

**O NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO E OS DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE
CAPITAL DAS EMPRESAS LISTADAS NO NOVO MERCADO DA
BM&FBOVESPA**

*DEBT LEVEL AND THE DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE OF COMPANIES LISTED
ON BOVESPA'S NEW MARKET*

Bheatriz Regina **MANTEZELLI**

Universidade Metodista de Piracicaba - UNIMEP
bxb_bheatriz@hotmail.com

Fábio Chaves **NOBRE**

Universidade Federal Rural do Semiárido – UFERSA
fabio.nobre@ufersa.edu.br/fcnobre@gmail.com

Liana Holanda Nepomuceno **NOBRE**

Universidade Federal Rural do Semiárido – UFERSA
liananobre@ufersa.edu.br

Adail José de **SOUSA**

Universidade Federal de Mato Grosso – UFMT
ajsousabr@uol.com.br

José Francisco **CALIL**

Universidade Metodista de Piracicaba – UNIMEP
jfcail@unimep.br

Artigo recebido em 05/2017 – Aprovado em 11/2017

Resumo

O objetivo deste trabalho é identificar o nível de endividamento e os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas listadas na BM&F BOVESPA no setor Novo Mercado. A metodologia é de natureza quantitativa, descritiva e analítica, a amostra totalizou em 122 empresas listadas do setor. O período considerado foi do primeiro trimestre de 1987 ao segundo trimestre de 2015. A regressão referente ao primeiro modelo (CIRC/AT) mostrou-se significantes. A variável “tamanho da empresa” mostrou-se significativa, bem como a variável crescimento. No segundo modelo (ELP/AT) os achados desta pesquisa corroboram com os achados da pesquisa de Brito, Corrar e Batistela (2007) no que se referente aos sinais e a significância do modelo. Contudo o quarto modelo (EXIG/AT) evidenciou que as variáveis Tamanho, Permanente e Crescimento apresentaram-se não significantes na pesquisa e difere dos resultados dos autores Brito, Corrar e Batistela (2007).

Palavras-chave: Estrutura de Capital; Endividamento; Determinantes da Estrutura de capital

<http://periodicos.unifacef.com.br/index.php/rea>

ABSTRACT

The objective of this study is to identify the debt level and the determinants of capital structure of companies listed on the Novo Mercado of BM&F BOVESPA. The methodology's nature is quantitative, descriptive and analytical; the sample amounted to 122 companies listed on segment. The period considered was from the first quarter of 1987 to the second quarter of 2015. Regression related to the first model (CIRC/AT) proved to be significant. The variable "company size" was significant, as well as the variable growth. In the second model (ELP/AT) the findings of this research corroborates Brito, Corrar and Batistela (2007) findings, as referring to the signs and significance of the model. However, the fourth model (EXIG/AT) proved to be the variables size, Permanent and growth presented themselves not to be significant at this research and that differs from authors Brito, Corrar and Batistela (2007) results.

KEYWORDS: Capital Structure; Debt Level; Determinants of Capital Structure

1 INTRODUÇÃO

Nos últimos 60 anos o tema estrutura de capital vem sendo discutido e analisado nos meios acadêmicos, porém ainda controverso na teoria das Finanças, para Figueiredo (2007), houve uma evolução no comportamento das empresas, com isso surge a necessidade de novos estudos na área de Finanças Corporativas, trazendo novas formas de tratar temas considerados já consagrados como a teoria de estrutura de capital.

Para Nascimento (2012), em um mundo de economia globalizada e capitalista, onde as empresas interagem e competem entre si, surgindo a necessidade de resultados cada vez melhores, por meios de estratégias corporativas de mais efetividade, e de decisões de estrutura de capital, no que diz respeito às fontes e estratégias de financiamento de recursos para investimentos. Batista et al. (2005) afirmam que a estrutura de capital é uma área importante para a tomada de decisões, afetando diretamente as decisões de investimento, custo de capital, e o valor de mercado da ação.

Estudos teóricos sobre as decisões de estrutura de capital começaram com Durand (1952), e tomou uma grande dimensão com Modigliani e Miller (1958), representando as teorias tradicionalistas ou convencionais. No estudo de Durand (1952), havia uma estrutura ótima de capital que fosse capaz de maximizar o valor da empresa, segundo ele a estrutura ótima de capital seria aquela que com o aumento do endividamento a empresa alcançasse o menor custo de capital possível e respectivamente aumentaria seu valor. A teoria defendida por Modigliani e Miller (1958), foi a de que o custo de capital da empresa independe do nível de endividamento, esta afirmação recebeu muitas críticas levando os autores a refazerem a pesquisa em 1963, quando consideraram a influência no valor da empresa dos benefícios fiscais e que as levaria a se alavancar, e assim aumentando o endividamento (NASCIMENTO, 2012).

Os estudos recentes sobre estrutura de capital têm se concentrado no empirismo com foco em economias emergentes como evidencia os achados de Matemilola et al (2015) para a Malásia, Banerjee e De (2015) para a Índia, Chadha e Sharma (2015) Índia também, Kahuria e Waweru (2015) para Nairobi/Quênia, Campos e Nakamura (2015) para o Brasil e Kara e Erdur (2015) para a Turquia. Estes estudos têm focado nas fontes de financiamento, estrutura ótima de capital e seus determinantes e contribuindo com a literatura financeira sobre esses países.

A estrutura de capital, as fontes de financiamento de uma empresa e a forma com que ela maximiza sua lucratividade são de grande importância para a organização, tendo em vista que o seu correto planejamento e gestão influenciam na viabilidade de novos projetos, no crescimento, no desenvolvimento e até mesmo na sobrevivência ou não de uma organização (FERREIRA FILHO, et al., 2011). Portanto uma das tarefas do gestor financeiro é encontrar o ajuste adequado para a composição do capital próprio e endividamento a fim de reduzir o risco e aumentar os resultados e o valor da empresa, tratando-se de uma escolha estratégica fundamental, que pode valorizar ou destruir, um negócio (CHAMEH, 2011).

Diante do exposto surge a seguinte questão: Qual o nível de endividamento e quais os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas listadas no setor Novo Mercado da BM&F BOVESPA?

2 ESTRUTURA DE CAPITAL

No decorrer dos anos, muitos estudos empíricos sobre estrutura de capital tiveram por base os achados de Modigliani e Miller (1958), esses pioneiros começaram a observar a diversidade de fatores que podem compor a estrutura de capital das organizações (DANIEL, F. P. et al. 2015).

Desde o trabalho sobre estrutura de capital de Modigliani e Miller (1958), e suas três principais teorias, muitos estudiosos tem buscado as devidas explicações para a estrutura de capital das empresas: a teoria Trade Off, a teoria de hierarquia, e o Market Timing. A teoria Trade Off é centrado na idéia de que as empresas têm uma estrutura de capital ótima, que pressupõe uma relação de endividamento e explica este fato através de um Trade Off entre os impostos e outros benefícios contra as dificuldades financeiras e outros custos que são conseqüências do endividamento (GIORGIO C. et al. 2014).

Nos diversos e amplos temas relacionados a finanças, a estrutura de capital segundo Nisiyama e Nakamura (2015), permeia uma parte das finanças corporativas que ainda é muito controverso como, também, inter-relacionam-se com os mais diversos aspectos corporativos, tanto no campo teórico ou nas corporações propriamente ditas. A estrutura de capital tem sido pesquisada nos mais diversos aspectos, principalmente, envolvendo variáveis corporativas que estão associadas direta ou indiretamente e estão ligadas às decisões de estrutura de capital (NISIYAMA e NAKAMURA, 2015).

No vasto campo das teorias sobre estrutura de capital outras teorias, também, são estudadas, uma delas talvez por ser mais recente é a teoria do equity market timing

que juntamente com os estudos sobre finanças comportamentais muito tem colaborado para reforçar os conceitos sobre equity market timing visando a melhor compreensão sobre a estrutura de capital das organizações. Dentre os diversos temas sobre finanças a estrutura de capital tem sido um dos mais discutidos (NISUYAMA e NAKAMURA, 2015).

A discussão sobre estrutura de capital segundo Nisiyama e Nakamura (2015), iniciou com a publicação Modigliani e Miller (1958) sobre o custo do capital, finanças corporativas e a teoria do investimento essa publicação leva a refletir sobre a estrutura de capital e sua irrelevância para o valor da empresa, mesmo com diversas pesquisas teóricas e empíricas, o tema estrutura de capital, ainda, suscita diversas opiniões conflitantes e as respostas não são conclusivas em relação ao nível ótimo endividamento que demonstre a correta maximização do valor da empresa.

A estrutura de capital direta ou indiretamente envolve outras teorias que se confrontam em busca de uma resposta ou solução que seja mais adequada a cada modelo organizacional, pela trade-off theory ou teoria do equilíbrio sugere que teoricamente o endividamento ideal se atinge quando o valor presente fiscal que resulta de um endividamento adicional seja igualmente compensado nivelado pelo aumento do valor presente dos custos que advêm das tensões financeiras ou mesmo pela endividamento elevado dos custos de agência que estão diretamente relacionados com as dívidas e até mesmo ao capital próprio. Os custos de agencia decorrem, principalmente, dos conflitos de interesse que advêm dos relacionamentos entre seus diversos agentes, sendo eles os acionistas, gestores e os credores, tendo em vista que cada um desses agentes buscam sua maximização (JENSEN; MECKLING, 1976).

Para Baker e Wurgler (2002) e Elsas e Florysiak (2015), os autores entendem que o Pecking Order Theory ou teoria da hierarquia das fontes que busca demonstrar sua base na assimetria de informações dentro do mercado financeiro que, ainda, sugere que as organizações sigam preferencialmente uma ordem hierárquica, visando que as empresas primeiramente utilizem seus fundos que são gerados internamente para que a posteriori possam emitir papéis de suas dívidas e a curto/médio espaço de tempo possa emitir novas ações. Nessa teoria não existe uma estrutura ótima por definição e que faça a combinação da sua dívida e do capital próprio. Conforme essa teoria o índice de endividamento que se observa em cada empresa é o reflexo das suas necessidades reprimidas de financiamento (BAKER e WURGLER, 2002) e (KAHURIA e WAWERU, 2015).

Outra teoria importante e deve ser melhor explorada é a equity market timing que trata da prática de emissão de papéis, ou seja, ações quando seu preço pela movimentação dos mercados está em alta e de recompra-las por preços bem abaixo, dessa forma afeta diretamente a estrutura de capital, devendo observar se o market timing é capaz de impactar a empresa de forma a observar se é de longo prazo ou é somente um impacto de curto prazo. Nas pesquisas sobre estrutura de capital se observa que não existe uma estrutura ótima de capital, sendo assim, as decisões de financiamento provenientes do market timing deverá acumular-se ao longo do tempo resultante de uma estrutura de capital (BAKER e WURGLER, 2002).

3 DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL

Segundo Sant'Ana e Silva (2015) as empresas e seu nível de endividamento está vinculado a modalidade de como as empresas se financiam, entretanto, sobre este ponto tem levado os pesquisadores dar continuidade nas investigações sobre a teoria das finanças. Observando as determinantes sobre a estrutura de capital, a teoria tradicional demonstra que a estrutura conduz à maximização do valor da empresa, entretanto Modigliani e Miller (1958) observam que essa estrutura de capital não é capaz de influenciar o valor da empresa.

A teoria apresentada por Modigliani e Miller (1963) se contradiz com os estudos de Miller (1977) quando o mesmo afirma que o conhecimento sobre o comportamento da taxa de juros é importante e serve como base para a construção de uma estrutura de capital ótima, podendo aumentar o valor da empresa através da utilização de dívidas desde que essas possam ser deduzidas das rendas tributáveis (SANT'ANA e SILVA, 2015). A teoria de eficiência do mercado vem da premissa onde os preços dos títulos acionários das empresas refletem todas as informações, entendidas, como importantes para a tomada de decisões gerenciais, imputadas em um mercado perfeito, não havendo ocorrência de assimetria da informação. (CAMARGOS e BARBOSA, 2003).

As contradições sobre estrutura de capital ou determinante da estrutura de capital são constantes, pois segundo Modigliani e Miller (1958) não existem mercados eficientes, segundo Famá (1970) em uma análise conjunta de preços e retorno do mercado de ações abordado em diversos estudos, classificou-se o nível de atenção do mercado como fraco, isso quando se levava em conta o custo histórico no mercado de capitais. Famá (1970) em uma segunda classificação sobre qual o nível de atenção, o mesmo foi denominado como semiforte, tendo em vista a rapidez como os preços se ajustam, oferecendo maior ganho na qualidade das informações dirigidas aos seus usuários (CAMARGOS e BARBOSA, 2003).

Em um último grau de classificação foi considerado como forte, tendo em vista prevalecer uma maior preocupação da cúpula de gestão com o gerenciamento das informações, no qual se demonstrou o desenvolvimento de ações que pudesse amenizar os efeitos da assimetria de informação como, também, evidenciar os preços negociados em um mercado corrente em vez de se basear no custo histórico (FAMÁ, 1970).

Segundo Camargo e Barbosa (2003), depois de uma série estudos sobre estrutura de capital, Myers (1984) busca a divisão da estrutura de capital a luz de duas correntes teóricas, sendo elas: Static Trade Off e a Pecking Order Theory. A teoria do Trade Off enfatiza que as empresas devem focar em uma estrutura de capital ótima, visando a maximização dos resultados e minimizar o máximo possível os custos referentes ao endividamento. Entretanto à teoria Pecking Order não foca na direção do nível ótimo de capital, mas somente visando alcançar um modo hierárquico em relação às preferências de tipos diferentes de financiamento. Desse modo tratando-se do modelo Trade Off, David, et al. (2009) demonstram que a inferência a questão tributária deve impactar diretamente no benefício da dívida em detrimento ao patrimônio líquido.

Segundo Myers (1977) expõe uma lacuna em sua teoria, tendo em vista e demonstrar as possíveis motivações que uma empresa necessita para obter mais financiamentos

em relação às demais empresas. Com fundamento na teoria Trade Off, foca-se na distribuição de dividendos, onde os mesmos devem ocorrer conforme os ajustes determinados em relação às metas de remuneração, visando, sempre, alcançar um nível ideal de endividamento, observando ser uma medida defensiva em detrimento a redução na distribuição dos dividendos, sempre que houver instabilidade financeira (MYERS, 1984).

Conforme Myers e Majluf (1984), a teoria Pecking Order trabalha a hierarquização das fontes de financiamento conforme já enfatizado nas pesquisas de Modigliani e Miller (1958), onde primeiramente se considera a ordem de preferência em detrimento a retenção de recursos gerados internamente, como, também, a emissão de novas dívidas e a emissão de novas ações ao mercado. Observa-se que a demonstração vista por um outro prisma pode ser compreendida como um processo de endividamento perigoso, entretanto se devidamente acompanhada de uma gestão eficiente poderá evitar problemas de assimetria, uma vez que tudo está sobre o controle eficiente e eficaz do gestor (MYERS, 2001).

Segundo Rajan e Zingales (1995), no entendimento sobre a teoria Pecking Order, as organizações que possuem maior controle na geração de resultados positivos tendem a apresentar um menor nível de endividamento. Dessa forma as empresas pouco lucrativas possuem uma tendência em ser mais endividadas, tendo em vista sua necessidade de utilizarem uma maior proporção de recursos de terceiros, mas sempre com foco que cada empresa deve possuir uma estrutura de capital ótima. Sendo assim, a Teoria da Pecking Order demonstra que as empresas que faz a opção de utilizarem primeiramente a possibilidade do auto financiamento e somente a posteriori, em caso de necessidade, utilizar-se do financiamento externo consiste na opção das organizações de utilizarem primeiramente da possibilidade do autofinanciamento e, somente posteriormente, caso necessário, recorre-se ao financiamento externo (VIEIRA e NOVO, 2010).

Dessa forma compreende-se na teoria de finanças que o endividamento modifica-se pela descontinuidade ou desequilíbrio, em sua maior, dos fluxos de caixa internos e provavelmente de investimentos que não são contratados, tendo em vista a possibilidade do estabelecimento de uma estrutura de capital ótima, mas consciente de uma necessidade de recursos externos para devida operacionalização da organização (SHYAM-SUNDER e MYERS, 1999).

4 METODOLOGIA

O presente estudo verificou o nível de endividamento e os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas listadas no segmento Novo Mercado da BM&F BOVESPA e se caracteriza como uma pesquisa descritiva e quantitativa, uma vez que a pesquisa descritiva de acordo com Andrade (2002, apud BEUREN, 2009, p.81), “preocupa-se em observar os fatos, registra-los, analisa-los, classifica-los e interpreta-los, e o pesquisador não interfere neles”, e Gil (2002, p.42) enfatiza que “a pesquisa descritiva tem como principal objetivo descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre as variáveis”,

já sua característica quantitativa deve-se pela utilização de ferramentas estatísticas na sua elaboração (BEUREN, 2009).

Utilizou-se a análise documental como procedimento de coleta, foram coletadas as demonstrações contábeis trimestrais das empresas listadas no segmento de governança Novo Mercado, cujas ações são negociadas na bolsa de valores, BM&F BOVESPA, constantes no banco de dados do software ECONOMATICA®, no período de 1987 a 2015. Como instrumento de coleta de dados auxiliares, foram utilizadas as informações contidas no site BM&F BOVESPA. A amostra obtida foi composta por 122 empresas listadas no segmento Novo Mercado (quadro 1), extraída de uma população de 133 empresas listadas neste segmento (apêndice A).

Quadro 1 – Empresas analisadas

Denominação Bovespa			
ALIANSC	EMBRAER	LOPES BRASIL	RUMO LOG
ANIMA	ENERGIAS BR	LUPATECH	SAO CARLOS
AREZZO CO	ENEVA	M.DIASBRANCO	SAO MARTINHO
ARTERIS	EQUATORIAL	MAGAZ LUIZA	SER EDUCA
B2W DIGITAL	ESTACIO PART	MAGNESITA SA	SIERRABRASIL
BEMATECH	EVEN	MARFRIG	SLC AGRICOLA
BIOSEV	EZTEC	METAL LEVE	SMILES
BMFBOVESPA	FIBRIA	METALFRIO	SOMOS EDUCA
BR BROKERS	FLEURY	MINERVA	SPRINGS
BR INSURANCE	GAFISA	MMX MINER	TARPON INV
BR MALLS PAR	GENERALSHOPP	MRV	TECHNOS
BR PHARMA	GRENDENE	NATURA	TECNISA
BR PROPERT	HELBOR	ODONTOPREV	TEGMA
BRASILAGRO	HYPERMARCAS	OGX PETROLEO	TEMPO PART
BRF SA	IDEIASNET	OSX BRASIL	TEREOS
CCR SA	IGUATEMI	OUROFINO S/A	TIM PART S/A
CETIP	IMC S/A	PARANAPANEMA	TIME FOR FUN
CIA HERING	INDS ROMI	PARCORRETORA	TOTVS
CIELO	IOCHP-MAXION	PDG REALT	TRACTEBEL
COSAN	JBS	PETRORIO	TRISUL
COSAN LOG	JHSF PART	PORTO SEGURO	TRIUNFO PART
CPFL ENERGIA	JSL	PORTOBELLO	TUPY
CPFL RENOVAV	KROTON	POSITIVO INF	ULTRAPAR
CR2	LE LIS BLANC	PROFARMA	UNICASA
CVC BRASIL	LIGHT S/A	PROVIDENCIA	V-AGRO
CYRE COM-CCP	LINX	PRUMO	VALID
CYRELA REALT	LOCALIZA	QGEP PART	VIGOR FOOD
DASA	LOCAMERICA	QUALICORP	VIVER
DIRECIONAL	LOG-IN	RENAR	WEG
DURATEX	LOJAS MARISA	RODOBENSIMOB	
ECORODOVIAS	LOJAS RENNER	ROSSI RESID	

Fonte: Elaboração Própria

Excluiu-se da amostra as empresas: BBSeguridade, BCO Brasil, CCX Carvão, Copasa, CSU Cardsyst, Eternit, Fer Heringer, Mills, Multiplus, Raia Drogasil e Sabesp, pois estas

não apresentavam em demonstrações financeiras para o período considerado nesta pesquisa, ou seja, foi do primeiro trimestre de 1987 ao segundo trimestre de 2015. Considerando que os dados foram obtidos para cada trimestre, esta pesquisa obteve 4.245 observações referente a 122 empresas do Novo Mercado.

A amostra utilizada foi a não probabilística, pois foram selecionadas de acordo com o julgamento dos pesquisadores, as empresas listadas no segmento de governança do Novo Mercado foram escolhidas, devido apresentarem melhores práticas de governança corporativa, tornando-se um padrão de transparência e governança exigido pelos investidores para novas aberturas de capital.

O modelo econométrico utilizado nesta pesquisa é a regressão linear múltipla, com aplicação do método dos mínimos quadrados ordinários, que foi aplicado através do software SPSS 21® (Statistical Package for the Social Sciences). Vale ressaltar que as variáveis se referem a diversas empresas e em períodos diferentes, então utilizou-se a técnica de pooling que combina dados cross-sectional e dados de séries temporais. O quadro 2 evidencia as hipóteses da pesquisa:

Quadro 2. Hipóteses do Modelo

Hipóteses	Descrição	Autores
H ₀	Rentabilidade – Existe uma relação negativa entre a rentabilidade e o endividamento (Teoria do <i>Pecking Order</i>)	Kaveski, Zittei, Scarpin (2014) Barcelos, Wenzel e Decourt (2013) Brito, Corrar e Batistella (2007)
H ₀	Tamanho – Existe uma relação positiva entre tamanho e endividamento (Teoria dos Custos de Falência)	Montovani e Famá, (2009) Brito, Corrar e Batistella (2007) Póvoa e Nakamura (2015)
H ₀	Permanente – Existe uma relação positiva entre o permanente e o endividamento (Teoria dos Custos de Falência)	Kirch (2008) Brito, Corrar e Batistella (2007)
H ₀	Crescimento – Existe uma relação negativa entre o crescimento e o endividamento (Teoria dos Custos de Agência e Custo de Falência)	Kich (2008) Brito, Corrar e Batistella (2007) Sant’Ana e Silva (2015)

Fonte: Elaborada pelos autores

As variáveis utilizadas nesta pesquisa estão descritas no quadro 3 contendo uma variável de endividamento de curto prazo e três de longo prazo.

O quadro 4 representa as variáveis independentes mais utilizada na literatura financeira para explicar o endividamento.

Quadro 3. Variáveis Dependentes (Endividamento)

Variáveis	Fórmulas	Denominação
CIRC/AT	PC/AT	END
ELP/AT	ELP/AT	
EXIG/AT	(PC+ELP)/AT	
EXIG/PL	(PC+ELP)/PL	

Fonte: Adaptado de Brito, Corrar e Batistella (2007)

Quadro 4. Variáveis Independentes

Variáveis	Fórmulas	Denominação
Rentabilidade	LL/PL	RENT
Tamanho	LnVendas	TAM
Permanente	Ativo permanente/AT	PERM
Crescimento	Vendas _t / Vendas _{t-1}	CRESC

Fonte: Adaptado de Brito, Corrar e Batistella (2007)

Após a análise exploratória dos dados, será realizada a análise de correlação de acordo com Levin e Fox (2004). A pesquisa envolveu quatro regressões onde foram testadas todas as variáveis independentes para cada variável dependente (Endividamento), de acordo com o modelo adaptado Brito, Corrar, Batistella (2007), abaixo segue o modelo matemático da regressão:

$$End = \alpha + \beta_1 RENT + \beta_2 TAM + \beta_3 PERM + \beta_4 CRESC + \mu$$

As nomenclaturas das variáveis estão descritas no quadro 3 referente ao endividamento e no quadro 4 as variáveis independentes, e o α é o intercepto e o μ é o erro da equação, β é o coeficiente das variáveis.

Com relação a validades dos pressupostos, foram feitos o teste de Durbin-Watson sobre a independência dos resíduos. Foram também realizados o teste de homocedasticidade (Teste de Pesaran-Pesaran baseados nos valores da estatística F), o teste de normalidade dos resíduos (teste de Kolmogorov-Smirnov) e o teste de multicolinearidade, por meio da matriz de correlação das variáveis independente.

5 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DE DADOS E RESULTADOS

A coleta de dados para a elaboração deste trabalho foi realizada através do software ECONOMÁTICA®, na qual se encontram dispostas todas as empresas listadas na BM&F BOVESPA. Foram selecionadas as empresas que se enquadram no segmento Novo Mercado e o período considerado para a pesquisa dependeu das informações disponibilizadas no banco de dados, do primeiro trimestre de 1987 ao segundo trimestre de 2015. Após a coleta dos dados necessários foram elaborados testes estatísticos, com o intuito de testar as hipóteses levantadas na pesquisa.

5.1 Análise descritiva dos dados

A estatística descritiva das variáveis estudadas na amostra está descrita na Tabela 1, que traz as medidas de tendência central e dispersão, além do teste de normalidade. De acordo com a mesma tabela, a variável dependente que indica o endividamento de curto prazo (CIRC/AT) apresentou uma média de 0,259, ou seja, aproximadamente 26% de nível de endividamento com desvio padrão de aproximadamente de 17%, a variável (ELP/AT) apresentou uma média aproximada de 25% com desvio padrão de 16% (aproximado), já a variável (EXIG/AT), demonstrou uma média de aproximadamente 52% de endividamento com desvio padrão de 24% (aproximado), a variável dependente (EXIG/PL), apresentou 225% no que diz respeito ao endividamento e desvio padrão de aproximadamente 2060%. Este último foi o que apresentou maior variabilidade nos dados apresentados.

As dívidas de curto prazo das empresas do novo mercado estão em montantes parecidos com as dívidas de longo prazo (Tabela 1). Contudo as duas formas de cálculo do endividamento geral, apresentaram distorções nos valores, conforme a mesma Tabela, ou seja, houve uma maior variabilidade e corrobora com os dados de Brito, Corrar e Batistela (2007).

Tabela 1: Estatística descritiva dos dados

	CIRC/AT	ELP/AT	EXIG/AT	EXIG/PL	RENT	TAM	PERM	CRESC
Média	0,259	0,249	0,527	2,25	0,041	13,238	0,312	1,398
Desvio padrão	0,165	0,159	0,243	20,601	2,242	1,876	0,254	1,112

Fonte: Elaboração própria

Em relação às variáveis independentes, rentabilidade (RENT), exibiu uma média de 4,1% e 2,24 (aproximado) de desvio padrão, esta variável mostrou-se uma variabilidade elevada em seus resultados. A variável tamanho (TAM) apresentou média de 13,24 com desvio padrão 1,88 (valor aproximado); o permanente (PERM), 31% de média, e desvio padrão 25%, e a variável independente Crescimento (CRESC), apresentou média 1,40 de crescimento com 1,11 de desvio padrão.

Após a análise descritiva dos dados, foi realizado o teste de normalidade de Kolmogorov-Sirmnov onde deve apresentar-se com o sig > 0,05. Desta forma, todas as variáveis apresentaram normalidade.

Após a confirmação do teste de normalidade, calculou-se a correlação de Pearson, cujos resultados estão evidenciados na tabela 2. A análise das correlações indica fraca correlação entre todos os pares de variáveis, sendo esta relação negativa apenas nos pares com a presença da variável "PERMANENTE".

Tabela 2: Correlação de Pearson

		RENTABILIDADE	TAMANHO	PERMANENTE	CRESCIMENTO
RENTABILIDADE	Correlação de Pearson	1			
	Covariância	4,932			
TAMANHO	Correlação de Pearson	0,021	1		
	Covariância	0,085	3,486		
PERMANENTE	Correlação de Pearson	-0,025	-,039*	1	
	Covariância	-0,014	-0,019	0,065	
CRESCIMENTO	Correlação de Pearson	0,002	0,001	-0,013	1
	Covariância	0,006	0,003	-0,004	1,221

Fonte: Elaboração própria

5.2 Análise estatística dos dados

Logo após o teste de correlação, foi gerada a análise de regressão linear múltipla dos dados, as tabelas 3,5,7 e 9, apresentam os modelos de regressão obtidos para cada variável dependente em relação ao endividamento.

Os resultados do modelo 1 (CIRC/AT) estão descritos na Tabela 3. Observa-se o baixo poder de explicação do endividamento de curto prazo pelas variáveis independentes do estudo ($R^2 = 0,025$). A estatística de Durbin-Watson ($,335$) evidencia que não há auto correlação entre os resíduos e o modelo apresentou-se significativa (sig. $,0000$), rejeitou-se a hipótese nula de não significância de pelo menos um dos parâmetros.

Tabela 3: Resultados da estatística da variável dependente CIRC/AT

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson	F	Sig.
1	,157 ^a	,025	,024	,16323	,335	26,730	,000 ^b

Fonte: Elaboração Própria

A Tabela 4 evidencia o resultado da regressão, todas as variáveis independentes apresentaram significantes, ($\alpha < 0,05$). A variável “RENTABILIDADE” apresentou coeficiente negativo, isto implica afirmar que a rentabilidade e o endividamento de curto prazo são negativamente relacionados. Este resultado corrobora a hipótese 1, e é similar aos achados de Kaveski, Zittei, Scarpin (2014) e Barcelos, Wenzel e Decourt (2013) e diverge dos achados de Brito, Corrar e Batistella (2007), ou seja, os lucros das empresas do setor influenciam na estrutura de capital, pois sua retenção serve para

auto financiar e assim recorrer menos a capital de terceiros (teoria do Pecking Order). A variável “TAMANHO” apresentou coeficiente positivo, ou seja, quando o tamanho da empresa aumenta o endividamento também aumenta, desta forma houve a aceitação da hipótese da relação positiva entre tamanho e endividamento, corroborando com os achados de Montovani e Famá, (2009), Brito, Corrar e Batistella (2007) e Póvoa e Nakamura (2015), isto implica dizer que as empresas do setor são diversificadas e com menor possibilidade de dificuldades financeiras e desta forma, com maior capacidade de endividamento devido a taxas de empréstimos menores (teoria dos custos de falência).

Tabela 4: Regressão linear múltipla da variável dependente CIRC/AT

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados			Estatísticas de colinearidade	
	B	Modelo padrão	Beta	T	Sig.	Tolerância	VIF
1 (Constante)	,125	,019		6,726	,000		
RENTABILIDADE	-,003	,001	-,035	2,329	,020	,999	1,001
TAMANHO	,012	,001	,133	8,748	,000	,998	1,002
PERMANENTE	-,043	,010	-,067	4,393	,000	,998	1,002
CRESCIMENTO	-,005	,002	-,030	1,998	,046	1,000	1,000

Fonte: Elaboração própria

Ainda conforme indicado na Tabela 4, a variável “PERMANENTE” apresentou coeficiente negativo, indicando uma relação inversa entre o permanente e endividamento. Desta forma, houve a rejeição da hipótese onde se esperava uma relação positiva, que confirma a teoria dos custos de falência, ou seja, empresas que tem ativos fixos para oferecer possuem maior capacidade para endividamento (teoria dos custos de falência). Esses resultados diferenciam-se dos achados de Kirch (2008) e Brito, Corrar e Batistella (2007). A variável “CRESCIMENTO” apresentou o mesmo sinal negativo indicando o mesmo movimento da variável anterior, desta forma, houve uma aceitação da hipótese referente a relação negativa entre as variáveis. Isto implica dizer que empresas em crescimento possuem flexibilidade para optar por investimentos criando um maior custo de agência. Esses resultados corroboram com os achados de Kirch (2008), Sant’ana e Silva (2015) e diverge dos resultados de Brito, Corrar e Batistella (2007). Sendo assim, o modelo pode ser escrito da seguinte forma:

$$END \left(\frac{CIRC}{AT} \right) = 0,125 - 0,003 RENT + 0,012 TAM - 0,043 PERM - 0,005 CRESC$$

A análise do segundo modelo está descrita na Tabela 5, considerando-se o endividamento como ELP/AT. Neste modelo (ELP/AT), o R² (0,136) está baixo, ou seja, as variáveis independentes (RENT, TAM, PERM e CRESC) possuem baixo poder de explicação sobre a variabilidade da variável dependente (ELP/AT). A estatística de Durbin-Watson (,221) evidencia que não há auto correlação entre os resíduos e o modelo apresentou-se significativa (sig. ,0000).

Tabela 5: Resultados da estatística da variável dependente ELP/AT

Modelo	R	R		Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson	F	Sig.
		R quadrado	R quadrado ajustado				
1	,368 ^a	,136	,135	,14811	,221	166,368	,000 ^b

Fonte: Elaborada pelos autores

A Tabela 6 evidencia o resultado da regressão onde duas variáveis independentes apresentaram significantes e outras duas não significantes. A variável “RENTABILIDADE” apresentou coeficiente positivo e não significativo isto implica afirmar que a rentabilidade e o endividamento possuem relação positiva, ou seja, um aumento na rentabilidade provoca um aumento no endividamento, desta forma houve a rejeição da hipótese da relação da rentabilidade e endividamento sendo negativa. Desta forma os resultados não corroboram com os achados de Brito, Corrar e Batistella (2007), Barcelos, Wenzel e Decourt (2013) e Kaveski, Zittei e Scarpin (2014). Isto implica dizer que as empresas do setor não utilizam mais o capital de terceiro para investimentos do que a retenção de lucros. A variável “TAMANHO” apresentou coeficiente positivo, ou seja, quando o tamanho da empresa aumenta o endividamento também aumenta, desta forma houve a aceitação da hipótese da relação positiva entre tamanho e endividamento. Estes resultados corroboram com os achados de Montovani e Famá (2009), Brito, Corrar e Batistella (2007) e Póvoa e Nakamura (2015).

Tabela 6: Regressão linear múltipla da variável dependente ELP/AT

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados		Sig.	Estatísticas de colinearidade	
	B	Modelo padrão	Beta	T		Tolerância	VIF
1 (Constante)	-,003	,017		-,190	,850		
RENTABILIDADE	,000	,001	,006	,430	,667	,999	1,001
TAMANHO	,015	,001	,172	12,027	,000	,998	1,002
PERMANENTE	,207	,009	,331	23,167	,000	,998	1,002
CRESCIMENTO	-,004	,002	-,027	-1,857	,063	1,000	1,000

Fonte: Elaborada pelos autores

Ainda conforme a Tabela 6, a variável “PERMANENTE” apresentou coeficiente positivo, isto implica afirmar que a permanente e o endividamento possuem mesmo

comportamento, ou seja, quando uma eleva-se a outra também e vice versa, desta forma, houve a rejeição da hipótese onde afirmava haver uma relação positiva. Desta forma, corrobora com os pesquisadores descritos no Quadro 2. A variável “CRESCIMENTO” apresentou o mesmo sinal negativo e não significativa. Contudo o comportamento da variável é oposto ao endividamento. Desta forma, houve uma aceitação da hipótese referente a relação negativa entre as variáveis e assim corroborando com os autores descritos no Quadro 2. Sendo assim, o modelo pode ser escrito da seguinte forma:

$$END \left(\frac{ELP}{AT} \right) = -0,003 + 0,000 RENT + 0,015 TAM + 0,207 PERM - 0,004 CRESC$$

A Tabela 7 apresenta a análise do terceiro modelo, que tem o endividamento calculado pela razão EXIG/AT. Os resultados indicam um baixo índice R² (0,059), as variáveis independentes (RENT, TAM, PERM e CRESC) têm um baixo poder de explicação sobre a variabilidade da variável dependente (EXIG/AT). A estatística de Durbin-Watson (,193) evidencia que não há auto correlação entre os resíduos e o modelo apresentou-se significativa (sig. ,0000).

Tabela 7: Resultados da estatística da variável dependente EXIG/AT

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson	F	Sig.
1	,243 ^a	,059	,058	,23557	,193	66,512	,000 ^b

Fonte: elaborada pelos autores

Conforme a Tabela 7, o teste de significância do modelo está representado pela estatística F (66.512) e desta forma apresentou com significância (,000) sendo menor que 0,05, sendo assim rejeitou a hipótese nula de não significância dos parâmetros.

A Tabela 8 evidencia o resultado dos coeficientes das variáveis independentes do modelo em questão. A variável “RENTABILIDADE” apresentou coeficiente negativo e não significativa, isto implica afirmar que a rentabilidade provoca um efeito inverso no endividamento, ou seja, quando uma a rentabilidade aumenta, o endividamento diminui, corroborando a hipótese 1 desta pesquisa. No entanto, esta relação neste modelo não foi estatisticamente significativa. A variável “TAMANHO” apresentou coeficiente positivo, ou seja, quanto maior a empresa, maior o endividamento, resultado que também corrobora a hipótese 2, que prevê uma relação positiva entre tamanho e endividamento.

Tabela 8: Regressão linear múltipla da variável dependente EXIG/AT

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados			Estatísticas de colinearidade	
	B	Modelo padrão	Beta	t	Sig.	Tolerância	VIF
1 (Constante)	,224	,027		8,377	,000		
RENTABILIDADE	-,002	,002	-,023	-1,547	,122	,999	1,001
TAMANHO	,019	,002	,150	10,084	,000	,998	1,002
PERMANENTE	,182	,014	,191	12,798	,000	,998	1,002
CRESCIMENTO	-,008	,003	-,038	-2,547	,011	1,000	1,000

Fonte: Elaborada pelos autores

Ainda conforme a Tabela 8, a variável PERMANENTE apresentou coeficiente positivo, isto implica afirmar que a permanente e o endividamento possuem relação positiva, que é inversa à relação esperada neste estudo. O coeficiente da variável CRESCIMENTO apresentou sinal negativo e significativo, indicando a aceitação da hipótese referente a relação negativa entre as variáveis. Sendo assim, o modelo pode ser escrito da seguinte forma:

$$END \left(\frac{EXIG}{AT} \right) = 0,224 - 0,002 RENT + 0,019 TAM + 0,182 PERM - 0,008 CRESC$$

A análise do quarto modelo começa a partir da Tabela 9 com o endividamento sendo tratado como EXIG/PL. O presente modelo (EXIG/PL) mostra que o R² (0,137) está baixo, ou seja, as variáveis independentes (RENT, TAM, PERM e CRESC) possuem baixo poder de explicação sobre a variável dependente (EXIG/PL). A estatística de Durbin-Watson (2,374) evidencia que não há auto correlação entre os resíduos e o modelo apresentou-se significativo (sig. ,0000).

Tabela 9: Resultados da estatística da variável dependente EXIG/PL

Modelo	R	R		Erro padrão da estimativa	Durbin - Watson		Sig
		R quadrado	R quadrado ajustado		F	n	
1	,370 ^a	,137	,136	19,14697	2,374	168,319	0,000

Fonte: Elaborada pelos autores

Conforme a Tabela 9, o teste de significância do modelo está representado pela estatística F (168,319) e desta forma apresentou com significância (,000) sendo menor que 0,05, sendo assim rejeitou a hipótese nula de não significância dos parâmetros.

A Tabela 10 evidencia o resultado da regressão onde três variáveis independentes apresentaram coeficientes não significantes e uma variável apresentou coeficiente significativo. A variável “RENTABILIDADE” apresentou coeficiente negativo e significativo isto implica afirmar que a rentabilidade e o endividamento possuem comportamentos opostos, ou seja, quando uma eleva-se a outra diminui na proporção do coeficiente, desta forma houve a aceitação da hipótese da relação da rentabilidade e endividamento sendo negativa. A variável “TAMANHO” apresentou coeficiente (0,19) positivo e não significativo, ou seja, quando o Tamanho da empresa aumenta o endividamento também, o que confirma a hipótese da relação positiva entre tamanho e endividamento.

Tabela 10:Regressão linear múltipla da variável dependente EXIG/PL

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados		Sig.	Estatísticas de colinearidade	
	B	Modelo padrão	Beta	T		Tolerância	VIF
1 (Constante)	,847	2,173		,390	,697		
RENTABILIDADE	-3,400	,131	-,370	-25,924	,000	,999	1,001
TAMANHO	,139	,157	,013	,885	,376	,998	1,002
PERMANENTE	-,020	1,156	,000	-,017	,986	,998	1,002
CRESCIMENTO	-,207	,264	-,011	-,785	,433	1,000	1,000

Fonte: Elaborada pelos autores

Ainda conforme a Tabela 10, a variável “PERMANENTE” apresentou coeficiente negativo e não significativo, isto implica afirmar que a permanente e o endividamento possuem comportamentos contrários, ou seja, uma variação positiva no permanente implica em um impacto negativo no endividamento; indicando a rejeição da hipótese que afirmava haver uma relação positiva. A variável “CRESCIMENTO” apresentou o mesmo sinal negativo e não significativo. Contudo o comportamento da variável é oposto ao endividamento. Desta forma, houve uma aceitação da hipótese referente a relação negativa entre as variáveis. Sendo assim, o modelo pode ser escrito da seguinte forma:

$$END \left(\frac{EXIG}{PL} \right) = 0,847 - 3,4 RENT + 0,139 TAM - 0,02 PERM - 0,207 CRESC$$

Os resultados sugerem que as empresas do setor utilizam primeiro o recurso próprio para se financiar, ou seja, seguem a teoria do Pecking Order, porque existe uma relação negativa entre o endividamento e a rentabilidade. Na relação entre

endividamento e tamanho, os resultados sugerem que a teoria do custo de falência é seguida pelas empresas, ou seja, as maiores empresas são mais endividadas devido a facilidade de acesso as fontes de financiamentos. Quanto a relação entre endividamento e o permanente os resultados evidenciaram que as empresas que possuem mais ativos permanentes, possuem maiores endividamento. Contudo no endividamento de curto prazo a relação foi negativa. E por último a relação entre endividamento e crescimento sugere que as empresas em crescimento são as menos endividadas.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve por objetivo verificar o nível de endividamento e quais os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas listadas no setor Novo Mercado da BM&F BOVESPA. Os dados das empresas listadas no referido setor foram coletados através do sistema de banco de dados do software ECONOMATICA[®], organizados através do software Excel[®], para a realização de testes estatísticos e econométricos, utilizou-se o software SPSS 21[®], para a concretização do objetivo da pesquisa.

A contribuição deste trabalho para a academia refere-se a uma análise do Novo Mercado, ou seja, as empresas que possui uma governança corporativa melhor. Contudo e como pode-se verificar na análise de dados, alguns resultados foram parecidos com a pesquisa anterior e colocando-se em dúvida esta questão da governança corporativa. A seguir surgem as diferenças: Os dados evidenciaram que as dívidas de longo prazo e curto prazo são aproximadas, bem como suas dispersões. A rentabilidade mostrou-se com 4,1% para as empresas do Novo Mercado e que em comparação aos achados de Brito, Corrar e Batistela (2007), caiu um ponto percentual.

A regressão referente ao primeiro modelo (endividamento de curto prazo – CIRC/AT) obteve resultados diferentes da pesquisa de Brito, Corrar e Batistela (2007), no que se refere ao sinal da rentabilidade e a significância, pois nesta pesquisa os dados mostraram-se significantes. Outra variável que apresentou resultados diferentes foi o tamanho da empresa, pois não pesquisa de Brito, Corrar e Batistela (2007) mostrou-se não significativa e nesta pesquisa foi o contrário, bem como a variável crescimento. No segundo modelo (ELP/AT) os achados desta pesquisa corroboram com os achados da pesquisa de Brito, Corrar e Batistela (2007) no que se referente aos sinais e a significância do modelo. O terceiro modelo também corrobora com os achados dos pesquisadores. Contudo o quarto modelo (EXIG/AT) mostrou-se o mais diferente em comparação com os achados de Brito, Corrar e Batistela (2007), pois as variáveis Tamanho, permanente e Crescimento apresentaram-se não significantes na pesquisa e difere dos autores Brito, Corrar e Batistela (2007).

REFERÊNCIAS

BAKER, M.; WURGLER, J. Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, vol. 52, 2002.

BANERJEE, A; DE, A. Capital Structure Decisions and Its Impact on Dividend Payout Ratio during the Pre- and Post-period of Recession in Indian Scenario: An Empirical Study. *Vision* (09722629). 19, 4, 366-377, Dec. 2015.

BARCELOS, C.T.M., WENZEL, I.L. e DECOURT, R.F. Endividamento e rentabilidade: Um sistema de proteção aos credores mais fracos prejudica essa relação? *Revista Estudo & Debate*. V.20, n.1, p.97-111, 2013.

BATISTA, A. F.; et al. Estrutura de capital: uma estratégia para o endividamento ideal ou possível. *ENEGEP – Encontro nacional de Engenharia de Produção*. ABEPRO – Associação brasileira de Engenharia de produção. Porto Alegre, 2005. Disponível em: <http://www.abepro.org.br/biblioteca/enegep2005_enegep0305_0222.pdf> Acesso em: 16 set. 2015.

BEUREN, I. M. (Org). Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade: teoria e prática. 3. ed. atual. São Paulo: Atlas, 2009.

BM&FBOVESPA, Novo Mercado. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/folder_novomercado.pdf, 2009>. Acesso em: 30 set. 2015.

BM&FBOVESPA. Novo Mercado. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/novo-mercado.aspx?tabIndex=0&idioma=pt-br>>. Acesso em: 30 set. 2015.

BM&FBOVESPA. Novo Mercado. Disponível em: <<http://ri.bmfbovespa.com.br/static/ptb/perfil-historico.asp?idioma=ptb>>. Acesso em: 01 out 2015.

BM&FBOVESPA. Novo Mercado. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/intros/intro-sobre-a-bolsa.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 30 set. 2015.

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 - USP*, v. 18, n. 43, p. 9-19, 2007.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Teoria e evidência da eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro. *Caderno de Pesquisas em Administração*, vol. 10, n.1, 2003.

CAMPOS, M. M., Governança Corporativa: aplicabilidade na empresa familiar- salvador 2006, 134f. Dissertação Mestrado, Universidade Federal da Bahia / Nucleo de Pós Graduação em Administração, 2006.

CAMPOS, A.L.S; NAKAMURA, W. T.. Rebalanceamento da Estrutura de Capital: Endividamento Setorial e Folga Financeira. : Capital Structure Rebalancing: Industry Leverage and Financial Slack. *RAC - Revista de Administração Contemporânea*. 19, 20-37, May 2, 2015.

CHADHA, S; SHARMA, AK. Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from India. *Vision* (09722629). 19, 4, 295-302, Dec. 2015.

CHAMEH, S; Otimização da estrutura de capital das empresas, *Revista RI*, 2011, jun./jul. p.29-32.

DANIEL, F. P. et al. Determinantes da estrutura de capital de empresas de países do BRICS e do PIIGS. *Anais SIMPOI*, 2015.

DAVID, M. et al. Estudo dos modelos trade-off e pecking order para as variáveis endividamento e payout em empresas brasileiras (2000–2006). *Revista de Administração Mackenzie*, vol. 10, n. 6, 2009.

ELSAS, R; FLORYSIK, D. Dynamic Capital Structure Adjustment and the Impact of Fractional Dependent Variables. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*. 50, 5, 1105-1133, Oct. 2015.

FAMÁ, E. F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, vol. 25, n. 2, pp. 383-417, 1970.

FERREIRA Filho, et al., Estrutura de Capital e Alavancagem Financeira em Micro e Pequenas Empresas Goianas, *Conjuntura Econômica Goiana*, outubro 2011 , n18, disponível em : <http://www.seplan.go.gov.br/sepin/pub/conj/conj18/artigo07.pdf>. Acesso em 29 agosto 2015.

FIGUEIREDO, G. DE . Determinantes da composição do endividamento de longo prazo das empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. 2007. 145f. Dissertação (Mestrado) - Universidade de São Paulo / Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo, 2007.

GIL, A. C. Como elaborar projetos de pesquisa. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GIORGIO C. et al. An alternative test of the trade-off theory of capital structure. *Contemporary Economics*, vol.8, n. 4, pp. 365-386, 2014.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v3, 1976.

KAHURIA, CW; WAWERU, G. Does capital structure matter? Effects on profitability of firms listed at the nairobi securities exchange. *Journal of Business, Economics & Finance*. 4, 3, 316-330, Sept. 2015.

KARA, E; ERDUR, DA. Determinants of Capital Structure: A Research on Sectors That Contribute to Exports in Turkey. *Istanbul University Journal of the School of Business Administration*. 44, 2, 27-38, Nov. 2015.

KAVESKI, I.D.S., ZITTEI, M.V.M., SCARPIN, J.E. Trade Off e Pecking Order: Uma Análise das empresas de Capital aberto da América Latina. XIV Congresso USP Controladoria e Contabilidade. São Paulo. 2014.

KIRCH, Guilherme. Determinantes da estrutura de capital das empresas Brasileiras de capital Aberto. Revista Contexto. Porto Alegre. V.8,n.13. 2008.

LEVIN,J.;FOX, J. A. Estatística para ciências humanas. 9 ed. São Paulo: Prentice Hall, 2004.

MACEDO, A. et. al. Governança corporativa e evidencição de capital intelectual em empresas brasileiras: Revista Evidencição Contábil & Finanças. João Pessoa, v. 3, n. 1, p. 18-33, jan./abr. 2015.

MANTOVANI, M.H.C., FAMÁ, R. Análise da estrutura de capital das Maiores empresas de Capital Aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Congresso virtual Brasileiro de Administração. 2009

Matemilola, B. T.; et al. Unobservable effects and speed of adjustment to target capital structure.international Journal of Business & Society. 16, 3, 470-479, Dec. 2015.

MILLER, M. H. Debt and Taxes. The Journal of Finance, vol. 32, n. 2, pp. 261-275, 1977.

MYERS, S. C. Capital structure. Journal of Economic Perspectives, pp. 81-102, 2001.

_____. The capital structure puzzle. The Journal of Finance, vol. 39, n. 3, pp. 574-592, 1984.

_____. Determinants of corporate borrowing. Journal of Financial Economics, vol. 5, n. 2, pp. 147-175, 1977.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics, vol. 13, n. 2, pp. 187-221, 1984.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. American Economic Review, vol. 48, pp. 261-297, 1958.

_____. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. The American Economic Review, pp. 433-443, 1963.

NAKAMURA, W. T. et. al. Determinantes da estrutura de capital no mercado brasileiro – análise de regressão com painel de dados do período 1999-2003. Revista de Contabilidade e Finanças – Usp, n.44, p. 72-85, maio/agosto, 2007. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rcf/v18n44/a07v1844.pdf>>. Acesso em: 25 set. 2015.

NASCIMENTO, C. O. Estudo das decisões de estrutura de capital Corporativo no Novo Mercado e Nos Níveis de Governança Da BM&FBOVESPA à Luz Das Teorias Tradde-Off e Pecking Order. 2012. 103f. Dissertação (Mestrado) - Universidade de Brasília. Faculdade de Economia, Administração e Ciências Contábeis e Atuariais, Brasília, DF, 2012.

NISYAMA, E. K.; NAKAMURA, W. T. Pesquisas internacionais recentes em estrutura de capital. Revista de Administração de Roraima, vol. 5, n. 1, jan/jun, 2015.

PÓVOA, A.C.S.; NAKAMURA, W.T. Relevância da estrutura de dívida para os determinantes da estrutura de capital: um estudo com dados em painel. Revista Contemporânea e Contabilidade, v.12, n.25. 2015.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. The journal of Finance, vol. 50, n. 5, pp. 1421-1460, 1995.

SANT'ANA, C. F.; SILVA, T. P. Fatores determinantes da estrutura de capital de empresas brasileiras de tecnologia. Revista de Gestão da Tecnologia e Sistemas de Informação, vol. 12, nº 3, set/dez, pp. 687-708, 2015.

SHYAM-SUNDER, L. C.; MYERS, S. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. Journal of financial economics, vol. 51, n. 2, pp. 219-244, 1999.

SIRIHAL, A. B.; MELO, A. O. Estrutura de capital: benefícios e contra – benefícios fiscais do endividamento. Recall Ledger Contadores e Consultores. Rio de Janeiro, 2005.

VIEIRA, E. F. S.; NOVO, A. J. A estrutura de capital das PME: evidência no mercado português, Revista Estudos do ISCA, vol.4, n. 2, 2010.