrutura de capital bem definida para as organizações, o que aponta não existir um nível ótimo de endividamento, indo de encontro com a teoria do *Trade-Off*. Para tanto, a teoria do *Pecking Order* explica o fato das empresas que apresentam alta lucratividade terem preferência em contrair menos dívidas, até porque, o lucro obtido pela empresa é utilizado como fonte de financiamento próprio. Nas empresas que possuem baixa lucratividade ocorre o inverso, ou seja, as empresas necessitam de capital de terceiros para o financiamento dos seus projetos (BASTOS; NAKAMURA, 2009).

2.2 Estudos Anteriores

Foram encontrados diversos estudos que verificaram os determinantes da estrutura de capital das empresas em diversos contextos e países a partir da análise de fatores específicas da firma, macroeconômicas e institucionais como o estudo de Wald (1999), Booth *et al* (2001), Gaud *et al* (2005), Jõeveer (2006), De Jong, Kabir e Nguyen (2008), Terra (2007), Antoniou, Guney e Paudyal (2008), Bastos, Nakamura e Basso (2009), Li, Yue e Zhao (2009), Öztekin e Flannery (2012).

Wald (1999) em sua pesquisa verificou os fatores correlacionados com a estrutura de capital na Alemanha, Estados Unidos, França, Reino Unido e Japão. Os resultados encontrados pelo autor indicaram que, embora os fatores específicos da firma parecem ser semelhantes em todos os países, algumas diferenças permanecem, tais como, o nível de endividamento de longo prazo e o grau de risco das empresas, lucratividade, tamanho e crescimento. Para o autor, estas diferenças podem ser justificadas em função da política tributária dos países e problemas de agência, que refletem na estrutura de capital adotada por esses países, bem como, diferenças legais e institucionais.

Booth *et al* (2001) analisaram a estrutura de capital de empresas em 10 países em desenvolvimento e com diferentes fatores institucionais (Brasil, México, Índia, Coréia do Sul, Jordânia, Malásia, Paquistão, Tailândia, Peru e Estados Unidos). Os resultados encontrados pelos autores apontaram que as variáveis que explicaram a estrutura de capital nos países em desenvolvimento, são as mesmas variáveis que explicaram a estrutura de capital em países

desenvolvidos, como por exemplo, os Estados Unidos e países da Europa. Segundo a pesquisa, a assimetria da informação e os custos de agência são fatores que exercem forte influência nas decisões de financiamento. Além disto, os resultados apontaram que existem diferenças sistemáticas, pois fatores como crescimento econômico, desenvolvimento do mercado de capitais e a taxa de inflação, ou seja, fatores macroeconômicos e institucionais, tem impacto na forma de endividamento (estrutura de capital) das organizações nos diferentes países em desenvolvimento analisados.

Com o objetivo de analisar a estrutura de capital de empresas suíças, Gaud *et al* (2005) realizaram uma análise por meio do método de dados em painel a partir do período de 1991 a 2000. Verificaram que a dimensão das empresas e a importância dos ativos tangíveis estão positivamente relacionados com a alavancagem, enquanto que o crescimento e rentabilidade são negativamente associado com alavancagem. Verificaram ainda que as empresas suíças ajustam suas dívidas, mas o processo de ajuste é muito mais lento do que na maioria dos outros países. Para tanto, os autores argumentam que isso pode ser explicado a partir do contexto institucional.

Jõeveer (2006) explorou o significado dos fatores institucionais e macroeconômicos específicos em empresas para explicar a variação da alavancagem por meio do estudo sobre as fontes de estrutura de capital. Para tanto, foi utilizada uma amostra de empresas de nove países da Europa de Leste (Bulgária, República Checa, Estônia, Hungria, Romênia, Eslováquia, Letônia, Polônia, Lituânia). Jõeveer (2006) verificou que cerca da metade da variação da alavancagem está relacionada aos fatores específicos dos países, sendo explicada pelos fatores macroeconômicos e institucionais, enquanto que as demais variações na alavancagem são explicadas pelas diferenças institucionais não mensuráveis (por exemplo, de direito e de execução). Isso demonstra que as características institucionais e macroeconômicas dos países não são os fatores determinantes mais importantes para a determinação da estrutura de capital das empresas analisadas.

De Jong, Kabir e Nguyen (2008) apontaram a importância dos fatores específicos da firma e do país sobre o endividamento de empresas de 42 países. Os resultados indicaram que os fatores específicos da firma se diferem da estrutura de capital entre os países. Analisando o impacto direto dos fatores específicos dos países sobre a estrutura de capital das empresas, as evidências sugerem que a proteção aos direitos do credor, desenvolvimento do mercado de capitais e crescimento econômico exercem forte influência sobre a estrutura de capital das empresas. Em relação ao impacto indireto dos fatores específicos da firma dos países, verificaram que há evidências sobre aspectos legais, proteção dos acionistas e medidas macroeconômicas.

Terra (2007) verificou em que medida os fatores macroeconômicos são determinantes da estrutura de capital de uma amostra de sete países latino-americanos (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Venezuela) no período entre 1986 e 2000. Os resultados demonstraram que fatores específicos dos países analisados, tanto institucionais quanto macroeconômicos, embora significativos na explicação da estrutura de capital, não são determinantes decisivos do endividamento. Dada a evidência obtida na análise de dados em painel, ainda há fatores idiossincráticos desconhecidos que parecem ser decisivos na determinação da estrutura de capital das empresas da amostra.

Com o intuito de investigar como as empresas que operam em economias orientadas para o mercado de capitais (Reino Unido e Estados Unidos) e economias de banco (França, Alemanha e Japão) determinam a sua estrutura de capital, Antoniou, Guney e Paudyal (2008) realizaram uma análise a partir de dados em painel. Os resultados evidenciaram que a alavancagem é afetada positivamente pela tangibilidade dos ativos e tamanho das empresas, mas diminui com o aumento da rentabilidade da empresa, oportunidades de crescimento, e o

preço das ações, em ambos os tipos de economia. A alavancagem também é afetada pelas condições de mercado em que a empresa opera. O grau e a eficácia desses determinantes são dependentes de tradições jurídicas e financeiras do país. Os resultados também confirmam que as empresas francesas conseguem ajustar de forma mais rápida sua estrutura de capital em direção a seu nível-alvo, ao contrário das empresas japonesas, que são mais lentas. No geral, a estrutura de capital das empresas analisadas é fortemente influenciada pelo ambiente econômico e institucional, práticas de governança corporativa, sistemas fiscais, a relação devedor-credor, a exposição aos mercados de capitais e do nível de proteção dos investidores no país em que a empresa opera.

Bastos, Nakamura e Basso (2009) investigaram os determinantes da estrutura de capital, utilizando o método de dados em painel, para uma amostra de 388 empresas pertencentes às sete maiores economias da América Latina (México, Brasil, Argentina, Chile e Peru), no período 2001-2006. A partir de seis indicadores do nível de endividamento, evidenciaram os fatores específicos que apresentaram os resultados mais significantes: liquidez corrente, rentabilidade, *market to book value* e tamanho. Verificaram que a teoria do *Pecking Order* é a que melhor explica os resultados obtidos. Além disso, os resultados para os fatores macroeconômicos e institucionais não foram tão expressivos, exceto para as variáveis: crescimento do PIB, e em menor grau para as *proxies* sobre relevância do mercado de capitais, carga fiscal e tempo de abertura de um novo negócio.

No estudo de Li, Yue e Zhao (2009), os autores empregaram um conjunto único de dados para explorar o papel da estrutura de capital e de desenvolvimento institucional no financiamento da dívida das empresas chinesas não negociadas publicamente. Evidenciaram que a propriedade estatal está associada de forma positiva com a alavancagem e acesso das empresas ao endividamento de longo prazo. Já a propriedade estrangeira está associada negativamente com todas as medidas de alavancagem. A combinação de estruturas e instituições de propriedade explicam até 6% da variação total nas decisões de alavancagem das empresas, ao mesmo tempo, características das empresas por si só, não explicam mais de 8% da variação. Verificaram que as empresas não estatais tendem a ter uma dívida de curto prazo menor do que as estatais que estão localizadas em regiões menos desenvolvidas. Além disso, para as dívidas de longo prazo as empresas estatais apresentam relação positiva e com o desempenho da empresa, relação negativa.

Öztekin e Flannery (2012) compararam os ajustes de estrutura de capital das empresas em trinta e sete países e investigaram se as diferenças institucionais ajudam a explicar a variação na velocidade de ajustamentos estimados. Verificaram que as características institucionais se relacionam com velocidades de ajuste e são consistentes com a hipótese de que, melhores instituições reduzem os custos de transação associados com o ajuste de alavancagem de uma empresa. Tais associações entre os arranjos institucionais e velocidades de ajuste de alavancagem são consistentes com a teoria *Trade-Off* da escolha da estrutura de capital.

3 Metodologia

O presente estudo buscou verificar os determinantes da Estrutura de Capital das companhias abertas da União Europeia, considerando os fatores específicos da firma, macroeconômicos e institucionais. Para tanto, possui característica descritiva que decorrente da finalidade de descrever a situação identificada referente aos determinantes da estrutura de capital das empresas pertencentes à União Europeia. Quanto ao procedimento utilizado, a pesquisa caracteriza-se como documental. No tocante à abordagem do problema, esta pesquisa é classificada como quantitativa, visto que após a quantificação e mensuração dos

dados, foi aplicado um tratamento estatístico. Esta classificação utiliza-se das concepções teóricas de Vergara (2000), Martins e Theóphilo (2007) e Marconi e Lakatos (2010).

3.1 População e Amostra

No que tange a população e a amostra, a Tabela 1 descreve a distribuição das empresas com referência aos países que contemplam o delineamento do estudo (União Europeia), juntamente com os critérios utilizados para a seleção da amostra final do artigo. As empresas que constavam no setor “financeiro e outros” não foram analisadas, visto que apresentam características particulares, que podem distorcer os resultados do estudo.

Tabela 1 – Critérios de seleção da amostra

PAÍSES	SIGLA	QUANTIDADE INICIAL DE EMPRESAS NO BANCO DE DADOS THOMSON*	EMPRESAS QUE POSSUÍAM TODAS AS INFORMAÇÕES NECESSÁRIAS PARA O CÁLCULO DAS VARIÁVEIS*	AMOSTRA FINAL DO ESTUDO
Áustria	AU	94	28	28
Alemanha	AL	1295	166	166
Bélgica	BE	311	35	35
Bulgária	BU	383	45	45
Chipre	CH	139	31	31
Croácia	CR	193	4	0**
Dinamarca	DI	164	31	31
Eslováquia	SL	110	7	0**
Eslovênia	SN	46	17	0**
Espanha	SP	201	24	24
Estônia	ES	17	2	0**
Finlândia	FI	141	37	37
França	FR	1154	96	96
Grécia	GR	274	63	63
Hungria	HU	107	6	0**
Irlanda	IR	587	21	21
Itália	IT	344	101	101
Letônia	LE	34	9	0**
Lituânia	LI	40	12	0**
Luxemburgo	LU	31	13	0**
Malta	MA	420	2	0**
Países Baixos	PB	175	44	44
Polónia	PO	856	168	168
Portugal	PL	61	20	20
Reino Unido	RU	1758	348	348
Rep. Tcheca	TC	23	6	0**
Roménia	RO	373	7	0**
Suécia	SU	610	81	81
Total de empresas	-	9941	1424	1339

* sem empresas do setor financeiro.

** com exclusão de países pouco representativos.

Fonte: elaborada pelos autores, com base nos dados da pesquisa.

Por meio da Tabela 1 percebe-se que dos 28 países-membros da União Europeia, que compuseram a população do presente estudo, 11 foram excluídos da pesquisa, uma vez que após a exclusão das empresas que não possuíam todas as informações necessárias para o cálculo das variáveis do estudo a Croácia, República Tcheca, Estônia, Hungria, Letônia, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Roménia, Eslováquia e Eslovênia apresentaram uma

quantidade pouco representativa de empresas no período analisado (2010 – 2014). Por fim, a amostra final do estudo ficou composta por 1339 empresas.

3.2 Variáveis do Estudo e Técnica da Pesquisa

O Quadro 1 apresenta as variáveis que compõem a presente pesquisa, sendo uma variável referente a estrutura de capital (ET), sete variáveis referentes aos fatores específicos da firma (LC, TAN, ROA, OC, NPIR, TAM e RISC) e três dizem respeito aos fatores macroeconômicos e institucionais das empresas (CPIB, RPC e TAI).

Quadro 1 – Variáveis utilizadas no estudo

VARIÁVEL	SIGLA	CÁLCULO
Variável Dependente (Estrutura de Capital)	ET	$ET = \frac{PC + PELP}{AT}$
Variáveis Independentes (Específicas da Firma)	Liquidez Corrente	$LC = \frac{AC}{PC}$
	Tangibilidade	$TAN = \frac{AI - ETQ}{AT}$
	Rentabilidade do Ativo	$ROA = \frac{EBIT}{AT}$
	Oportunidades de Crescimento	$OC = \frac{Vendas\ t - Vendas\ t-1}{Vendas\ t-1}$
	Nível de Pagamento do Imposto de Renda	$NPIR = \frac{VIR}{EBT}$
	Tamanho da Empresa	$TAM = \text{Log}(ROL)$
	Risco de Negócio	$RISC = \frac{Desvpad\ do\ Ebit}{AT}$
Variáveis Independentes (Macroeconômicas e Institucionais)	Crescimento do PIB	CPIB = Média do crescimento do PIB
	Renda per Capita	$RPC = \log\left(\frac{Média\ do\ PIB}{População\ total}\right)$
	Taxa Anual da Inflação	TAI = Média da taxa anual de inflação

Legenda: PC – Passivo circulante; PELP – Passivo exigível a longo prazo; AT – Ativo total; AC – Ativo circulante; AI – Ativo imobilizado; ETQ – Estoques; VIR – Valor do imposto de renda; ROL – Receita operacional líquida;

Fonte: adaptado de Bastos, Nakamura e Basso (2009).

Percebe-se por meio do Quadro 1 que a variável que foi utilizada como dependente no estudo é o Endividamento Total, visto que busca-se verificar os fatores específicos da firma, institucionais e macroeconômicos que determinam o endividamento das empresas analisadas. Já as variáveis que foram utilizadas como independentes são tanto variáveis específicas da firma (Liquidez Corrente, Tangibilidade, Rentabilidade do Ativo, Oportunidade de Crescimento, Nível de Pagamento do Imposto de Renda, Tamanho da Empresa e Risco de Negócio), quanto macroeconômicas e institucionais (Crescimento do PIB, Renda per Capita e Taxa Anual de Inflação).

A variável de estrutura de capital e as específicas da firma foram coletadas na base de dados Thomson e, as variáveis macroeconômicas e institucionais foram coletadas no *WorldBank*, entre os dias 23 a 26 de novembro de 2015. Essas variáveis já foram utilizadas por Bastos, Nakamura e Basso (2009), em um estudo similar realizado com empresas da América Latina.

O método de análise de dados utilizado neste estudo, com vista a alcançar o objetivo pretendido, é dado pela regressão linear múltipla com parâmetros estimados pela técnica de Mínimos Quadrados Ordinários (OLS), a qual foi realizada por meio do *software* SPSS®. A equação de regressão linear múltipla utilizada é a apresentada a na Equação 1.

$$ET_{it} = \beta_0 + \beta_1 LT_{it} + \beta_2 TAN_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 OC_{it} + \beta_5 NPIR_{it} + \beta_6 TAM_{it} + \beta_7 RISC_{it} + \beta_8 CPIB_{it} + \beta_9 RPC_{it} + \beta_{10} TAI_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

As siglas utilizadas na Equação 1 representam as variáveis apresentadas no Quadro 1. Logo, por meio desta equação, pretende-se verificar se as variáveis específicas da firma, as macroeconômicas e institucionais determinam a estrutura de capital (Endividamento Total) das empresas da União Europeia. Cabe destacar ainda, que foram realizados dos testes de Kolmogorov-Smirnov para verificar a normalidade dos resíduos da regressão, o coeficiente de Durbin-Watson para a auto-correlação serial, os coeficientes VIF para identificação de possíveis problemas de multicolinearidade e o teste Pesaran-Pesaran para verificar problemas de heteroscedasticidade dos resíduos, os quais apresentaram resultados que não violam os pressupostos da regressão.

4 Análise e Discussão dos Resultados

Nesta seção apresentam-se os resultados encontrados por meio da Equação 1 de forma individual para cada país da amostra, sendo que pela extensão dos países analisados, a análise foi dividida em três partes. Na primeira parte, apresentam-se os determinantes da estrutura de capital das empresas dos países que possuem a maior quantidade de votos no conselho da União Europeia, segundo Medeiros e Campos (2009), ou seja, as empresas da Alemanha (29 votos), França (29 votos), Itália (29 votos), Reino Unido (29 votos), Espanha (27 votos) e Polônia (27 votos). Na segunda parte serão evidenciados os determinantes referentes às empresas dos Países Baixos (13 votos), Bélgica (12 votos), Grécia (12 votos), Portugal (12 votos), Áustria (10 votos), Bulgária (10 votos) e Suécia (10 votos), as quais apresentaram a segunda maior representatividade de votos no conselho da União Europeia. Por fim, na terceira parte, apresentam-se os determinantes das empresas com a menor quantidade de votos no conselho da União Europeia, ou seja, as empresas pertencentes a Dinamarca (7 votos), Finlândia (7 votos), Irlanda (7 votos) e Chipre (4 votos).

Na Tabela 2 apresentam-se os resultados das regressões das empresas pertencentes primeiro grupo de países, conforme mencionado acima.

Tabela 2 – Resultado das equações dos países classificados com maior representatividade de votos no conselho da UE

VARIAVEL \ PAÍS	Alemanha	França	Itália	Reino Unido	Espanha	Polônia
Constante	-0,338	2,780	-2,985	3,041*	-2,666	0,076
LC	-0,091*	-0,172*	-0,104*	-0,028*	-0,110*	-0,055*
TAN	-0,002	-0,049*	-0,014*	-0,002	-0,042*	-0,009*
ROA	-0,302*	1,801*	-1,163*	-0,169*	-0,930*	-0,375*
OC	-0,025**	-0,002	0,000	-0,002	0,021	0,000
NPIR	0,001	-0,010	-0,002**	-0,002	0,001	0,003
TAM	0,016*	0,016**	0,016*	0,038*	0,037*	0,014*
RISC	0,000	0,003**	0,003*	0,000	0,000	0,000
CPIB	0,003	0,021	-0,009	0,010	-0,012	-0,003
RPC	0,074	-0,218	0,338	-0,299*	0,270	0,029
TAI	-0,006	-0,036	-0,012	-0,006	-0,017	-0,002
R²	0,436	0,329	0,479	0,248	0,518	0,302
Sig. do teste f	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
D-W	1,867	1,763	1,975	1,939	1,658	2,092

Legenda: (i) D-W – Durbin-Watson; (ii)* Significância do teste t a nível de 1%. ** Significância do teste t a nível de 5%; (iii) Foram realizados os testes Kolmogorov-Smirnov, Durbin-Watson, VIF e Pesaran-Pesaran, com os quais se verificou que os pressupostos da regressão não foram violados.

Fonte: elaborada pelos autores, com base nos dados da pesquisa.

Dentre os resultados apresentados na Tabela 2, destaca-se os coeficientes de determinação dos modelos (R^2), que representam o quanto variância da variável dependente é explicada pelo modelo linear proposto (FIELDS, 2009). Para este estudo, o R^2 representa o quanto as variáveis específicas da firma, macroeconômicas e institucionais explicam a variável dependente estrutura de capital (Endividamento Total). Percebe-se que o coeficiente apresentou resultados diferentes nas empresas dos países analisados neste primeiro grupo, sendo que o R^2 foi, em média, próximo a 40% para este grupo. Destaca-se para tanto Espanha e Reino Unido que foram a maior e menor porção de determinação respectivamente.

O teste *Durbin-Watson* foi também utilizado no estudo com o intuito de verificar a existência de autocorrelação dos resíduos. De acordo com Hair Junior *et al* (2005), o valor do teste deve apresentar valor próximo de 2, indicando assim que não existem problemas de autocorrelação de primeira ordem entre os resíduos. Conforme apresentado na Tabela 2, verifica-se que, de forma geral, em todos os países tal teste apresentou resultados próximos a 2. Além disto, verificou-se que em todos os casos o modelo de regressão é significativo ao nível de 1%.

Por meio dos coeficientes evidenciados pelas regressões, percebe-se que a Liquidez Corrente apresentou em todos os países uma relação negativa e significativa com o Endividamento Total das empresas, logo quanto maior a Liquidez Corrente das empresas dos países com maior quantidade de votos no conselho da União Europeia, menor será o Endividamento Total das mesmas. Este achado leva a presumir que a Liquidez Corrente afeta negativamente o endividamento das empresas, apoiando a teoria do *Pecking Order*.

Outras variáveis que também apresentaram relação negativa e significativa com a Estrutura de Capital foram a Tangibilidade nas empresas da França, Itália, Espanha e Polônia, indicando que quanto maior a Tangibilidade das empresas nestes países menor será o Endividamento das mesmas. A Rentabilidade sobre o Ativo nas empresas pertencentes a Alemanha, Itália, Reino Unido, Espanha e Polônia, indicando que quanto maior esta variável menor o Endividamento Total das mesmas. O mesmo ocorre com a Oportunidade de Crescimento em empresas da Alemanha. Nota-se relação negativa da estrutura de capital com o Nível de Pagamento do Imposto de Renda nas empresas da Itália, com a Renda *per Capita* no Reino Unido. Esta última relação destaca-se como o único fator macroeconômico e institucional a relacionar-se com a estrutura de capital neste primeiro bloco de análise.

A variável Tamanho apresentou relação positiva e significativa nas empresas de todos os países classificados como maior representatividade de votos no conselho da União Europeia, indicando que quanto empresas maiores têm maior Endividamento Total. Além disto, em empresas francesas Rentabilidade do Ativo e Risco de Negócio apresentaram relação positiva e significativa com endividamento total. Esta última relação ocorreu também para empresas italianas.

A Tabela 3 evidencia os resultados encontrados por meio da Equação 1 nas empresas dos países classificados no grupo com a segunda maior quantidade de votos no conselho da União Europeia.

Por meio da Tabela 3 percebe-se que o R^2 das empresas dos Países Baixos, Bélgica, Grécia, Áustria, Bulgária e Suécia possuíram considerável poder de explicação das variáveis independentes sobre a variável de Estrutura de Capital. Portugal foi o único país a possuir o coeficiente de determinação abaixo dos 20%. O teste *Durbin-Watson* apresentou em todos os casos valores próximos a dois, variando de 1,845 a 2,459 e o modelo de regressão foi significativo também em todos os casos investigados.

Tabela 3 – Resultado das equações dos países classificados com segunda maior representatividade de votos no conselho da UE

VARIAVEL \ PAÍS	Holanda	Bélgica	Grécia	Portugal	Áustria	Bulgária	Suécia
Constante	-2,054	-1,480	-2,096	4,641	-0,418	-1,641	-0,065
LC	-0,118*	-0,037*	-0,129*	0,001	-0,115*	-0,028*	-0,065*
TAN	0,011	-0,006	-0,019*	0,009	-0,014*	0,000	-0,005
ROA	0,047	-0,468*	-0,931*	-1,060*	0,445**	0,059**	-0,213*
OC	0,023	-0,018	-0,051	0,048	-0,068	0,000	-0,001
NPIR	-0,023	0,006	0,000	0,026	-0,004	0,006*	0,004
TAM	0,001	0,015	-0,006	-0,006	0,044*	0,067*	0,031*
RISC	-0,001	0,002**	-0,003	-0,042	0,001	0,003	0,000
CPIB	-0,016	-0,006	0,007	0,017	0,001	-0,006	0,002
RPC	0,263	0,172	0,316	-0,379	0,025	0,113	0,010
TAI	-0,030	0,007	-0,017	0,027	-0,013	-0,002	-0,003
R ²	0,422	0,408	0,489	0,143	0,532	0,496	0,506
Sig. do teste f	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
D-W	1,845	2,080	2,176	2,459	2,011	2,111	1,948

Legenda: (i) D-W – Durbin-Watson; (ii) * Significância do teste t a nível de 1%. ** Significância do teste t a nível de 5%; (iii) Foram realizados os testes Kolmogorov-Smirnov, Durbin-Watson, VIF e Pesaran-Pesaran, com os quais se verificou que os pressupostos da regressão não foram violados.

Fonte: elaborada pelos autores, com base nos dados da pesquisa.

Referente às relações evidenciadas, novamente verificou-se que a Liquidez Corrente apresentou relação negativa e significativa com a Estrutura de Capital na maioria dos países investigados (com exceção de Portugal), o que reforça que quanto maior a Liquidez Corrente das empresas da União Europeia, menor o nível de Endividamento Total das empresas. O Retorno sobre Ativo também conservou relação significativa com o endividamento em todos os países exceto a Holanda. Entretanto, para Bélgica, Grécia e Portugal a relação é negativa, contrapondo os resultados de Áustria, Bulgária e Suécia com uma relação positiva. A Tangibilidade apresentou relação negativa e significativa nas empresas da Grécia e da Áustria, indicando que quanto maior a Tangibilidade, menor o Endividamento Total das mesmas.

Frente às relações positivas e significativas evidenciadas, percebe-se que diferente do achado anterior, somente as empresas de alguns países apresentaram relação positiva e significativa entre o Tamanho e o Endividamento, sendo as mesmas pertencentes à Áustria, Bulgária e Suécia. Além disto, percebem-se por meio da Tabela 3 alguns casos específicos de relações positivas e significativas, como por exemplo, a relação entre a Rentabilidade sobre o Ativo e o Endividamento nas empresas da Áustria e Bulgária, a relação do Nível de Pagamento do Imposto de Renda com o Endividamento Total nas empresas da Bulgária e também uma relação entre o Risco de Negócio e o Endividamento nas empresas da Bélgica.

Por fim, a Tabela 4 evidencia os resultados obtidos por meio das regressões realizadas com os dados das empresas da Dinamarca, Finlândia, Irlanda e Chipre.

Os coeficientes de correlação das empresas evidenciadas na Tabela 4 apresentaram poder de explicação médio de 40% a 50%, dando destaque ao caso da Finlândia com um percentual de 65,6%, maior dentre todos os países. Referente ao teste Durbin-Watson, as empresas apresentaram valores próximos a 2 e, em todos os casos o modelo de regressão utilizado mostraram-se significativo a nível de 1%.

Percebe-se que a Liquidez Corrente novamente relaciona-se com a Estrutura de Capital das empresas de forma negativa e significativa em todos os países considerados de menor representatividade nos votos do conselho da União Europeia. Além desta variável, a Rentabilidade do Ativo também apresentou relação negativa e significativa com o Endividamento Total nas empresas da Finlândia e Irlanda. Alguns casos específicos de

relação negativa e significativa foram evidenciados nas empresas da Finlândia e Chipre frente à relação entre a Tangibilidade e Endividamento Total e nas empresas da Irlanda, frente à relação das variáveis Oportunidade de Crescimento e Risco de Negócio com a variável Endividamento Total.

Tabela 4 - Resultado das equações dos países classificados com menor representatividade de votos no conselho da UE

VARIÁVEL \ PAÍS	Dinamarca	Finlândia	Irlanda	Chipre
Constante	0,725	-1,451	-13,924	-0,997
LC	-0,216*	-0,089*	-0,078*	-0,007*
TAN	-0,002	-0,064*	0,140*	-0,005*
ROA	-0,059	-0,391*	-0,974*	-0,360
OC	-0,061	0,015	-0,213*	0,004**
NPIR	-0,001	0,004	0,003	0,000
TAM	0,011	0,031*	-0,034	0,012
RISC	0,002	0,006*	-0,043*	-0,003
CPIB	-0,002	-0,002	-0,025	-0,006
RPC	-0,006	0,144	1,433	0,138
TAI	-0,006	0,001	0,004	-0,012
R ²	0,456	0,499	0,656	0,253
Sig. do teste f	0,000	0,000	0,000	0,000
D-W	1,785	1,943	2,296	2,108

Legenda: (i) D-W – Durbin-Watson; (ii) * Significância do teste t a nível de 1%. ** Significância do teste t a nível de 5%; (iii) Foram realizados os testes Kolmogorov-Smirnov, Durbin-Watson, VIF e Pesaran-Pesaran, com os quais se verificou que os pressupostos da regressão não foram violados.

Fonte: elaborada pelos autores, com base nos dados da pesquisa.

Na Finlândia o Tamanho também apresentou relação positiva e significativa com a Estrutura de Capital, indicando que quanto maior o Tamanho das empresas, maior seu Endividamento Total. Já as variáveis Tangibilidade, Oportunidade de Crescimento e Risco de Negócio apresentaram de forma mais isolada uma relação positiva com a Estrutura de Capital, sendo a relação da Tangibilidade evidenciada na Irlanda, a relação da Oportunidade de Crescimento no Chipre e a relação do Risco de Negócio evidenciada na Finlândia.

Percebe-se que, de forma geral, várias variáveis específicas da firma apresentaram-se como determinantes da Estrutura de capital nas empresas da União Europeia, com destaque para a relação negativa e significativa da Liquidez Corrente e a relação positiva e significativa evidenciada na variável Tamanho. Os estudos desenvolvidos por Antoniou, Guney e Paudyal (2008), e Bastos, Nakamura e Basso (2009) corroboram com estes achados, visto que também evidenciaram que as variáveis Liquidez Corrente e Tamanho possuem relação com a Estrutura de Capital das empresas. Além disto, os achados do presente estudo de que algumas influências são casos específicos de alguns países corroboram com os resultados evidenciados por De Jong, Kabir e Nguyen (2008), de que fatores específicos da firma se diferem da estrutura de capital entre os países.

Por outro lado, verificou-se que, de forma geral, praticamente nenhuma variável macroeconômica e institucional apresentou-se como fator determinante da estrutura de capital nas empresas da União Europeia, com exceção da Renda *per Capita* que apresentou uma relação negativa e significativa de forma isolada nas empresas do Reino Unido. Tal resultado não corrobora com os achados na América Latina realizados por Bastos, Nakamura e Basso (2009), pois os mesmos evidenciaram relações significativas entre principalmente o Crescimento do PIB e a Estrutura de Capital das empresas. Além deste estudo, os achados evidenciados por Booth *et al* (2001) também foram positivos em relação aos fatores

macroeconômicos e institucionais, visto que os mesmos apresentam impacto na Estrutura de Capital das empresas analisadas, não corroborando com os resultados da presente pesquisa. No entanto, este estudo corrobora com os resultados encontrados por Jõeveer (2006) e Terra (2007), visto que demonstraram que os fatores macroeconômicos e institucionais, embora significativos em alguns momentos na explicação da estrutura de capital, não são determinantes decisivos do endividamento.

5 Considerações Finais

Este estudo verificou, dentre um conjunto de fatores específicos da firma, institucionais e macroeconômicos os determinantes da estrutura de capital das empresas pertencentes à União Europeia. Para consecução do objetivo proposto, procedeu-se uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa por meio de análise documental. De um total de 28 países-membros da União Europeia 17 países compuseram a amostra final e foram analisados no período de 2010 a 2014. Para a análise dos resultados utilizou-se um modelo de regressão linear múltipla com parâmetros estimados por mínimos quadrados ordinais para verificar quais são os determinantes da estrutura de capital.

Diante dos resultados supracitados na Análise e Discussão dos Resultados, nota-se que as variáveis específicas da firma, Liquidez Corrente e Tamanho, são consideradas como os determinantes da Estrutura de Capital das empresas pertencentes aos países da União Europeia, uma vez que na maioria das empresas dos países analisados, tais variáveis apresentaram relação significativa com o Endividamento Total. Outras variáveis que se apresentaram significativas para alguns dos países analisados foram a Tangibilidade, o Risco do Negócio, o Nível de Pagamento do Imposto de Renda e a Renda *per Capita*, evidenciando assim que tais fatores institucionais são considerados determinantes da Estrutura de Capital somente em alguns casos específicos.

No entanto, os fatores institucionais e macroeconômicos, de uma forma geral, não se apresentaram como determinantes da Estrutura de Capital das empresas analisadas, com exceção da variável Renda *per Capita* que apresentou uma relação negativa e significativa de forma isolada nas empresas do Reino Unido. Este resultado demonstrou que os países da União Europeia necessitam aprimorar a questão da utilização dos fatores institucionais e macroeconômicos como alternativas para melhorar a Estrutura de Capital e até mesmo utilizar estes fatores para a determinação do Endividamento Total, visto que são muito importantes para o desenvolvimento dos países analisados.

Conclui-se em relação à Estrutura de Capital (Endividamento Total) que as empresas pertencentes à União Europeia, estão apoiadas na teoria do *Pecking Order*, visto que os fatores determinantes da Estrutura de Capital estão relacionadas de forma negativa com o Endividamento Total Contábil. As limitações deste estudo consistem na impossibilidade da generalização dos resultados, visto que foram analisadas apenas as empresas que compreendem os países da União Europeia, no período de 2010 a 2014. Recomenda-se, para trabalhos futuros, que seja ampliada ou alterada a amostra da pesquisa visto que uma nova amostra permitirá a utilização deste estudo para fins de comparabilidade dos resultados.

Referências

ANTONIOU, A.; GUNNEY, Y.; PAUDYAL, K. The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions. **Journal of financial and quantitative analysis**, Cambridge, v. 43, n. 1, p. 59-92, 2008.

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

BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; BASSO, L. F. C. Determinants of capital structure of publicly-traded companies in Latin America: the role of institutional and macroeconomic factors. **Journal of International Finance and Economics**, Reino Unido, v. 9, n. 3, p. 24-39, 2009.

BOOTH, L.; AIVAZIAN, V.; DEMIRGUE-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. Capital structures in developing countries. **The Journal of Finance**, Reino Unido, v. 56, n. 1, p. 87-130, 2001.

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

BRITO, R. D.; LIMA, M. R. A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: o caso do Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 59, n. 2, p. 177-208, 2005.

CORREA, C. A.; BASSO, L. F. C.; NAKAMURA, W. T. The capital structure of largest Brazilian firms: an empirical analysis of the Pecking Order and trade-off theories, using panel data. **Revista de Administração da Mackenzie**, São Paulo, v. 14, n. 4, p. 106-133, 2013.

CURY, A. D. B. **Determinantes do endividamento e risco financeiro no Brasil**. 2011. 44 f. Dissertação (Mestrado Profissional) - Escola de Economia da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2011.

DE JONG, Abe; KABIR, Rezaul; NGUYEN, Thuy Thu. Capital structure around the world: The roles of firm-and country-specific determinants. **Journal of Banking & Finance**, Canadá, v. 32, n. 9, p. 1954-1969, 2008.

DURAND, D. Cost of debt and equity funds for business: trends and problems in measurement. In: CONFERENCE ON RESEARCH IN BUSINESS FINANCE, 1952, New York. Proceedings... New York: National Bureau of Economic Research, 1952, p. 215-262.

DURAND, D. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: comment. **The American Economic Review**, *Pittsburgh*, v. 49, n. 4, p. 639-655, 1959.

FIELDS, A. **Descobrendo a estatística usando SPSS**. 2. ed. Porto Alegre: Artmed, 2009.

FORTE, D.; BARROS, L. A.; NAKAMURA, W. T. Determinants of the capital structure of small and medium sized Brazilian enterprises. **Brazilian Administration Review**, Rio de Janeiro v. 10, n. 3, p. 347-369, 2013.

GAUD, P.; JANI, E.; HOESLI, M.; BENDER, A. The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data. **European Financial Management**, Reino Unido, v. 11, n. 1, p. 51-69, 2005.

HAIR JUNIOR, J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; Black, W. C. **Análise Multivariada de dados**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

JÕEVEER, K. Sources of capital structure: Evidence from transition countries. **Working Paper Series**, Lisboa, n. 306, p. 1-24, 2006.

LI, K.; YUE, H.; ZHAO, L. Ownership, institutions, and capital structure: Evidence from China. **Journal of Comparative Economics**, Cambridge, v. 37, n. 3, p. 471-490, 2009.

MARCONI, M. D. A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de metodologia científica**. São Paulo: Atlas, 2010.

MARTINS, G. de A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.

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

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American Economic Review**, *Pittsburgh*, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.

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

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of financial economics**, Rochester, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.

ÖZTEKIN, Ö.; FLANNERY, M. J. Institutional determinants of capital structure adjustment speeds. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 103, n. 1, p. 88-112, 2012.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas. **Revista de Administração Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 7, n. 1, p. 9-35, 2003.

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

VIEIRA, E. Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Portuguesas Cotadas. **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**, Lisboa, v. 12, n. 1, p. 38-51. 2013.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo, Atlas, 2000.

WALD, J. K. How firm characteristics affect capital structure: an international comparison. **The Journal of Financial Research**, Reino Unido, v. 22, n. 2, p. 161-187, 1999.