

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MATO GROSSO DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO E NEGÓCIOS (ESAN)
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

**O VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO
E A ESTRUTURA DE CAPITAL EM CONJUNTURAS ECONÔMICAS DISTINTAS**

TANIA CRISTINA GOMES BAKARGY

CAMPO GRANDE

2020

TANIA CRISTINA GOMES BAKARGY

**O VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO
E A ESTRUTURA DE CAPITAL EM CONJUNTURAS ECONÔMICAS DISTINTAS**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Fundação Universidade Federal de Mato Grosso do Sul – UFMS, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. José Aparecido Moura Aranha

CAMPO GRANDE

2020

TANIA CRISTINA GOMES BAKARGY

**O VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO
E A ESTRUTURA DE CAPITAL EM CONJUNTURAS ECONÔMICAS DISTINTAS**

Aprovado em: 08 de setembro de 2020

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. José Aparecido Moura Aranha
Universidade Federal de Mato Grosso do Sul (UFMS)
Orientador

Prof. Dr. Luiz Miguel Renda dos Santos
Universidade Federal de Mato Grosso do Sul (UFMS)
Membro Titular Interno

Prof. Dr.^a Eloir Trindade Vasques Vieira
Universidade Católica Dom Bosco (UCDB)
Membro Titular Externo

Dedico este trabalho a Deus que me permitiu chegar ao final desta etapa. À minha família e ao meu eterno amor Pedrinho (*in memoriam*), que sempre me apoiaram e me incentivaram na busca dos meus objetivos.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, em nome de Jesus Cristo, pela intercessão de Nossa Senhora sob o título de Mãe do Perpétuo Socorro e pela ação do Espírito Santo, pelo dom da vida e por me conceder saúde e força para a luta diária, me iluminar em cada decisão e jamais permitir que eu perca a esperança.

Ao meu orientador Prof. Dr. José Aparecido Moura Aranha, por caminhar comigo ao longo da trajetória acadêmica, que desde a graduação sempre tive o prazer de compartilhar dos seus ensinamentos, sempre disposto a ajudar me conduziu no desenvolvimento desta pesquisa, trocando ideias e sugestões. Motivado às discussões dos assuntos acadêmicos com humildade, serenidade e alegria, vai além de professor, um exemplo a seguir. Muito obrigada!

Aos professores membros titulares da banca examinadora Prof. Dr. Luiz Miguel Renda dos Santos e Profa. Dr.^a Eloir Trindade Vasques Vieira por aceitarem o convite para participar da banca da dissertação e pelas relevantes contribuições quando da banca de qualificação, extensivo à Profa. Dr.^a Edicrécia A. dos Santos e Prof. Dr. Jorge Sanchez membros suplentes pelo apoio e colaboração.

Aos demais Professores do mestrado por também compartilhar de seus ensinamentos e contribuir com a minha formação e crescimento profissional e pessoal. E a Profa. Dr.^a Elisabeth Vendramin que muitas vezes se dispôs a me ouvir e ajudar nas minhas angústias, pois nem sempre encontramos somente flores pelo caminho. E aos colaboradores do PPGCC-ESAN que prontamente atendiam as minhas solicitações e reivindicações.

Aos colegas do mestrado pela parceria e contribuição ao longo do curso, especialmente ao Rodrigo Meurer, a quem eu recorri nos momentos de dificuldades com os trabalhos e a Luciana Rocha e Cristiane Siqueira que, além disso, não mediam esforços para me ouvir e me apoiar todas as vezes que a dor e a tristeza se apossavam de mim, que com suas palavras de sabedoria sempre me reerguiam e me faziam acreditar que tudo ia passar.

Aos meus pais Pedro Bakargy (*in memoriam*) e Iracy, ao meu filho Wellington Leandro e a todos os meus familiares, principalmente minha irmã Ercília por cuidar de mim, da minha casa e do meu filho nesse período tão atribulado, e aos demais pelo apoio, compreensão e por se disponibilizarem a me ajudar todas as vezes que precisei. Por acreditarem em mim e na minha capacidade. Vocês são a minha base, meu alicerce, o bem mais preciso.

Ao meu companheiro e eterno amor Pedro Parra Luguera (*in memoriam*) que me acompanhou e me incentivou no início do processo de seleção do mestrado, mas que pelos desígnios de Deus logo em seguida partiu para a morada eterna na casa de Deus-Pai. Enfrentar a dura trajetória de um mestrado já é difícil, e quando o luto acompanha tudo se torna mais difícil ainda, mas mesmo diante das tempestades a minha Fé me levantou, me fortaleceu e me conduziu até aqui. Obrigada meu amor por fazer parte da minha vida e da nossa história.

Agradeço aos meus amigos e amigas, em especial a Prof. Dr.^a Alinne Castro, Bióloga, Pesquisadora na UCDB, que apesar de não ser da minha área profissional, me ouvia sempre com muita paciência e procurava me direcionar para colher os bons frutos dessa inigualável experiência. Aos meus colegas de trabalho que sempre se demonstraram dispostos a ajudar e me deram forças para chegar à etapa final. Enfim, agradeço a todas as pessoas que direta ou indiretamente contribuíram para que esse resultado fosse alcançado. Obrigada a todos!

“Referi-vos essas coisas, para que tenhais a paz em mim. No mundo haveis de ter aflições. Coragem! Eu venci o mundo.”

(João, 16-33)

RESUMO

O presente estudo tem por objetivo verificar, empiricamente, a influência da Estrutura de Capital no valor de mercado das empresas de capital aberto listadas na Brasil, Bolsa Balcão – B3, no período de 2010 a 2018. Os fatores considerados foram o valor de mercado da empresa, a estrutura de capital, o retorno sobre o investimento e o índice de endividamento. Acerca dos procedimentos metodológicos esta pesquisa classifica-se como aplicada, descritiva, quantitativa, documental, bibliográfica e estudo de caso. Para análise foi empregado o modelo estatístico de dados em painel. A amostra foi composta por 29 empresas com 261 observações, para um período de 9 anos de estudo. Pelas mudanças ocorridas no cenário econômico brasileiro nos últimos anos, por uma série de fatores internos e externos como crise econômica e política, essa pesquisa tem como questão norteadora a seguinte indagação: Qual a influência da estrutura de capital no valor de mercado de companhias listadas na B3 no período de 2010 a 2018 em conjunturas econômicas distintas. Análise da influência da estrutura de capital foi realizada a partir da base de dados em painel, tendo em vista a análise *cross-section* em uma série temporal. Os dados utilizados foram extraídos do software *Econômica* e analisados estaticamente pelo software *Stata* – ver.15. Com base nas hipóteses da pesquisa definiu-se como variável dependente: Valor de Mercado (MVA) e como variável independente: CMPC, Capital Próprio, Capital de Terceiros, Participação do Capital de Terceiros sobre o Capital Próprio e o ROI e a variável *dummy* CRISE. Foram realizados os testes de efeitos fixos e efeitos aleatórios disponíveis no modelo de dados em painel para escolha do modelo mais adequado para desenvolvimento da pesquisa sendo indicado o modelo de efeito fixo. Os resultados encontrados foram: a variável Log (CP) apresentou sinal positivo significativo a 1%, sinalizando uma relação direta com a variável dependente; a variável PCT apresentou sinal positivo com significância estatística a 5%, indicando uma relação direta com a variável dependente; A variável independente CMPC apresentou um coeficiente negativo significativo a 1%, demonstrando uma relação inversa com a variável dependente; a variável ROI apresentou sinal positivo no modelo estimado a um nível de significância de 1%, e demonstrando que é estatisticamente significativo; O coeficiente Log (CT) – Capital de Terceiros – neste trabalho acabou não influenciando no aumento do valor de mercado das empresas, por não obter significância estatística. O mesmo ocorre com a variável *dummy* CRISE. Nesse interim, o resultado da pesquisa alcança ao objetivo proposto tendo demonstrado que a estrutura de capital afeta o valor da empresa, corroborando com a Teoria de Modigliani e Miller.

Palavras-chave: Endividamento; Valor Econômico Adicionado; Valor de Mercado.

ABSTRACT

The present study aims to empirically verify the influence of the Capital Structure on the market value of publicly traded companies listed in Brazil, Bolsa Balcão - B3, in the period from 2010 to 2018. The factors considered were the market value of company, capital structure, return on investment and debt ratio. Regarding the methodological procedures, this research is classified as applied, descriptive, quantitative, documentary, bibliographic and case study. For analysis, the statistical model of panel data was used. The sample consisted of 29 companies with 261 observations, for a period of 9 years of study. Due to the changes that have occurred in the Brazilian economic scenario in recent years, due to a series of internal and external factors such as the economic and political crisis, this research has as its guiding question the following question: What is the influence of the capital structure on the market value of companies listed in B3 in the period from 2010 to 2018 in different economic circumstances. Analysis of the influence of the capital structure was performed from the panel database, in view of the cross-section analysis in a time series. The data used were extracted from the Economática software and analyzed statically by the Stata software - ver.15. Based on the research hypotheses, the following was defined as the dependent variable: Market Value (MVA) and as an independent variable: CMPC, Equity, Third Party Capital, Third Party Equity Share on Equity and ROI and the dummy CRISE variable. The tests of fixed effects and random effects available in the panel data model were performed to choose the most appropriate model for the development of the research, indicating the fixed effect model. The results found were: the variable Log (CP) showed a significant positive sign at 1%, indicating a direct relationship with the dependent variable; the PCT variable showed a positive sign with statistical significance at 5%, indicating a direct relationship with the dependent variable; The independent variable CMPC presented a significant negative coefficient at 1%, showing an inverse relationship with the dependent variable; the variable ROI showed a positive sign in the model estimated at a level of significance of 1%, and demonstrating that it is statistically significant; The Log coefficient (CT) - Third Party Capital - in this work ended up not influencing the increase in the companies' market value, as it did not obtain statistical significance. The same occurs with the dummy CRISIS variable. In the meantime, the research result reaches the proposed objective having demonstrated that the capital structure affects the company's value, corroborating the Modigliani and Miller Theory.

Keywords: Indebtedness; Added Economic Value; Market value.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Origem e aplicação de recursos

Quadro 2 – Amostra dos artigos selecionados para integrar o referencial teórico

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Companhias que compõem a amostra

Tabela 2 - Amostra da representatividade por setor *Económica*

Tabela 3 - Procedimentos para o cálculo do CMPC

Tabela 4 – Procedimentos para o cálculo do ROI e PCT

Tabela 5 - Procedimentos para o cálculo dos índices de criação de valor

Tabela 6 – Estatística descritiva

Tabela 7 – Testes aplicados para a construção do modelo

Tabela 8 – Estimadores dos dados

Tabela 9 – Modelos de dados em painel

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Estrutura ótima de capital

Figura 2 – Histograma das variáveis MVA, CP, CT, CMPC, PCT e ROI

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Relação entre as variáveis MVA e CP

Gráfico 2 – Valor de mercado das empresas da amostra

Gráfico 3 – Participação do Capital de Terceiros sobre o Capital Próprio

Gráfico 4 – Valor de Mercado

Gráfico 5 – Custo Médio Ponderado de Capital

Gráfico 6 – Valor de Mercado

Gráfico 7 – Retorno sobre o Investimento

LISTA DE SIGLAS

CAPES - Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior

CMPC – Custo Médio Ponderado de Capital

CODACE - Comitê de Datação do Ciclo Econômico

CP – Capital Próprio

CT – Capital de Terceiros

EBIT - Earnings Before Interest and Taxes

EVA® - Economic Value Added

LAJIR – Lucro antes dos juros e impostos

MM – Modigliani e Miller

MVA® - Market Value Added

PCT – Participação do Capital de Terceiros sobre o Capital Próprio

ROA – Retorno sobre Ativos

ROI – Retorno sobre o Investimento

VIF - Variance Inflation Factor

WACC - Weighted Average Cost of Capital

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
1.1	OBJETIVOS.....	10
1.1.1	Objetivo geral	10
1.1.2	Objetivos específicos.....	10
1.2	JUSTIFICATIVA DA PESQUISA	10
1.3	ESTRUTURA DA PESQUISA.....	13
2	REFERENCIAL TEÓRICO	14
2.1	ESTRUTURA DE CAPITAL	14
2.1.1	Teoria Tradicional ou Convencional.....	16
2.1.2	Teoria de Modigliani e Miller.....	18
2.2	CUSTO TOTAL DO CAPITAL E CRIAÇÃO DE VALOR.....	21
2.2.1	Custo Médio Ponderado de Capital.....	21
2.2.2	Retorno sobre Investimento.....	24
2.2.3	Participação sobre Capital de Terceiros	25
2.3	DECISÕES SOBRE INVESTIMENTO E VALOR DE MERCADO DA EMPRESA.....	26
2.4	ESTUDOS REALIZADOS COM DADOS DA ECONOMIA NO BRASIL.....	28
3	METODOLOGIA	30
3.1	Delineamento da Pesquisa.....	30
3.2	Amostra e Coleta de Dados	31
4	ANÁLISE DOS RESULTADOS	37
4.1	RESULTADOS DA ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	37
4.2	RESULTADOS DO MODELO DE DADOS EM PAINEL.....	39
4.2.1	ANÁLISE DAS VARIÁVEIS DO MODELO.....	42
4.2.1.1	Capital próprio.....	42

4.2.1.2 Participação de capital de terceiros sobre o capital próprio.....	43
4.2.1.3 Custo médio ponderado de capital.....	45
4.2.1.4 Retorno sobre investimento - ROI.....	46
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	49
6 REFERÊNCIAS	53
APÊNDICE A: Estudos realizados relacionados com o tema da pesquisa.....	60

INTRODUÇÃO

De acordo com a divulgação do Comitê de Datação do Ciclo Econômico (CODACE) da Fundação Getúlio Vargas a economia brasileira entrou em recessão a partir do segundo trimestre do ano de 2014 e estendeu-se até o quarto trimestre do ano de 2016.

Krigger (2016) em estudo realizado analisou a influência da crise econômica nos indicadores financeiros das empresas de capital aberto no Brasil e concluíram que a recessão Brasileira pode afetar os resultados das empresas positiva ou negativamente, ao tempo em que esses períodos podem servir para uma nova visão ou direcionamento para as organizações.

As discussões dos resultados dos principais estudos já publicados sobre o tema, sobretudo sobre os estudos de Modigliani e Miller (1958), buscam a verificação sobre a relevância ou não da estrutura de capital para o valor das empresas. A partir dos trabalhos desses renomados autores, foram desenvolvidos novos estudos agregando outros fatores que não tinham sido considerados no trabalho original desenvolvido pelos citados autores, solidificando a ideia da existência de uma estrutura ótima de capital para maximizar o valor da empresa, e que essa estrutura ótima deve ser perseguida pelas empresas, através das políticas de longo prazo (NAKAMURA et al., 2007).

A estrutura de capital das empresas tem se apresentado ao longo dos últimos anos em diversos estudos teóricos e empíricos e a variedade de resultados dos trabalhos mais atuais levam a concluir que ainda se trata de um assunto não resolvido (BRITTO; CORRAR; BATISTELLA, 2007).

Por Estrutura de Capital entende-se a forma como as empresas utilizam o capital próprio e o capital de terceiros para financiamento dos seus ativos. Em termos gerais, os capitais próprios são os recursos fornecidos pelos sócios ou acionistas, enquanto o capital de terceiros envolve os recursos obtidos através do endividamento (SILVA, 2011).

Como no referido trabalho pioneiro de Modigliani e Miller (1958), considerado como a base do pensamento moderno sobre estrutura de capital em finanças empresariais, outros estudos internacionais se destacam: (MODIGLIANI E MILLER, 1963; BAXTER, 1967, ROSS 1977; MYERS 1984 e RAJAN E ZINGALES 1995). Os citados trabalhos trazem, por meio de evidências empíricas, que outros fatores explicam a estrutura de capital. As questões discutidas nestes também foram discutidas em estudos com empresas brasileiras como os de: (PEROBELLI E FAMÁ 2002, 2003; NAKAMURA ET AL, 2007; BRITO, CORRAR E

BATISTELA, 2007; GONÇALVES E BISPO, 2012; BRITTO, SERRANO E FRANCO, 2018).

Com as mudanças ocorridas no cenário econômico brasileiro nos últimos anos, por uma série de fatores internos, como a crise econômica e política, bem como os fatores externo dado o cenário econômico mundial desfavorável, essa pesquisa busca analisar se a Estrutura de Capital influencia o valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3, no período de 2010 a 2018 em conjunturas econômicas distintas.

Nesse contexto, surge o seguinte questionamento: **A Estrutura de Capital influencia o valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto listadas na bolsa de valores, em conjunturas econômicas distintas?**

1.1 OBJETIVOS

1.1.1 Objetivo geral

O objetivo geral deste estudo é analisar se a Estrutura de Capital influenciou o valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto listadas na bolsa de valores, no período de 2010 a 2018, em conjunturas econômicas distintas.

1.1.2 Objetivos específicos

1. Verificar empiricamente a validade da Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital;
2. Comparar o comportamento da Estrutura de Capital nas empresas brasileiras de capital aberto em cenários econômicos distintos;
3. Identificar se a Estrutura de Capital das empresas influencia no valor de mercado em cenários econômicos distintos.

1.2 JUSTIFICATIVA DA PESQUISA

Pelas mudanças ocorridas no cenário econômico brasileiro nos últimos anos, por uma série de fatores internos e externos como crise econômica e política torna-se relevante para as empresas buscarem técnicas e metodologias que evidenciem o desempenho empresarial, considerando o importante papel que a Contabilidade exerce no controle e planejamento das atividades desenvolvidas pelas companhias, proporcionando informações que podem auxiliar

os gestores na tomada de decisão e na avaliação da geração de riquezas para seus investidores. As empresas avaliam o investimento de capital seguindo três passos “construção dos fluxos de caixa, aplicação de técnicas de avaliação e seleção de alternativas viáveis.” (SOUSA, 2007, p.25). São passos comuns, mas que de acordo com o autor podem trazer a empresa decisões assertivas em seus investimentos.

Existem vários modelos para apurar o valor da empresa Araújo e Assaf Neto (2006) no estudo realizado com o propósito de elucidar de maneira didática a aplicação da contabilidade no apoio a gestão baseada em valor, escolheram o modelo baseado no valor econômico agregado ou *Economic Value Added* (*EVA*[®] marca registrada da Stern Stewart & Co., empresa de consultoria norte-americana) e concluíram que a utilização do *EVA*[®] como parâmetro de avaliação de gestão da empresa constitui-se numa poderosa ferramenta de análise e acompanhamento de negócios.

Kruger (2012) considera os modelos *EVA*[®] (*Economic Value Added*) para a rentabilidade do acionista e para o ativo total, o *MVA*[®] (*Market Value Added*) para medir o crescimento do valor total da empresa, esses modelos possibilitam identificar, se na prática, a empresa está agregando ou destruindo valor. Salienta que, não obstante, diversas pesquisas ainda sejam realizadas no Brasil a respeito da utilização do *EVA*[®] e do *MVA*[®], há escassez de literaturas sobre a sua utilização e aplicabilidade, o que pode explicar a pouca aderência dessa ferramenta no processo de gestão das empresas. Recomenda-se nesse sentido que “novos pesquisadores possam contribuir com pesquisas direcionadas à aplicação e utilização do *EVA*[®] e do *MVA*[®] antecipando ou orientando decisões de gestão”. (KRUGER, 2012). Nesta linha de pensamento, a pesquisa mostra-se relevante, por trazer contribuições que possam causar discussões a respeito da relevância do uso dessas duas no processo de decisório de gestão.

Concomitante, entender a estrutura de capital demonstra que o gestor tem conhecimentos da composição contábil da organização e sabe de que maneira ele pode interferir na decisão das estratégias de mercado, principalmente no caso de empresas de capital aberto. Em conformidade com Nisiyama e Nakamura (2015) a estrutura de capital é um dos temas que provoca controvérsias em finanças corporativas propiciando ainda a realização de pesquisas tanto nas teorias vastamente discutidas como também nos diversos inter-relacionamentos que envolvem outros aspectos corporativos. Cita-se estudos relacionados a Estrutura de Capital que se destacam na literatura, dentre outros (TEIXEIRA ET AL, 2011; CORREA, BASSO E NAKAMURA, 2013; SEMEDO, 2015; MACHADO ET AL, 2015; PILLATI E PETRY, 2016; ALMENDRA ET AL, 2017; DA SILVA ET AL, 2017; SCHUH ET AL, 2017; BORGES ET

AL, 2018; DOS SANTOS SILVA, DOS SANTOS E NAKAMURA, 2018). Embora a estrutura de capital seja um tema amplamente pesquisado ainda não há um consenso sobre a existência de uma estrutura ótima de capital, nesse sentido, a presente pesquisa justifica-se pela relevância do tema, pelo número de hipóteses teóricas, modelos concorrentes e estudos realizados ao longo do tempo, bem como pelo interesse tanto para os acadêmicos quanto às empresas como contribuição para um melhor entendimento de como a escolha das fontes de financiamentos podem afetar os resultados.

Conceitualmente, tem-se a estrutura de capital como a escolha da fonte de financiamento da empresa para a maximização dos resultados dos investidores (MYERS, 1977, 1984; MYERS, MAJLUF, 1984), ou seja, a estrutura de capital refere-se à composição do financiamento da empresa para financiar suas atividades levando em consideração o capital próprio ou capital alheio, bem como os riscos envolvidos nos negócios. O custo do capital total de uma empresa exprime a remuneração mínima exigida pelos proprietários de suas fontes de recursos. Tem-se o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) como o resultado da média ponderada do custo do capital de terceiros e do capital próprio da empresa, ou seja, custo total do capital (ASSAF NETO, 2010; SANVICENTE, 2012; CUNHA ET AL, 2013; GOMES, 2014; SEMEDO, 2015; BARROS, MATOS E COLAUTO, 2015). Nesse sentido, o capital de terceiros é representado pelas fontes onerosas, ou seja, passivo oneroso. Já o capital próprio é representado pelas ações preferenciais e ações ordinárias e para análise do custo do capital próprio para fins desta pesquisa foi adotado o modelo do fluxo de caixa descontado dos dividendos futuros, também denominado Modelo de Gordon (SILVA, GARBRECHT E CHEROBIM, 2012).

Também foi considerado para o desenvolvimento desta pesquisa o índice de rentabilidade Retorno do Ativo – ROI, o qual avalia o retorno dos recursos aplicados e o índice de endividamento que revela a Participação do Capital de Terceiros sobre o Capital Próprio – PCT (ASSAF NETO, 2010).

Compreender as mudanças no cenário econômico e o comportamento das finanças das empresas no tocante a estrutura de capital foi determinante para a escolha da amostra e do período analisado, assim, a população deste estudo correspondeu às empresas listadas na Brasil, Bolsa Balcão – B3, no período de 2010 a 2018, contemplando empresas de diferentes setores de atividade da B3 com exceção do setor financeiro e seguradoras, pelas suas especificidades em relação às demais empresas.

1.3 ESTRUTURA DA PESQUISA

O presente trabalho está estruturado, além desta introdução, em mais quatro seções. A segunda seção trata-se do referencial teórico, a metodologia encontra-se na terceira seção, na quarta seção apresenta-se a análise dos resultados e por fim, na quinta seção as considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção, discorre-se sobre os principais conceitos relacionados ao estudo, a partir da literatura. O referencial teórico foi dividido em quatro tópicos. O primeiro versa sobre a estrutura de capital, especificamente sobre a teoria tradicionalista e a teoria da irrelevância da estrutura de capital. O segundo aborda o custo do capital, utilizando o custo médio ponderado de capital (CMPC), o índice de rentabilidade do retorno do investimento (ROI) e o índice de endividamento Participação do Capital de Terceiros sobre o Capital Próprio (PCT). No terceiro, são apresentados alguns critérios para tomada de decisão e modelo de apuração do valor da empresa, e por fim, o quarto tece algumas considerações sobre os dados da economia no Brasil.

2.1 ESTRUTURA DE CAPITAL

Há duas grandes correntes teóricas que norteiam a estrutura de capital: a Teoria Tradicionalista ou Convencional, tendo como maior representante Durand (1952) e a Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital proposta por Modigliani e Miller (1958, 1963). Embora, nos últimos sessenta anos tenham surgido novas teorias a partir dos estudos de Modigliani e Miller este estudo baseia-se principalmente nessas duas Teorias as quais serão abordadas na sequência.

Conceitualmente, tem-se a estrutura de capital como a escolha da fonte de financiamento da empresa para a maximização dos resultados dos investidores (MYERS, 1977, 1984; MYERS, MAJLUF, 1984), ou seja, a estrutura de capital refere-se à composição do financiamento da empresa para financiar suas atividades levando em consideração o capital próprio ou capital alheio, bem como os riscos envolvidos nos negócios.

Desta forma, a Estrutura de Capital é definida pelo financiamento de curto e longo prazo oriundo do capital próprio (patrimônio líquido) e do capital de terceiros (exigível), cabendo aos gestores à decisão da utilização do capital de terceiros em pequena ou grande quantidade, as variações de estrutura de capital são infinitas considerando os inúmeros instrumentos (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002).

Quadro 1: Origem e aplicação de recursos

Aplicação dos recursos	Origem dos recursos	
ATIVO	PASSIVO	
Investimentos	Passivo Circulante	Capital de terceiros
	Passivo não Circulante	
	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	Capital Próprio
	Ação Preferencial	
	Ação Ordinária	
	Lucros retidos	

ESTRUTURA DE CAPITAL

Fonte: Elaborado pela Autora, 2020.

Corroborando com esse entendimento, Silva (2011) descreve a Estrutura de Capital como a forma que as empresas utilizam o capital próprio e o capital de terceiros para financiar os seus ativos. Em sentido geral, os recursos fornecidos pelos sócios ou acionistas são denominados de capital próprio e os recursos obtidos através do endividamento são denominado capital de terceiros ou capital alheio.

Portanto, uma empresa pode tornar-se alavancada, dependendo de uma maior ou menor participação do capital de terceiros em suas fontes de financiamento. A seguir, são apresentados neste capítulo vários estudos que demonstram que não há uma fórmula única que sirva de regra às empresas sobre qual a melhor composição a ser utilizada.

Para tanto, foi realizada a busca pelo referencial teórico com a finalidade de estudar e demonstrar as pesquisas realizadas anteriormente sobre o tema nas bases do periódico da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), a partir das palavras chaves: estrutura de capital, endividamento, *Economic Value Added*, *Market Value Added* e Modigliani e Miller, demonstrado no quadro 2.

Quadro 2: Amostra dos artigos selecionados para integrar o referencial teórico

AUTOR	OBJETIVO	METODOLOGIA
BITTENCOURT, Wanderson Rocha; ALBUQUERQUE, Pedro Henrique Melo. 2018	Pesquisa busca identificar como está sendo pesquisada a estrutura de capital em periódicos nacionais. Palavras-chave: Estrutura de capital; Estrutura da dívida; Bibliométrica.	Levantamento bibliométrico na base Periódicos Capes com os termos estrutura de capital e estrutura da dívida, no título ou palavras-chave. Foram encontrados, ao todo, 80 artigos.

AUTOR	OBJETIVO	METODOLOGIA
NISIYAMA, Edelcio Koitiro; NAKAMURA, Wilson Toshiro.	Revisão das publicações recentes que envolvem estudos sobre a estrutura de capital das empresas. Palavras-chave: Estrutura de Capital, Endividamento, Revistas Acadêmicas Internacionais	Período da pesquisa de 2011 a 2013, nas revistas acadêmicas internacionais na área de finanças que apresentam os maiores fatores de impacto: The Review of Financial Studies, The Journal of Finance, Journal of Financial Economics e Journal of Banking & Finance.
COELHO, Ana Lúcia de Araújo Lima et al.	Identificação das principais teorias adotadas pelos pesquisadores atinentes à estrutura de capital nos estudos associados às empresas nacionais e internacionais. Palavras-chave: Estrutura de Capital. Pecking Order. Estudo Bibliométrico.	Pesquisa realizada por meio de publicações relacionadas a estrutura de capital, entre 2000 a 2008, na base dos periódicos nacionais e internacionais “A”, na área de Administração, Ciências Contábeis e Turismo, classificadas pela Qualis/CAPES referentes ao triênio 2007/2009.

Fonte: Elaborado pela Autora, 2020.

Neste contexto, os artigos contendo revisão bibliográfica sobre o tema pesquisado serviram de base para a busca da referência bibliográfica que enriqueceram e contribuíram com o desenvolvimento desta pesquisa, os quais fazem parte do Apêndice A.

2.1.1 Teoria Tradicional ou Convencional

Brealey e Myers (1992, p.409) argumentam que na corrente Tradicional, há a possibilidade de os investidores das empresas desvalorizar o risco financeiro criado por um nível de capital alheio moderado, neste caso, “os investidores das empresas moderadamente endividadas poderão aceitar uma taxa de rentabilidade mais baixa do que aquela que realmente deveriam. ” Não obstante despertem quando este se torna excessivo, isso fará com que se sujeitem a um maior risco financeiro do que os credores, passando a exigir uma rentabilidade superior proporcional ao aumento do risco financeiro em virtude do aumento excessivo do capital de terceiros.

Na teoria tradicional a estrutura de capital influencia o valor da empresa. Com esse pensamento, até um determinado nível de endividamento o custo do capital de terceiros mantém-se estável, entretanto devido ao aumento do risco de falência, eleva-se a partir desse

nível. Considerando que o custo do capital de terceiros é inferior ao custo do capital próprio, a empresa deveria optar pelo financiamento através do capital de terceiros até o ponto em que o seu custo total de capital obtivesse um grau mínimo, o que alcançaria a estrutura ótima de capital e conseqüentemente a maximização do valor da empresa (BRITO; CORRAR; BATISTELA, 2007).

A corrente tradicionalista utiliza o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC), o qual será abordado no segundo tópico, que é resultado da média ponderada do custo do capital de terceiros e do capital próprio da empresa, como fundamentação, afirmando que a minimização deste motivaria uma estrutura ótima de capital (GOMES, 2014).

Semedo (2015) por sua vez, discorre que o custo do capital alheio se manterá constante até um nível, contudo, quando esse nível se torna excessivo os credores perceberão um maior risco financeiro e exigirão uma rentabilidade proporcional ao aumento do risco, igualmente maior.

Continuando com o mesmo autor (2015, p.5) “a conduta destes dois *players* fará com que o CMPC apresente um comportamento decrescente até atingir o ponto mínimo, correspondente ao nível de capital alheio ótimo, e crescente a partir desse ponto”. Ou seja, quando o CMPC alcança o ponto mínimo gera economias pelo maior uso do capital alheio em detrimento do aumento do custo do capital próprio, havendo, portanto, uma exata compensação. A partir desse ponto, ocorre o aumento do custo do capital próprio e alheio, resultando no aumento do CMPC.

Continuando, o citado autor conclui que o valor da empresa, em níveis moderados de endividamento aumenta com a sua utilização, que a maximização do valor da empresa ocorre no ponto ótimo e que a partir desse ponto o aumento do nível de utilização do capital alheio influencia o valor da empresa de forma negativa.

Considera-se, desta forma, que a estrutura de capital ótima é aquela onde o valor da empresa é maximizado no ponto em que o custo de capital é minimizado. Isso pode ser observado na figura 1.

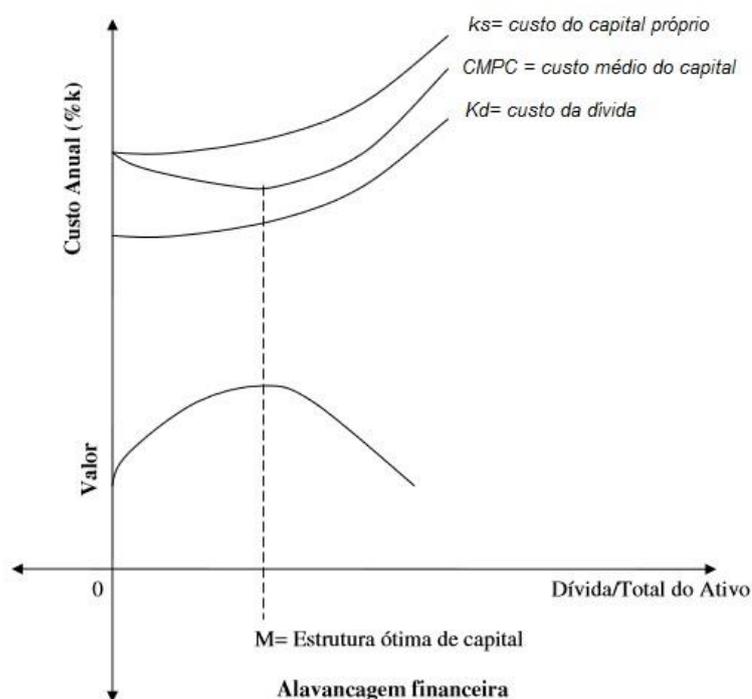


Figura 1: Estrutura ótima de capital
Fonte: Google Imagens, 2020

Observa-se na Figura 1 que a linha do CMPC a princípio diminui porque o custo da dívida após os impostos corporativos é mais barato que a do Patrimônio Líquido e, assim, inicialmente o custo total do capital diminui (ROSS; WESTERFIEL; JORDAN, 2008). Na parte inferior da Figura 1 está evidenciado que o valor da empresa é maximizado, à medida que o CMPC diminui, entretanto, em algum ponto, o custo da dívida começa a subir devido ao aumento à exposição ao risco. Desse ponto em diante os credores e investidores passam a exigir um prêmio pelo risco em razão dos custos dos problemas financeiros a que se expõe a companhia (ROSS; WESTERFIEL; JORDAN, 2008).

Nesse contexto, o equilíbrio da estrutura de capital torna-se decisivo para o nível de endividamento da empresa.

2.1.2 Teoria de Modigliani e Miller

Contrariando a Teoria Tradicionalista os estudos referentes à Estrutura de Capital tiveram um marco principal há pouco mais de sessenta anos. Os precursores foram Modigliani e Miller (1958), mais conhecidos na literatura por MM, que no artigo “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*” publicado em 1958 trata

da Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital. Foi a partir desse estudo que gerou na uma grande discussão na Teoria de Finanças sobre a estrutura de capital das empresas, a qual perdura até os dias atuais.

Modigliani e Miller (1958) argumentam que não há a capacidade de uma empresa alterar o valor de seus títulos alterando as proporções da estrutura de capital, em outras palavras, o valor da empresa será sempre o mesmo, qualquer que seja a sua estrutura de capital (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002).

Embora a estrutura de capital seja um tema amplamente pesquisado ainda não há um consenso sobre a existência de uma estrutura ótima de capital, já citado anteriormente. No entanto, a realização deste estudo tem como um dos objetivos verificar empiricamente a validação desta teoria na área de finanças corporativas levando em consideração as mudanças ocorridas no cenário econômico brasileiro nos últimos anos.

A Teoria de MM utiliza-se de dois pressupostos, um de que não há imposto sobre a renda de pessoa física ou jurídica e outra que incorpora o imposto de renda de pessoa jurídica. Para tanto, são apresentadas a seguir as proposições que norteiam a Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital e sua fundamentação:

- 1) Não há impostos de pessoas físicas nem de pessoa jurídica.
- 2) O risco do negócio pode ser medido pelo σ_{EBIT} e as empresas com o mesmo grau de risco do negócio são conhecidas por estarem em uma *classe de risco homogênea*.
- 3) Todos os investidores, atuais e potenciais, têm estimativas idênticas do EBIT futuro de cada empresa; isto é, os investidores têm *expectativas homogêneas* sobre os lucros futuros esperados da empresa e o risco desses lucros.
- 4) As ações e os títulos de dívida são negociados em *mercados de capitais perfeitos*. Esse pressuposto implica, entre outras coisas, (a) que não há custos de corretagem e (b) que os investidores (tanto individuais como institucionais) podem tomar empréstimos à mesma taxa que as empresas.
- 5) A dívida das empresas e dos indivíduos é sem risco, de forma que a taxa de juros sobre toda a dívida é a taxa livre de risco. Além disso, essa situação mantém-se independentemente de quanta dívida uma empresa (ou indivíduo) usa.
- 6) Todos os fluxos de caixa são perpetuidades, isto é, todas as empresas esperam crescimento nulo, por isso têm um Ebit “supostamente constante” e todos os títulos de dívidas são perpetuidades. “Supostamente constante” significa que a melhor suposição é de que o Ebit será constante, mas após o fato o nível realizado pode ser diferente do nível realizado. (BRIGHAM; GAPENSKI; EHRHARDT, 2001, p.603).

A análise da alavancagem sob o pressuposto de que não há impostos sobre a renda de pessoa física ou jurídica, levaram MM a duas proposições:

Proposição I – valor de mercado de qualquer empresa estabelecido pela capitalização de seus lucros operacionais líquidos esperados (EBIT) a uma

taxa constante (K_{su}) que baseia na classe de risco da empresa. (BRIGHAM; GAPENSKI; EHRHARDT, 2001, p.603).

Proposição II – o custo do capital próprio para uma empresa alavancada, K_{sl} é igual a (1) custo do capital próprio para uma empresa não alavancada na mesma classe de risco, K_{su} , mais (2) um prêmio pelo risco cujo tamanho depende da diferença entre os custos de dívida e capital próprio de uma empresa não alavancada e do montante de dívida usado. (BRIGHAM; GAPENSKI; EHRHARDT, 2001, p.604).

Brigham; Gapenski; Ehrhardt (2001) preceitua que juntas, as duas proposições de MM implicam que o valor da empresa não será aumentado com a inclusão de mais dívida na estrutura de capital, haja vista haverá uma exata compensação da dívida mais barata com o aumento do risco, e, portanto, no custo do capital próprio. Desta forma, os argumentos de MM é que em um mundo isento de impostos, tanto o valor de uma empresa como seu WACC não seriam afetados por sua estrutura de capital.

O trabalho original de MM, publicado em 1958 tinha como premissa a ausência de impostos. Porém, Brigham; Gapenski; Ehrhardt (2001) descreve que em 1963 os autores publicaram um segundo artigo incorporando o imposto de renda de pessoa jurídica, concluindo que a alavancagem aumentará o valor da empresa considerando que os juros são despesas dedutíveis para fins fiscais, fazendo com que uma porção maior do lucro operacional de uma empresa alavancada flua para os investidores. Para tanto, apresentam duas proposições, a saber:

Proposição I – o valor de uma empresa alavancada é igual ao valor de uma empresa não alavancada, na mesma classe de risco do negócio v_u mais o ganho da alavancagem. O ganho da alavancagem é o valor da economia fiscal, encontrado como o produto da alíquota do imposto de renda (T) vezes o montante da dívida que a empresa usa. (BRIGHAM; GAPENSKI; EHRHARDT, 2001, p.606).

Proposição II – o custo do capital próprio para uma empresa alavancada é igual a (1) custo do capital próprio para uma empresa não alavancada na mesma classe de risco mais (2) um prêmio pelo risco cujo tamanho depende da diferença entre o os custos de capital próprio e da dívida de uma empresa não alavancada, o montante de alavancagem financeira usado e a alíquota do imposto de renda da pessoa jurídica. (BRIGHAM; GAPENSKI; EHRHARDT, 2001, p.606).

Posto isto, a “Proposição II combinada com o fato de que os impostos reduzem o custo efetivo de dívida, é o que produz o resultado da Proposição I, especificamente, que o valor da empresa aumenta conforme sua alavancagem aumenta.” (BRIGHAM; GAPENSKI; EHRHARDT, 2001, p.606).

Assim, Assaf Neto (2010) esclarece que empresas competitivas enfatizam estratégias de financiamento substituindo o capital próprio por capital de terceiros. As taxas de juros menores do que o retorno da aplicação desses recursos e os benefícios fiscais provenientes das despesas

de juros possibilitam que ocorra uma alavancagem financeira favorável, proporcionando um aumento nos resultados dos proprietários e valorizando o preço de mercado das ações.

2.2 CUSTO TOTAL DO CAPITAL E CRIAÇÃO DE VALOR

De acordo com Assaf Neto (2010) o custo do capital de uma empresa, reflete a remuneração mínima exigida pelos proprietários de suas fontes de recursos (credores e acionistas), sendo utilizada como taxa mínima de atratividade das decisões de investimentos. Nessa lógica, são apresentados os conceitos do Custo Médio Ponderado de Capital - CMPC, que engloba o capital próprio e de terceiros, bem como o índice de rentabilidade Retorno do Ativo – ROI, o qual avalia o retorno dos recursos aplicados e o índice de endividamento que revela a Participação do Capital de Terceiros sobre o Capital Próprio – PCT.

2.2.1 Custo Médio Ponderado de Capital

O custo total do capital da empresa é obtido mediante do cálculo da média dos custos de capacitação, ponderada pela participação de cada fonte de fundos na estrutura de capital em longo prazo. Assim sendo, os investidores devem exigir uma remuneração maior que os credores sob os argumentos: o primeiro demonstra que o retorno do capital do proprietário está vinculado ao desempenho esperado da empresa e o segundo envolve a dedutibilidade dos encargos financeiros no cálculo da provisão para o Imposto de Renda, com isso, o custo do capital de terceiros reduz pela economia fiscal gerada aumentando a alavancagem dos resultados, o que não ocorre quando da distribuição de lucros aos acionistas (ASSAF NETO, 2010).

Com o objetivo de investigar a aderência entre a prática e a literatura atual sobre o uso do Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC) em estudo realizado por Cunha et al. (2013), os autores concluíram que 79% dos laudos aplicaram corretamente o modelo do CMPC como taxa de desconto ao fluxo de caixa livre da firma.

O custo médio ponderado de capital – CMPC é a taxa que uma empresa deve pagar, em média, a todos os detentores de títulos para financiar seu Ativo, é calculada pela seguinte fórmula:

$$CMPC = W_d \cdot K_d + W_p \cdot K_p + W_s \cdot K_s$$

Onde:

- W_d = capital de terceiros
- K_d = custo do capital de terceiros

- WP = ação preferencial
- KP = custo do capital da ação preferencial
- WS = ação ordinária
- KS = custo do capital da ação ordinária

A seguir, serão apresentados os detalhamentos de cada variável da fórmula do CMPC:

O capital de terceiros ou endividamento contábil representado por W_d é calculado como a soma das dívidas de curto e longo prazo, ou seja, passivo circulante e não circulante dividido pelo Ativo total, sendo esses dados extraídos das Demonstrações Contábeis das empresas.

$$w_d = \frac{\textit{Passivo circulante} + \textit{Passivo não circulante}}{\textit{Ativo Total}} \times 100$$

Para o cálculo do custo do capital de terceiros K_d foram consideradas as despesas financeiras menos a alíquota do imposto de renda dividido pelo passivo oneroso. O passivo oneroso demonstra qual é a despesa de intermediação financeira da empresa. Os resultados foram obtidos pelas seguintes equações:

$$K_d = \frac{\textit{Despesas Financeiras} (1 - IR)}{\textit{Passivo Oneroso}}$$

O Passivo oneroso corresponde ao total do Ativo subtraído do Passivo Operacional. O Passivo Operacional corresponde às contas cíclicas, ou seja, aquelas que têm relação com a atividade operacional da companhia, como fornecedores, imposto a recolher e encargos sociais a pagar, bem como de forma explícita, não costumam apresentar custos financeiros (ASSAF NETO, 2010, p.132).

O capital próprio é representado pelas ações preferenciais e ações ordinárias e para análise do custo do capital próprio para fins desta pesquisa foi adotado o modelo do fluxo de caixa descontado dos dividendos futuros, também denominado Modelo de Gordon cuja metodologia será discutida mais adiante.

Damodaran (1997) relata que o custo de capital próprio é a taxa de retorno que os investidores buscam obter para serem compensados pelo risco que assumem no investimento. Uma das maneiras de calcular este retorno mínimo é através da abordagem do crescimento dos dividendos oriundo do Modelo de Gordon de 1962.

Dessa maneira, Ross; Westerfield e Jaffe (2002, p.320), “os administradores devem escolher a estrutura de capital que acreditam poder levar ao maior valor possível para a empresa, pois essa estrutura de capital será a mais benéfica para os acionistas”, ou seja, devem buscar a maximização da empresa de forma que o retorno produzido possa remunerar os acionistas em suas expectativas.

No CMPC o capital próprio ou os recursos fornecidos pelos sócios ou acionistas são representados por W_p e W_s , enquanto que o custo do capital próprio é representado por K_p e K_s , e revela o retorno desejado pelos acionistas de uma empresa em suas decisões de aplicação do capital próprio (ASSAF NETO, 2010).

Corroborando com Damodaran acima citado, Assaf Neto (2010) explana que um procedimento muito utilizado para determinação do capital próprio é o modelo do fluxo de caixa descontado dos dividendos futuros esperados pelo mercado, ou seja, Modelo de Gordon de 1962.

Assim, o cálculo dos custos das ações ordinárias e preferenciais, ou seja, do custo do capital próprio poderão ser efetuados por meio da utilização do Modelo de Gordon pode ser expresso da seguinte forma:

$$K_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Onde:

K_s = custo do capital das ações

D_1 = dividendo esperado para o próximo período

P_0 = preço da ação

g = taxa de crescimento esperado

Um dos argumentos para o cálculo do custo de capital por meio do Modelo de Gordon é de que os dividendos tenham evolução a uma taxa de crescimento estável e positiva. Damodaran (1997) descreve a taxa de crescimento estável como a taxa de crescimento que uma empresa pode manter por tempo ilimitado tanto em lucros quanto em dividendos e fluxos de caixa.

Continuando o mesmo autor discorre sobre a utilização das taxas históricas de crescimento do passado como taxa de crescimento para o futuro. Para tanto, pode ser utilizada a média aritmética ou a média geométrica. A média aritmética é a média das taxas de crescimento passadas, enquanto que a média geométrica leva em consideração o efeito

composto, sendo esta última uma medida clara e mais precisa do crescimento real nos lucros passados, especialmente se o crescimento anual não for constante.

Para Assaf Neto (2010) na mensuração do custo do capital próprio pelo método de fluxo de caixa descontado dos dividendos poderão ser utilizadas as estimativas de crescimento de lucros e outras informações financeiras que são bastante úteis, e geralmente estão disponíveis por instituições especializadas nesta área de estudo.

Contudo, para o histórico de pagamento dos dividendos serão calculadas as taxas de crescimento com a utilização da fórmula geométrica:

$$\textit{Taxa de Crescimento} = \left(\left(\frac{f}{i} \right)^{\frac{1}{a}} - 1 \right) * 100$$

Onde:

f = valor final

i = valor inicial

a = número de anos

Silva; Garbrecht e Cherobim (2012) em seu estudo analisou o Modelo de Gordon para o cálculo do custo de capital por meio da abordagem do crescimento de dividendos e sua aplicabilidade. Como resultado verificou que a estimação do cálculo do custo de capital é possível, pois utiliza-se de informações disponíveis publicamente, sempre que observadas às premissas básicas inerentes à sua utilização. Todavia, o modelo é sensivelmente afetado quando não se verifica aplicação das premissas básicas na prática, quais sejam: (a) período analisado de longo prazo; (b) os dividendos apresentam, no longo prazo, taxas médias positivas de crescimento; e (c) a taxa de retorno do capital desejada supera o valor previsto da taxa de crescimento g .

Assim como o custo de capital uma empresa evidencia a remuneração mínima exigida pelos proprietários de suas fontes de recursos, também há que se discorrer sobre o indicador de rentabilidade Retorno sobre o Investimento a seguir.

2.2.2 Retorno sobre o Investimento

Um dos indicadores de rentabilidade, o retorno sobre o investimento (ROI) serve para avaliar o retorno produzido pelo total dos recursos aplicados por acionistas e credores nos negócios. O investimento é composto por recursos onerosos através dos empréstimos e financiamentos e o recursos próprios (ASSAF NETO, 2010).

O retorno sobre o investimento (ROI) é obtido pela razão entre o lucro antes dos juros e imposto de renda (LAJIR) e o investimento, sendo que o investimento é calculado pelo valor do Ativo menos o passivo operacional, da seguinte forma:

$$ROI = \frac{LAJIR}{INVESTIMENTO} \times 100$$

Sendo:

$$INVESTIMENTO = ATIVO - PASSIVO OPERACIONAL$$

Os passivos inerentes à atividade da empresa tais como: salários, encargos sociais, fornecedores, etc., não são recursos efetivamente investidos na empresa por seus credores ou acionistas sendo mais bem classificados como Passivo Operacional (ASSAF NETO, 2010).

Na sequência, outro índice que deve ser tratado é o índice de endividamento, aqui trataremos apenas do índice da relação de capital de terceiros sobre o capital próprio.

2.2.3 Participação do Capital de Terceiros sobre o Capital Próprio

Este índice revela o percentual de capital de terceiros em relação ao Patrimônio Líquido, revelando a dependência quanto aos recursos externos sendo representada pela seguinte fórmula:

$$PCT = \frac{Passivo\ circulante + Passivo\ não\ circulante}{Patrimônio\ Líquido} \times 100$$

Essa relação retrata o nível de endividamento da empresa, ou seja, quanto a empresa possui de capital de terceiros para cada unidade monetária de capital próprio, um resultado superior a 1 evidencia maior grau de dependência financeira em relação aos recursos de terceiros (ASSAF NETO, 2010).

Para o alcance do objetivo deste estudo, necessário se faz discorrer sobre as decisões de investimentos e os métodos para avaliação do valor de mercado das empresas, os quais serão apresentados a seguir.

2.3 DECISÕES DE INVESTIMENTO E VALOR DE MERCADO DA EMPRESA

As empresas avaliam o investimento de capital, segundo Sousa (2007, p.25) seguindo três passos “construção dos fluxos de caixa, aplicação de técnicas de avaliação e seleção de alternativas viáveis.” São passos comuns, mas que de acordo com o autor podem trazer a empresa decisões assertivas em seus investimentos.

As decisões de aplicação de recursos em longo prazo são realizadas após a análise de investimentos por administradores da empresa e objetiva assegurar aos acionistas e proprietários a recompensa pelo capital aplicado, ampliação de suas atividades e ativos permanentes, agregando valor a empresa (TACINI, 2011).

Gonçalves e Bispo (2012, p.113) trazem que decisões financeiras como “definir as melhores oportunidades de captação de recursos e optar pelos investimentos que oferecem um retorno maior que o custo de capital” devem ser consideradas quando da intenção de agregar valor a empresas, e ressalta que é necessário aferir a relação risco-retorno que podem ocasionar ao aumento ou a redução desse valor.

Para apurar o valor da empresa existem vários modelos, Araújo e Assaf Neto (2006) no estudo realizado com o propósito de elucidar de maneira didática a aplicação da contabilidade no apoio a gestão baseada em valor, escolheram o modelo baseado no valor econômico agregado ou *Economic Value Added* (*EVA*[®] marca registrada da Stern Stewart & Co., empresa de consultoria norte-americana) e concluíram que a utilização do *EVA*[®] como parâmetro de avaliação de gestão da empresa constitui-se numa poderosa ferramenta de análise e acompanhamento de negócios.

O *Economic Value Added* - *EVA*[®] pode ser apurado da seguinte forma:

$$EVA = (ROI - CMPC) \times Investimento$$

Onde ROI é o índice de rentabilidade Retorno sobre Investimento e Investimento é o total dos recursos próprios e de terceiros representado pelo Ativo menos o Passivo Operacional, já mencionado anteriormente. Em concordância com Assaf Neto (2010, p.152) “O valor econômico agregado (*VEA*) é uma medida de criação de valor identificada no desempenho operacional da própria empresa, conforme retratado pelos relatórios financeiros.” Entretanto, pela análise financeira tradicional não é possível identificar se a empresa está criando ou destruindo valor, é nesse sentido, que verifica se a importância do *EVA*[®] e suas contribuições, dentre outras, associando o custo de oportunidade ao investimento realizado. Um resultado de

EVA^{\circledR} positivo demonstra a criação do valor e um resultado de EVA^{\circledR} negativo por sua vez, demonstra a destruição de valor.

Araújo e Assaf Neto (2006) argumentam que o EVA^{\circledR} relacionado com o CMPC, é consegue chegar ao *goodwill*, o qual segundo os autores é considerado um dos mais importantes ativos intangíveis das empresas. Desta forma, calcula-se o *goodwill* das empresas pela equação:

$$GOODWILL = \frac{EVA}{CMPC}$$

Uma das concepções mais aceitas é a equiparação do *goodwill* como ativo, no entanto, o mesmo pode também ser equiparado ao conceito de *Market Value Added – MVA[®]*, tanto o MVA^{\circledR} quanto o *goodwill* se caracterizam pela diferença entre o valor de mercado e os valores investidos na empresa, o que difere um do outro é a forma de avaliação, enquanto o MVA^{\circledR} avalia os investimentos pelo custo corrigido, o *goodwill* avalia pelo custo histórico (ARAÚJO, ASSAF NETO, 2006).

Assim sendo, tem-se o MVA^{\circledR} como a medida de valor agregado pelo mercado e pode ser apurado pela seguinte formulação:

$$MVA^{\circledR} = Investimento + Goodwil$$

Em estudo realizado Kruger (2012) considera os modelos EVA^{\circledR} (*Economic Value Added*) para a rentabilidade do acionista e para o ativo total, o MVA^{\circledR} (*Market Value Added*) para medir o crescimento do valor total da empresa, esses modelos possibilitam identificar, se na prática, a empresa está agregando ou destruindo valor, para tanto, as empresas realizam comparações entre o ROI (Retorno sobre o investimento) com o CMPC (Custo Médio Ponderado de Capital). Com isso, esses servem como indicadores de apoio ao processo decisório e para a implementação das estratégias de gestão. Os resultados deste estudo “confirmam a base teórica da eficiência do EVA^{\circledR} e do MVA^{\circledR} como medidas de apoio ao processo de gestão, na identificação da geração ou destruição de riquezas para os acionistas, servindo como indicativos preditivos para a análise do desempenho empresarial” (KRUGER, 2012).

Já Macedo e De Sena Costa (2016) em seu estudo procederam a análise comparativa entre o poder explicativo alcançado pelos modelos EVA^{\circledR} e $CFROI^{\circledR}$, com relação ao valor de mercado das empresas que participam do índice IBRX Brasil da BM&FBovespa, avaliando

qual dessas medidas está mais relacionada com a criação de riqueza para os acionistas. A amostra foi composta por 54 empresas, entre o período de 2010 a 2015, por meio da utilização de regressões estimadas com base no método dos mínimos quadrados ordinários (*Polled*), as quais testaram a relevância da informação para criação de valor obtido através de cada metodologia, do *EVA®* e do *CFROI®*, analisados conjuntamente com outros indicadores de desempenho tradicionais, com o intuito de explicar o valor de mercado. Como resultado tem-se que em média o *EVA®* e o *CFROI®* apresentam-se negativos, representando que uma parte significativa das empresas não criaram valor, do ponto de vista econômico. Já para os resultados da correlação entre as medidas de desempenho, de criação de valor e o valor de mercado demonstraram que todas as variáveis são relacionadas positivamente, e as que apresentaram maior correlação foram o *ROA* e o *NOPAT*, além desses últimos explicarem melhor a composição do valor de mercado das companhias, diferentemente das outras medidas utilizadas. Já o *EVA®* e o *CFROI®* apresentaram uma correlação fraca com o valor de mercado.

2.4 ESTUDOS REALIZADOS COM DADOS DA ECONOMIA NO BRASIL

Já mencionado anteriormente, a economia brasileira entrou em recessão a partir do segundo trimestre do ano de 2014 e estendeu-se até o quarto trimestre do ano de 2016 (CODACE). De acordo com Banco Central do Brasil no Relatório de Estabilidade Financeira publicado em abril de 2019, a atividade econômica tem evidenciado recuperação gradual no segundo semestre de 2018. Porém, com ritmo de crescimento abaixo do previsto “os índices de utilização da capacidade de produção da indústria ainda são baixos, e o desemprego permanece elevado”.

Diante desse cenário, foram realizados diversos estudos sobre o tema, para tanto, citamos aqui alguns autores: Pillati e Petry (2016) analisou a correlação existente entre a estrutura de capital e a rentabilidade sobre o patrimônio líquido de 46 empresas do segmento de energia elétrica listadas na BM&F Bovespa, segregando os dados entre empresas pertencentes a um determinado segmento da BM&F Bovespa e comparados com empresas que não pertencem aos segmentos, nos anos de 2011 a 2013. Para tanto, coletou os dados das demonstrações financeiras anuais das organizações, realizou análise quantitativa por meio de correlações descritivas simples e também da técnica de Correlação de Pearson. Os resultados apontaram média e mediana superior para os indicadores de endividamento e rentabilidade

sobre o patrimônio líquido nas empresas não pertencentes aos segmentos, e correlação moderada entre estes indicadores.

Da Silva et al. (2017) em sua pesquisa objetivou analisar a relação entre estrutura de capital e desempenho das empresas dos subsetores de Construção civil e Construção e engenharia listadas na BM&FBovespa, com amostra composta por 32 empresas durante os anos-calendário de 2009 e 2015, resultando em 224 observações. Como *proxy* para o desempenho considerou o ROA. Identificou como resultado, a relação negativa entre a estrutura de capital e o desempenho, verificando que quanto maior utilização de capital de terceiros, menor o retorno. Utilizou as variáveis de controle, remuneração de capital próprio, crescimento, as quais apresentaram sinal positivo, e, remuneração de capital de terceiros, imobilização e eficiência operacional, apresentou-se negativa em relação ao ROA.

Em estudo realizado Schuh et al. (2017) buscou analisar o impacto da atividade econômica agregada na estrutura de capital das empresas do setor da construção civil brasileira. Para tanto, estimou um modelo de dados em painel para o período de 2003 a 2015. Os resultados indicaram similaridade no comportamento do endividamento de longo prazo e a utilização de capital de terceiros em relação às variações da taxa de juros, do câmbio e do PIB, indicando que um aumento destes induz a uma diminuição do endividamento das empresas estudadas. E, a relação oposta do endividamento de curto prazo no que tange à taxa de juros e ao câmbio, levando a crer que há diferenciação nos critérios adotados para obtenção dos recursos.

Com a observação de que o da construção civil vem atravessando um período conturbado, o qual certamente refletira no resultado do desempenho econômico-financeiro das empresas. Lima, Oliveira e De Souza Rodrigues (2017) realizaram estudo sobre os reflexos da crise econômica nos indicadores de desempenhos econômicos e financeiros nas empresas de construção civil no Brasil, com base em levantamento de dados no sistema *Econômica*® no período de 2010 a 2015. A amostra restou composta por 17 companhias listadas na BM&FBovespa e obteve os seguintes resultados: variações relevantes dos os indicadores econômicos e financeiros durante o período estudado; 2015 o ano de maior reflexo em relação ao endividamento com impacto no resultado líquido e taxas de retorno.

Os estudos acima apresentados refletem um panorama do comportamento de alguns setores frente à economia brasileira em relação à estrutura de capital, os quais contribuiram para análise do contexto economia no período examinado desta pesquisa.

3 METODOLOGIA

Neste capítulo são apresentados os métodos utilizados para a realização desta pesquisa, o modelo estatístico, a amostra e a coleta dos dados.

3.1 DELINEAMENTOS DA PESQUISA

Para o desenvolvimento deste estudo que tem como objetivo geral analisar se a estrutura de capital influenciou o valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto listadas na bolsa de valores no período de 2010 a 2018, em conjunturas econômicas distintas, tendo como base teórica principal a Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital de Modigliani e Miller (1963), ou seja, as Proposições I e II de MM, considerando a existência de impostos corporativos através da análise das demonstrações contábeis e análise dos dados por meio do método estatístico de dados em painel. Esta pesquisa classifica-se quanto à natureza como aplicada e quanto aos objetivos como descritiva. A pesquisa descritiva: “visa descrever as características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre variáveis. Envolve o uso de técnicas padronizadas de coleta de dados: questionário e observação sistemática. Assume, em geral, a forma de levantamento” (SILVA e MENEZES, 2005, p.138). Desse modo, a coleta de dados realizou-se através do banco de dados da *Economática, Thompson*, plataforma que armazena os dados do mercado financeiro.

Quanto à abordagem classifica-se como quantitativa, de acordo com Creswell (2014) neste tipo de abordagem o investigador usa alegações de causa e efeito, redução de variáveis, uso de mensuração e observação de teste de teorias, a fim de empregar estratégias que gerem dados estatísticos e quanto aos procedimentos documental, bibliográfica e estudo de caso.

A escolha do modelo estatístico de Dados em Painel levou em consideração o número de empresas da amostra e o tempo estudado de nove anos. Gujarati (2006) descreve que dados em painel é um tipo especial de dados combinados nos quais a mesma unidade em corte transversal é pesquisada ao longo do tempo. Tem uma dimensão espacial e outro temporal e proporciona informações sobre a dinâmica do comportamento, é um modelo que possui maior robustez para explicar os dados propostos neste estudo.

Desta forma, a análise da influência da estrutura de capital foi realizada a partir da base de dados em painel, tendo em vista a análise *cross-section* em uma série temporal. Os dados utilizados foram extraídos do software *Economática* e analisados estaticamente pelo software *Stata* – ver.15. O período escolhido para análise compreende os anos de 2010 a 2018,

totalizando, portanto, nove anos. Essa escolha se deu para avaliar o comportamento da estrutura de capital no valor de mercado das empresas considerando as mudanças ocorridas no cenário econômico brasileiro ao longo deste período.

Pesquisas quantitativas se utilizam de hipóteses, que no entendimento de Creswell (2007, p. 127) “são previsões sobre os resultados e podem ser escritas como hipóteses alternativas, especificando os resultados esperados exatos (mais ou menos, mais alto ou mais baixo do que alguma coisa)”. Considerando a problemática exposta neste estudo tem se as hipóteses: H0 – a estrutura de capital influencia no valor de mercado da empresa e H1 – a estrutura de capital não influencia no valor de mercado da empresa.

Com base nas hipóteses da pesquisa definiu-se como variável dependente: Valor de Mercado e como variável independente: CMPC, Capital Próprio, Capital de Terceiros, a Participação do Capital de Terceiros sobre o Capital Próprio e o ROI e a variável *dummy* CRISE que foi dividida da seguinte maneira: 2010 a 2014 – Sem Crise = 0, e 2015 a 2018 – Com Crise = 1

Para tanto, foram realizados os testes de efeitos fixos e efeitos aleatórios disponíveis no modelo de dados em painel para escolha do modelo mais adequado para desenvolvimento da pesquisa. O modelo geral para dados em painel é representado por:

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}x_{1it} + \dots + \beta_{nit}x_{kit} + e_{it}$$

Assim, temos que o subscrito *i* indica os diferentes indivíduos e o subscrito *t* indica o período de tempo que está sendo estudado. β_0 se refere ao parâmetro de intercepto, β_k ao coeficiente angular que corresponde à k-ésima variável explicativa do modelo e e_{it} significa o termo de erro. Os resultados desta análise são apresentados no capítulo 4.

3.2 AMOSTRA E COLETA DOS DADOS

Para Marconi & Lakatos (2003, p.163) o pesquisador decidirá, após a escolha do assunto, pelo estudo de todo o universo da pesquisa ou apenas sobre uma amostra.

Nem sempre há possibilidade de se pesquisar todos os indivíduos do grupo ou da comunidade que se deseja estudar, devido a escassez de recursos ou a premência do tempo. Neste caso, utiliza-se o método da amostragem, que consiste em obter um juízo sobre o total (universo), mediante a compilação e exame de apenas uma parte, a amostra, selecionada por procedimentos científicos. (MARCONI & LAKATOS, 2003).

A amostra correspondeu a um total de 261 observações oriundas de 29 empresas no período de 2010 a 2018, extraídas do universo das empresas listadas na Bolsa, Brasil e Balcão-

B3, através da plataforma *Econômica*. Para a escolha das empresas participantes da amostra foram definidas algumas premissas necessárias para aplicação do modelo de fluxo de descontos de dividendos futuros ou Modelo de Gordon, os quais já foram comentados no capítulo 2, tópico 2.2, a saber: o período analisado é de longo prazo; os dividendos apresentam, no longo prazo, taxas médias positivas de crescimento; e a taxa de retorno do capital desejada supera o valor previsto de crescimento g .

Diante do exposto, inicialmente foram selecionadas 79 empresas listadas na Bolsa, Brasil e Balcão-B3 que pagaram dividendos no período de estudo 2010 a 2018; destas 31 foram excluídas porque não haviam pagado dividendos ao longo de todo o período da análise, ou seja, foi constatado que em um ano ou mais dentro do período da amostra essas empresas deixaram de pagar dividendos. Com esta exclusão, restaram 48 empresas na amostra. Das 48 companhias 19 apresentaram taxa de crescimento negativa, devendo ser excluídas da amostra em consonância com uma das premissas do Modelo de Gordon. Por fim, restaram 29 empresas que atenderam os requisitos necessários para desenvolvimento desta pesquisa demonstradas na tabela 1.

Tabela 1: companhias que compõem a amostra

Companhia	Setor Econômica	Companhia	Setor Econômica
Ambev S/A	Alimentos e Bebidas	Lojas Renner	Comércio
Baumer	Outros	MRV	Construção
Ceg	Petróleo e Gás	Odontoprev	Outros
Cemig	Energia Elétrica	Panatlantica	Siderurgia & Metalurgia
Cia Hering	Têxtil	Sao Martinho	Alimentos e Bebidas
Copel	Energia Elétrica	Schulz	Veículos e peças
Cosan	Petróleo e Gás	SLC Agrícola	Agro e Pesca
Cyre Com-Ccp	Outros	Totvs	Software e Dados
Cyrela Realt	Construção	Trevisa	Outros
Embraer	Veículos e peças	Ultrapar	Petróleo e Gás
Eztec	Construção	Valid	Outros
Ger Parana	Energia Elétrica	Weg	Máquinas Industriais
Grendene	Têxtil	Wilson Sons	Transporte Serviços
Iguatemi	Outros	Yduqs Part	Outros
Klabin S/A	Papel e Celulose		

Fonte: *Econômica*, 2020

Ainda de acordo com a seleção das amostras das empresas apresenta-se na Tabela 2 a representatividade por setor pela classificação da *Econômica*.

Tabela 2: Amostra da representatividade por setor *Economática*

Setor Economática	%	Qtde
Outros	24,14%	7
Construção	10,34%	3
Petróleo e Gás	10,34%	3
Energia Elétrica	10,34%	3
Têxtil	6,90%	2
Alimentos e Bebidas	6,90%	2
Veículos e peças	6,90%	2
Software e Dados	3,45%	1
Comércio	3,45%	1
Transporte Serviços	3,45%	1
Máquinas Industriais	3,45%	1
Siderurgia & Metalurgia	3,45%	1
Agro e Pesca	3,45%	1
Papel e Celulose	3,45%	1
SOMA	100%	29

Fonte: Elaborado pela Autora, 2020.

Como pode se observar o setor de maior representatividade na amostra na classificação da *Economática* é o setor Outros que corresponde a 24,14% da população da amostra com 7 empresas, na sequência aparece a construção, petróleo e gás e energia elétrica com 10,34% correspondente a 3 empresas cada setor, os setores têxtil, alimentos e bebidas, veículos e peças com 6,90% e 2 empresas por setor e com 3,45% aparece 7 setores com 1 empresa cada em cada setor.

A maior limitação deste estudo centrou se na distribuição dos dividendos atendendo a uma das premissas do Modelo de Gordon. Para Assaf Neto (2010) as empresas devem estabelecer uma política de dividendos quanto às decisões sobre a destinação do o lucro líquido, podendo ser retido para reinvestimento na própria atividade ou distribuído na forma de dividendos em dinheiro aos acionistas e deve se ater as normas da legislação brasileira no que tange ao dividendo mínimo e obrigatório. Continuando, o mesmo autor relata que há duas grandes correntes de pensamentos relacionadas à definição da relevância ou irrelevância da distribuição dos dividendos, sendo a segunda, defendida pela Teoria de Modigliani e Miller, base deste estudo, que afirma que a riqueza da empresa é em função do potencial de gerar lucros e não quanto à distribuição dos resultados em dividendos ou em lucros retidos. Mas, como não foi objeto deste estudo a análise da influência dos dividendos isoladamente no valor de mercado da empresa, o mesmo não foi discutido com profundidade.

Para se chegar às variáveis dependente e independente descrevem-se as etapas para o desenvolvimento dos cálculos do CMPC, do índice de rentabilidade ROI, índice de endividamento Participação do capital de terceiros sobre o capital próprio (PCT) e dos índices de criação de valor, necessários para elaboração desta pesquisa, apresentados nas tabelas 3, 4 e 5 respectivamente, abaixo.

Tabela 3: Procedimentos para o cálculo do CMPC

ÍNDICE	FONTE	COMPONENTE DA FÓRMULA	FÓRMULA	DISCRIMINAÇÃO
CMPC - Custo Médio Ponderado de Capital	Demonstrações Contábeis		$W_D \cdot K_D + W_P \cdot K_P + W_S \cdot K_S$	CMPC - Reflete a remuneração mínima exigida pelos proprietários das fontes de recursos.
		W_D	Passivo/Ativo Total x 100	Reflete a participação do capital de terceiros.
		K_D	Despesas Financeiras (1-R) / Passivo Oneroso	Reflete o custo do capital de terceiros sem o efeito do imposto de renda.
		W_P	Proporcionalidade da ação preferencial sobre o ativo	Reflete a participação do capital próprio com as ações Preferenciais.
		K_P	Modelo de Gordon	Reflete o custo do capital da ação preferencial.
		W_S	Proporcionalidade da ação ordinária sobre o ativo	Reflete a participação do capital próprio com as ações ordinárias.
		K_S	Modelo de Gordon	Reflete o custo do capital da ação ordinária.
Passivo Oneroso	Demonstrações Contábeis	Passivo Circulante Passivo não Circulante	Passivo Financeiro CP + Passivo Financeiro LP	Reflete as origens dos recursos onerosos (empréstimos, financiamentos, etc).
Modelo de Gordon	Demonstrações Contábeis Dividendo pago por ação Preço da ação preferencial Preço da ação ordinária Taxa de crescimento	K_P e K_S	$D_i/P_o + g$	Reflete o custo das ações preferenciais e ordinárias. D_i = dividendo esperado pago para o próximo período. P_o = preço da ação. g = taxa de crescimento.
Patrimônio Líquido	Demonstrações Contábeis	Patrimônio Líquido	-	Reflete o total do capital próprio.

Fonte: Elaborado pela Autora, 2020.

Observa-se que a tabela 3 trata especificamente trata das etapas para o cálculo do custo médio ponderado de capital – CMPC, sendo que a maioria dos dados foi extraída das

demonstrações contábeis anuais de cada empresa. Esses dados foram organizados em planilhas Excel para facilitar os cálculos. Nota-se que o cálculo do CMPC é uma fórmula que compõe por 6 (seis) componentes variáveis, que foram calculados separadamente. Para o cálculo da participação do capital próprio, conta patrimônio líquido necessário se fez conhecer a quantidade total de ações emitidas pelas empresas. Diante disso, fez-se o cálculo da proporção dessa participação entre as ações preferenciais e ordinárias e posteriormente, aplicou-se esse percentual sobre o ativo para identificar a participação do capital próprio nos investimentos. A seguir, para o cálculo do custo da capital próprio aplicou-se o modelo de Gordon, para o qual buscou-se o valor do dividendo pago por ação no ano, o preço da ação preferencial e da ação ordinária no fechamento do trimestre não ajustada e a identificação, também extraídos da plataforma *Econômica* e da taxa de crescimento através da fórmula geométrica já mencionada no referencial teórico desta pesquisa. O resultado desses cálculos levou ao conhecimento das variáveis independentes da estrutura de capital, quais sejam: CMPC, capital próprio e capital de terceiros, participação do capital de terceiros sobre o capital próprio.

Na sequência, realizou-se os procedimentos para o cálculo do índice de rentabilidade ROI e do índice de endividamento PCT, variáveis independentes, demonstrados na tabela 4, a seguir:

Tabela 4: Procedimentos para o cálculo do ROI e PCT

ÍNDICE	FONTE	COMPONENTE DA FÓRMULA	FÓRMULA	DISCRIMINAÇÃO
ROI - Retorno sobre o Investimento	Demonstrações Contábeis	Lucro antes dos juros e impostos Investimentos	$\frac{\text{Lajir}}{\text{Investimentos}} \times 100$	Reflete o retorno dos recursos aplicados sobre o ativo pelos credores e acionistas.
Investimentos	Demonstrações Contábeis	Ativo Passivo Operacional	$\frac{\text{Ativo} - \text{Passivo Operacional}}{\text{Passivo Operacional}}$	Reflete o valor aplicado com recursos próprios e de terceiros.
Passivo Operacional	Demonstrações Contábeis	Passivo Circulante	$\frac{\text{Passivo Circulante} - \text{Passivo Circulante Financeiro}}{\text{Passivo Circulante Financeiro}}$	Reflete as origens dos recursos ligados a atividade operacional da empresa (salários, fornecedores, impostos e taxas, etc).
PCT – Capital de Terceiros sobre o Capital Próprio	Demonstrações Contábeis	Passivo Circulante Passivo não Circulante Patrimônio Líquido	$\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo não Circulante}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$	Reflete o nível de dependência (endividamento) do capital de terceiros sobre o capital próprio.

Fonte: Elaborada pela Autora, 2020.

A tabela 4 demonstra os procedimentos para o cálculo dos índices de rentabilidade do investimento ROI e do endividamento PCT. Nesta etapa, de acordo com a literatura apresentada sobre o ROI foi excluído dos investimentos o passivo operacional que são os recursos de terceiros que não são fornecidos por credores ou acionistas, mas sim da própria atividade operacional da empresa. Como os dados também são extraídos das demonstrações contábeis não há grandes dificuldades em identificá-los.

Dando continuidade, os procedimentos para chegar ao valor de mercado da empresa são apresentados na tabela 5:

Tabela 5: Procedimentos para o cálculo dos índices de criação de valor

ÍNDICE	FONTE	COMPONENTE DA FÓRMULA	FÓRMULA	DISCRIMINAÇÃO
<i>EVA</i> ®	Demonstrações Contábeis	ROI CMPC	$ROI - CMPC \times$ Investimentos	Reflete a criação ou destruição de valor da empresa.
<i>GOODWILL</i>	Demonstrações Contábeis	<i>EVA</i> ® CMPC	$EVA®/CMPC$	Reflete o valor de mercado intangível.
<i>MVA</i> ®	Demonstrações Contábeis	Investimentos <i>Goodwill</i>	Investimentos + <i>goodwill</i>	Reflete o valor de mercado.

Fonte: Elaborada pela Autora, 2020.

Por fim, a última etapa dos cálculos para identificar o valor de mercado da empresa que é a variável dependente nesta pesquisa, é através dos modelos de criação ou destruição de valor *EVA*®, *Goodwill* e o *MVA*®. Como demonstrado na tabela acima, para se chegar ao valor desejado são considerados os valores dos índices anteriormente já calculados, por conseguinte, aplicou se somente as fórmulas.

No capítulo seguinte são apresentadas a análise e discussão dos resultados com a utilização do modelo estatístico de dados em painel, através do software *Stata – ver. 15*.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta pesquisa teve como objetivo geral analisar se a estrutura de capital influenciou o valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto listadas na bolsa de valores, no período de 2010 a 2018, em conjunturas econômicas distintas, tendo como base teórica principal a Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital de Modigliani e Miller (1963), Proposição I e II com impostos, através da análise das demonstrações contábeis e análise dos dados através do modelo estatístico de dados em painel e os resultados estão apresentados abaixo.

4.1 RESULTADOS DA ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Através das medidas de posição, podemos avaliar onde os dados estão concentrados, possibilitando detectar quais são, aparentemente, os valores típicos ou centrais. Calculando as estatísticas descritivas, observa-se que todas as variáveis: Valor de Mercado, Capital Próprio, Capital de Terceiros, CMPC, ROI e a Participação do Capital de Terceiros sobre o Capital Próprio (PCT) obtiveram uma média maior que a mediana, permitindo concluir que valores muito altos interferiram no cálculo da média, elevando-a. Essa hipótese é corroborada pelos valores máximos e mínimos encontrados, que demonstram um comportamento bem destoante do apresentado pela amostra. A seguir, a tabela 6 apresenta as informações desse estudo.

Tabela 6 – Estatística descritiva

Dados da pesquisa em milhares de R\$							
Estatística Descritiva	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Assimetria	Curtose
Valor de Mercado- R\$	5.565.912,14	1.490.462,66	13.415.085,05	8.414,36	116.467.995,38	5.122129	35.02377
Capital Próprio - R\$	4.784.633,34	2.079.161,00	7.903.858,16	41.737,00	56.340.623,00	3.895191	20.79855
Capital de Terceiros- R\$	3.419.449,37	1.240.723,00	7.009.272,65	14.339,00	46.390.861,00	3.970606	20.72797
CMPC	0,33	0,20	0,38	0,01	2,53	2.879691	12.88049
ROI	0,12	0,11	0,07	0,00	0,44	1.132628	4.709947
PCT	0,79	0,70	0,79	0,00	3,76	1.441362	6.673999

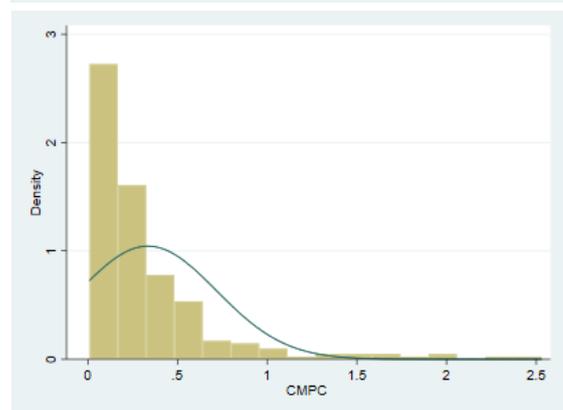
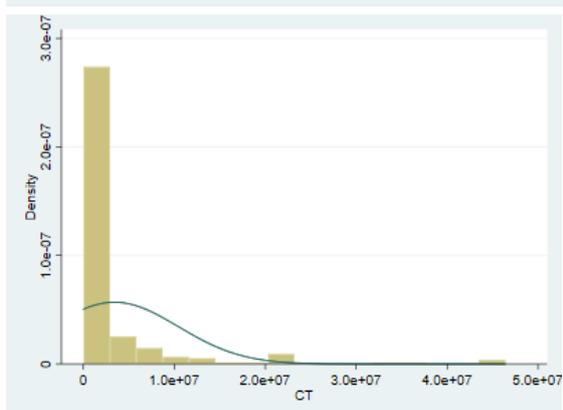
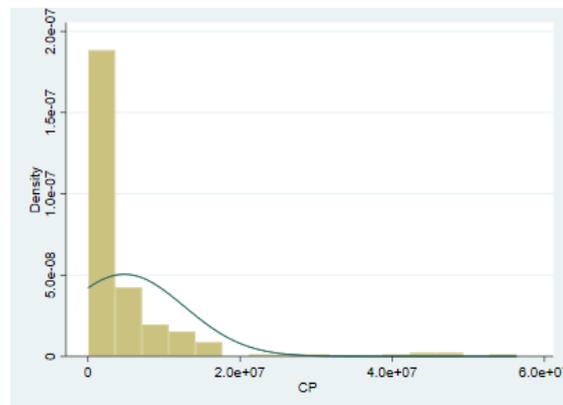
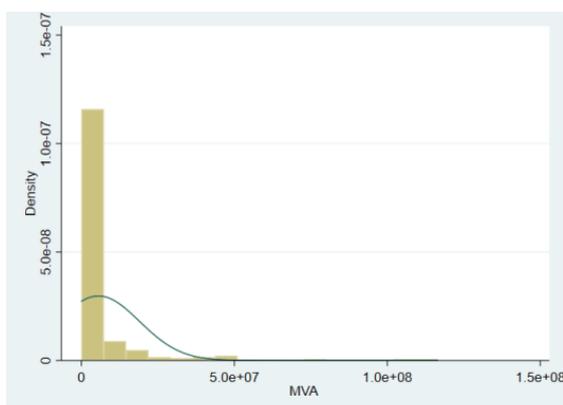
Fonte: Elaborado pela Autora, 2020.

Os resultados calculados mostraram que, por exemplo, o valor médio de mercado das companhias que compõem a amostra é de R\$ 5.565.912,14, contudo, é possível observar uma grande variação em torno da média, pois o desvio-padrão é superior a R\$ 13.415.085,05. Com isso, pode-se avaliar que existem muitas empresas com valores mais baixos e poucas empresas com valores mais altos. Tal informação pode ser confirmada verificando o valor da mediana de

R\$ 1.490.462,66, que está abaixo do valor médio. Novamente, visualiza-se um valor mínimo de R\$ 8.414,36 e um máximo de R\$ 116.467.995,38, o que configura uma grande dispersão.

As observações apresentadas não são suficientes para a análise das medidas de tendência central. Para estimar a variação existente nos dados, uma vez que se encontram dispersos, foi necessário o cálculo de medidas de dispersão. Neste trabalho, foi utilizado o desvio-padrão, que consiste na raiz quadrada da variância, transformando a medida de acordo com a unidade original dos dados. O coeficiente de variação, $(\text{desvio-padrão}/\text{média} \times 100)$, fornece meios adicionais para a interpretação da magnitude do desvio-padrão. Os cálculos foram os seguintes: Valor de Mercado, Capital Próprio, Capital de Terceiros, CMPC, ROI e a Participação do Capital de Terceiros sobre o Capital Próprio (PCT), que apresentaram as seguintes variações: 241,02%, 165,19%, 204,98%, 114,12%, 61,91%, e 78,80% respectivamente, valores elevados que indicaram uma grande dispersão dos dados.

Todas as variáveis apresentaram uma média maior que a mediana, o que denota uma assimetria na distribuição dos dados, mais especificamente à direita (histograma abaixo), essa constatação é corroborada pelo coeficiente de assimetria que tem sinal positivo. E, por fim, a curtose de todas as variáveis apresentou uma distribuição leptocúrtica, pois o coeficiente foi superior a 0, com um pico mais alto que a distribuição normal.



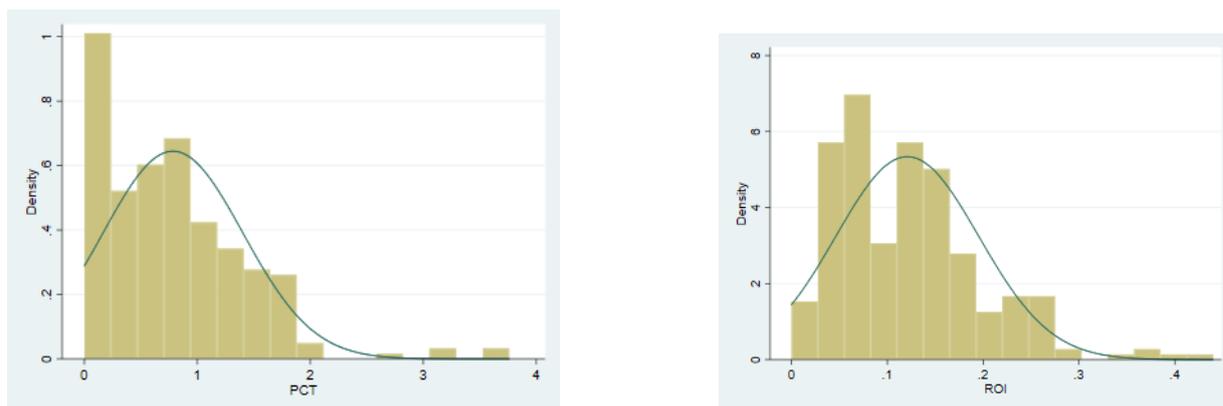


Figura 2 – Histograma das variáveis MVA, CP, CT, CMPC, PCT e ROI.

Fonte: Elaborado pela Autora, 2020.

4.2 RESULTADOS DO MODELO DE DADOS EM PAINEL

A regressão de dados em painel foi utilizada no trabalho e permitiu tratar os dados coletados individualmente (corte transversal) e temporal (série temporal) de forma conjunta, o que é um dos benefícios da técnica estatística. Como os dados estimados oferecem 29 companhias em nove anos, ou seja, 108 meses, o painel pode ser considerado curto ($T < N$)¹.

O modelo fundamenta-se em combinações de séries temporais, em que são examinadas e consideradas o período de análise e as variáveis de um grupo de empresas, de um setor específico, de países, de regiões, etc. (GUJARATI, 2006; GRENNE, 2011). Dependendo da necessidade da pesquisa, na análise em painel existem situações que podem ser utilizados, efeito *pooled*, efeito fixo e efeito aleatório.

O efeito *pooled* ou dados empilhados, apresenta uma série de vantagens em relação ao modelo de corte transversal, no que se refere ao tamanho da amostra e a análise entre as variáveis dependentes e independentes. Para Fávero et al. (2009) o efeito *pooled* é a técnica de painel mais simples, uma vez que desconsidera as dimensões de tempo e espaço. Nesta acepção Gujarati e Porter (2011) relata que no efeito de *pooled* os dados são simplesmente empilhados, estimando uma grande regressão desconsiderando o corte transversal e a série temporal dos dados.

O efeito fixo leva em consideração os aspectos próprios de cada empresa, ou seja, heterogeneidade individual. Entretanto, não varia no período de tempo o que gera altas variâncias, as quais correspondem à baixa variabilidade dos fatores explanatórios, *i.e.*, período (GRENNE, 2011).

O modelo de efeito aleatório leva em consideração as variações para cada período de tempo examinado e para cada empresa, diferente dos outros dois métodos apresentados, pois

¹ T = número total de observações ao longo do tempo; N = número de indivíduos.

desagrega os componentes em variações individuais e variações no período, podendo assim, também ser chamado de modelo de correção de erros (GUJARATI, 2006; FÁVERO et al., 2009).

Após a explanação dos modelos foram realizados os testes de: *Hausman*, de *Chow*, *LM* de *Breush-Pagan* para a escolha do que melhor se adapta a necessidade desta pesquisa. Antes de aplicar a análise de regressão em painel foi realizado teste para verificar se os pressupostos da regressão foram atendidos. Na regressão linear múltipla fez-se necessário verificar se há problemas de multicolinearidade, ou seja, se as variáveis explicativas possuem fortes correlações entre si. O teste aplicado foi o VIF (*Variance Inflation Factor*), que de acordo com Gujarati e Porter (2011), um VIF acima de 10 é indicativo de fortes indícios de multicolinearidade. O resultado do teste demonstrou que não há problemas de multicolinearidade nas observações em estudo, uma vez que não superou o valor 10.

Grenne (2011) relata que o teste de *Hausman*, tem como finalidade comparar os modelos de efeito fixo e efeito aleatório, ocorrendo significativa diferença entre esses modelos, supõe inconsistência dos estimadores de efeito aleatório, entretanto, se não houver correlação entre os indivíduos e o tempo, e os regressores de X, os dois modelos são aptos. Considerando a H0 para o efeito aleatório, significa que são consistentes e não possui correlação, do contrário, ocorrendo à rejeição significa que existe correlação, assim, o modelo deixa de ser consistente, sugerindo trabalhar com H1 efeito fixo.

O teste de *Chow* segue o mesmo princípio, porém esse compara o efeito *pooled* com efeito fixo, sendo verificado se há consistência no *pooled*, caso não haja, rejeita-se H0 e não rejeita H1 efeito fixo. O teste de *Breush-Pagan* testa o modelo *pooled* e o modelo de efeito aleatório, caso a variância do termo de erro do intercepto (u) seja constante não rejeita H0 *pooled*, no entanto, caso não seja constante, rejeita H0 e não rejeita H1 efeito aleatório.

Alguns testes foram realizados para estimar o melhor modelo para o presente trabalho. Na tabela a seguir são apresentados os resultados dos testes executados.

Tabela 7 – Testes aplicados para a construção do modelo

Teste de Chow	
F (28, 226) =	7,83
Prob > F =	0,0000
Teste de LM de Breusch-Pagan	
Chi2bar2(01) =	105,87
Prob > Chibar2 =	0,0000
Teste de Hausman	
Chi2(6) =	77,25
Prob > Chi2 =	0,0000
Teste Modificado de Wald (Heterocedasticidade)	

Chi(29) =	525,61
Prob > Chi ² =	0,0000
Teste de Wooldridge para Autocorrelação	
F (1, 28) =	7,247
Prob > F =	0,0118

Fonte: Elaborado pela Autora, 2020.

Os dados foram organizados em planilha excel de forma a atender a necessidade para realização dos testes e análise através da metodologia de dados em painel com a utilização do software *Stata* – ver.15. Para análise dos dados os valores foram transformados em logaritmos.

O primeiro realizado foi o teste de *Chow*, para comparar efeito *pooled*, com o efeito fixo, sendo constatada inconsistência no modelo *pooled*, devidamente comprovado por meio do teste, pois obteve se uma Prob > F = 0,000. Desta forma, rejeita H0, efeito *pooled*, e não rejeita H1, efeito fixo.

Na sequência foi realizado o teste de *Breush-Pagan*, o qual comparou efeito *pooled*, com efeito aleatório e notou-se que a variância do termo de erro do intercepto (u) não foi constante, dessa forma, rejeita-se H0, efeito *pooled*, e não rejeita H1, efeito aleatório.

Em seguida, foi realizado o teste de Hausman, para escolha entre o efeito fixo com o efeito aleatório, o resultado do teste Prob>chi² = 0,0000 mostrou que o efeito fixo foi melhor que o efeito aleatório, pois houve correlação, rejeitando H0, efeito aleatório, e não rejeitando H1, efeito fixo. Após realização dos testes o modelo de efeito fixo foi considerado o mais indicado para explicar os resultados alcançados neste estudo, pois considera a especificidade de cada empresa. Os dados estimados apresentaram, por intermédio do teste de Wooldridge (1991), autocorrelação de primeira ordem e heterocedasticidade pelo teste de Wald (1943).

Os estimadores do modelo de efeitos fixos indicam como as variáveis se ajustam. A tabela 8 mostra que o estimador Within relaciona-se com a variação das observações intra-grupos, ou seja, a variação para a variável dependente foi baixa, sendo 62,50%. Já o between reflete a variação entre as observações do corte transversal (entre-grupos) e apresenta uma variação de 89,94% entre as variáveis independentes e, por último, o overall, de forma geral, demonstrou uma variação gera

Tabela 8 – Estimadores dos dados

R ² Within:	0,6250
R ² Between:	0,8994
R ² Overall:	0,8529

Fonte: Elaborado pela Autora, 2020.

A seguir será apresentada a tabela 9 com os resultados das regressões e a equação do modelo abaixo:

Tabela 9 – Modelos de dados em painel

Variáveis	Efeito Fixo		Efeito Aleatório		Pooled	
	Coefficiente	<i>p-value</i>	Coefficiente	<i>p-value</i>	Coefficiente	<i>p-value</i>
Log(MVA)						
Log (CP)	1.006337	0.000*	1.083531	0.000*	1.224086	0.000*
Log (CT)	- 0.0783173	0.460	- 0.1239681	0.141	- 0.258187	0.000*
PCT	0.1355874	0.034**	0.2306674	0.000*	0.3754524	0.000*
CMPC	- 0.6002858	0.000*	- 0.6596377	0.000*	- 0.812823	0.000*
ROI	2.840377	0.000*	2.979337	0.000*	3.271084	0.000*
CRISE	0.0145132	0.702	- 0.0048966	0.871	- 0.0355456	0.317
Constante	0.0431312	0.962	- 0.2310452	0.454	- 0.3924368	0.022*

Fonte: Elaborado pela Autora, 2020.

* significativa a 1%; e ** significativa a 5%.

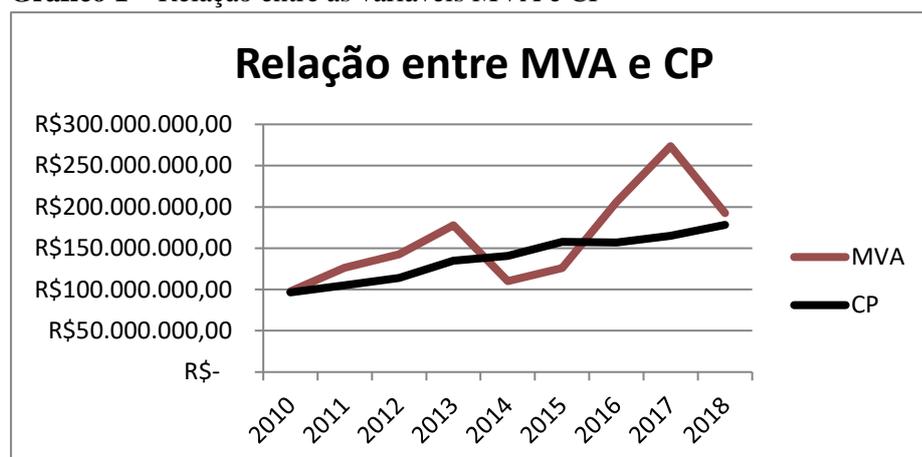
$$\begin{aligned}
 \text{Log}(MVA)_{it} = & 0.0431312 + 1.006337(\text{Log}CP_{it}) - 0.0783173(\text{Log}CT_{it}) \\
 & + 0.1355874(PCT_{it}) - 0.6002858(CMPC_{it}) + 2.840377(ROI_{it}) \\
 & + 0.0145132(D_{CRISE\ t}) + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

4.2.1 ANÁLISE DAS VARIÁVEIS DO MODELO

Ao analisar as regressões na tabela 9 é possível observar que no modelo de efeito fixo os coeficientes Log (CP), CMPC, ROI e PCT obtiveram significância estatística a 1% e 5%, respectivamente. Já os coeficientes Log (CT) e a variável *dummy* CRISE não apresentaram estatística significativa. A seguir a análise das variáveis isoladamente.

4.2.1.1 Capital Próprio

A variável Log (CP) apresentou sinal positivo com valor coeficiente de 1.006337, significativa a 1%, sinalizando uma relação direta com a variável dependente. O valor do coeficiente mostra que um aumento de 1% no Capital Próprio aumenta o valor de mercado das empresas da amostra em mais de 1,006% mantendo as outras variáveis constantes. O gráfico a seguir demonstra essa relação de mesmo sentido entre os coeficientes.

Gráfico 1 – Relação entre as variáveis MVA e CP

Fonte: Elaborado pela Autora, 2020.

Analisando o gráfico acima é possível afirmar que a variável Log (CP) está influenciando de forma a aumentar o valor de mercado (MVA) das companhias apresentadas para o período. Esse resultado indica que quanto maior o Capital Próprio das empresas na composição da estrutura de capital, maior é o valor de mercado.

Isso vai de encontro com os argumentos de Modigliani e Miller (1958) que em seu trabalho original enfatizaram que uma empresa não é capaz de alterar o valor total de seus títulos mudando as proporções de sua estrutura de capital. Em outras palavras, o valor da empresa é sempre o mesmo, qualquer que seja a estrutura de capital. O importante a ser entendido é que, para os autores, o capital próprio ou de terceiros não influenciavam na mensuração do Valor da Empresa. (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002).

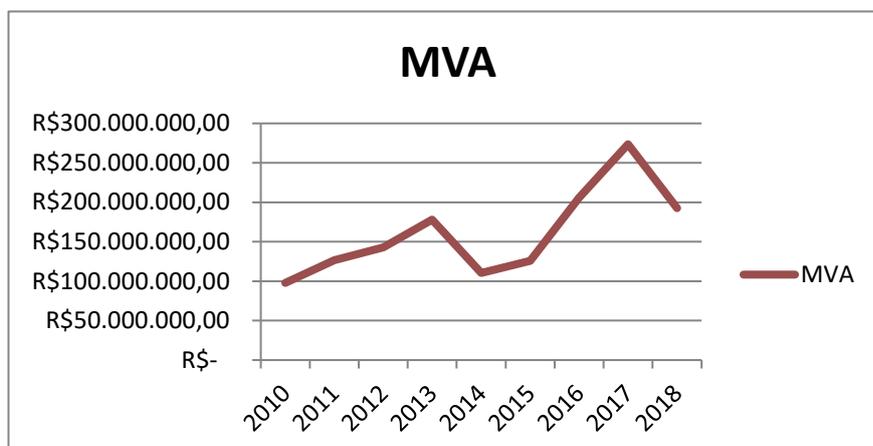
Porém, de acordo com a teoria tradicional, a estrutura de capital influencia no valor da empresa. Para essa corrente, o custo do capital de terceiros mantém-se estável até um determinado nível de endividamento, quando, a partir daí, eleva-se devido ao aumento do risco de falência. Como o custo de capital de terceiros é inferior ao custo do capital próprio, a empresa deveria endividar-se até o ponto em que o seu custo de capital (total) atingisse um patamar mínimo. Esse ponto representaria uma estrutura de capital ótima, que levaria à maximização do valor da empresa. (BRITO, CORRAR e BATISTELLA, 2007).

4.2.1.2 Participação do Capital de Terceiros sobre o Capital Próprio (PCT)

O coeficiente PCT apresentou sinal positivo com valor de 0.1355874, com significância estatística a 5%, indicando uma relação direta com a variável dependente. Isso significa que o aumento de uma unidade na Participação do Capital de Terceiros sobre o Capital Próprio o

valor de mercado pode crescer cerca de 13,55%. O gráfico 2 apresenta o curso da variável dependente MVA.

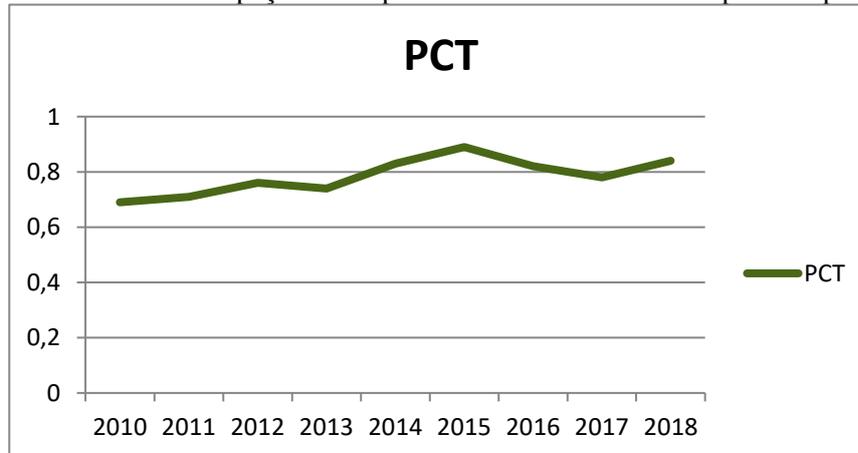
Gráfico 2 – Valor de mercado das empresas da amostra



Fonte: Elaborado pela Autora, 2020.

O gráfico abaixo aduz o percurso da variável independente PCT. Observe-se que os gráficos 2 e 3 demonstram a relação de mesmo sentido entre os coeficientes.

Gráfico 3 – Participação do Capital de Terceiros sobre o Capital Próprio



Fonte: Elaborado pela Autora, 2020.

Fazendo a análise da variável PCT esse aumento decorre da busca das empresas por um equilíbrio na composição da sua estrutura de capital para maximizar a riqueza dos proprietários. Ao optar pelo financiamento por capital de terceiros, a empresa ganha em rentabilidade, pois a remuneração paga aos credores (juros) geralmente é inferior ao custo de capital próprio, tornando possível que ela se aproprie do *spread* entre o retorno de seus investimentos e o custo efetivo de sua dívida. Dessa forma, segundo Favato (2007), a agregação de dívidas ao capital próprio constitui um mecanismo de alavancagem, capaz de aumentar a lucratividade obtida

pelos acionistas, bem como o risco associado a esta. Portanto, quanto mais endividada, mais alavancada financeiramente a empresa estará.

Além disso, a contração de dívidas tem a vantagem de gerar benefícios fiscais, pois as despesas financeiras são dedutíveis da base de cálculo do imposto de renda, reduzindo, portanto, o montante de impostos pagos. Entretanto, ao se financiar com capital de terceiros, a empresa assume riscos maiores, afinal, o prazo para liquidação da dívida pode trazer problemas de liquidez, caso não seja possível obter retorno a tempo de saldar suas obrigações, aumentando a chance de falência da entidade.

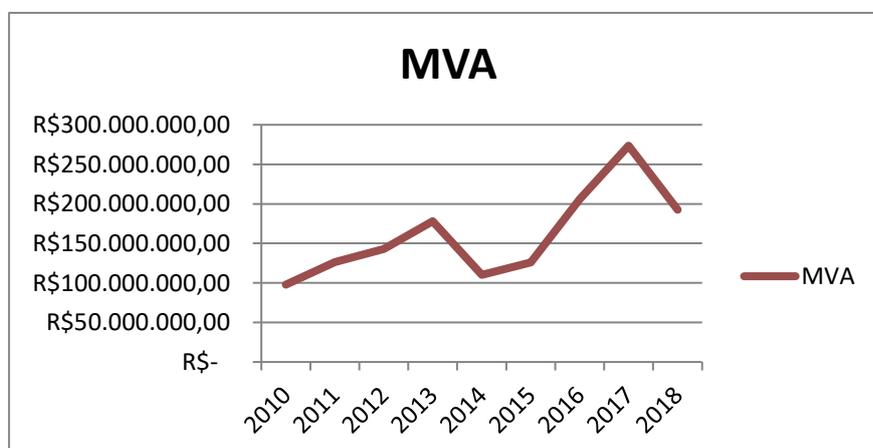
Adicionalmente, pode ser demonstrado que no período a média da PCT está próxima de 1, revelando que as empresas estão cada vez mais dependentes de recursos de terceiros, indicando que para a composição da estrutura de capital, as companhias estão buscando mais o endividamento.

Assim, como explanado em capítulo anterior a Proposição I – com impostos da teoria de Modigliani e Miller se confirma para essa variável, visto que a PCT está influenciando de forma a aumentar o valor de mercado das companhias. Do mesmo, a teoria tradicional ratifica que a estrutura de capital influencia na valoração das empresas de capital aberto elencadas na presente pesquisa.

4.2.1.3 Custo Médio Ponderado de Capital

A variável independente CMPC apresentou um coeficiente negativo de - 0.6002858, significativo a 1%, demonstrando uma relação inversa com a variável dependente. O aumento de uma unidade no CMPC o valor de mercado das companhias pode diminuir em 60,02%. O gráfico abaixo mostra o comportamento da variável dependente MVA.

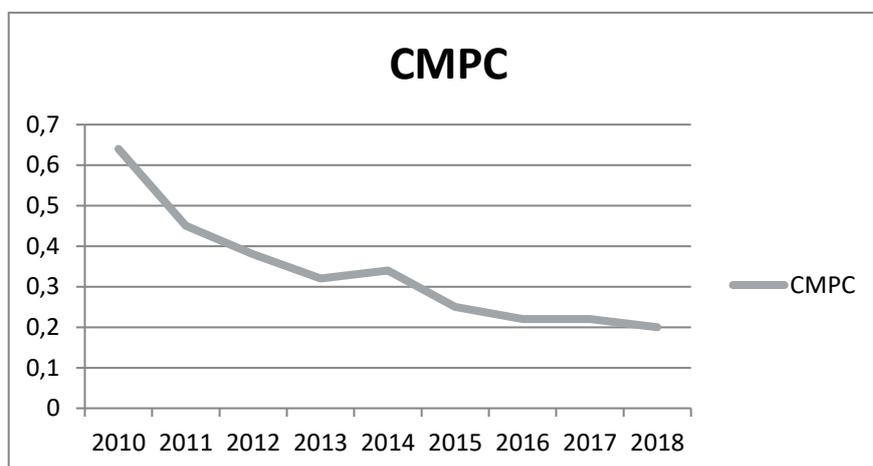
Gráfico 4 – Valor de Mercado



Fonte: Elaborado pela Autora, 2020.

O custo médio ponderado de capital – CMPC é a taxa que uma empresa deve pagar, em média, a todos os detentores de títulos para financiar seu Ativo. O gráfico 5 mostra a trajetória do CMPC no período.

Gráfico 5 – Custo Médio Ponderado de Capital



Fonte: Elaborado pela Autora, 2020.

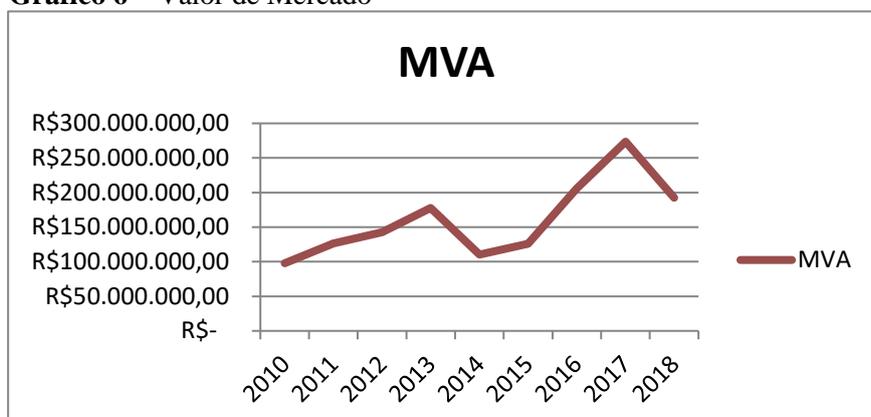
Considerando a abordagem teórica ao longo deste estudo, tem-se que essa variável representa o custo do capital próprio e de terceiros, ou seja, é a taxa mínima de atratividade das decisões de investimentos. De acordo com Teixeira et al. (2011), a Teoria de Modigliani e Miller em 1963, teve sua versão revisada contemplando a dedução das despesas financeiras, ou seja, os juros na apuração do Imposto de Renda, reconhecendo desta forma, os benefícios fiscais com o aumento da alavancagem financeira e o aumento, portanto, do risco para a empresa. Com essa nova proposição, MM concluiu que quando existe o aumento do risco com a maior participação de capital de terceiros na estrutura de capital de uma empresa, os acionistas exigem maior retorno de seu capital investido, ao tempo em que, o CMPC diminui com a dedução das despesas financeiras no cálculo do Imposto de Renda, e, conseqüentemente, o valor da empresa aumenta. Assim sendo, conforme abordado no referencial teórico 2.1.2 a “Proposição II combinada com o fato de que os impostos reduzem o custo efetivo de dívida, é o que produz o resultado da Proposição I, especificamente, que o valor da empresa aumenta à medida que sua alavancagem aumenta.” (BRIGHAM; GAPENSKI; EHRHARDT, 2001, p.606).

4.2.1.4 Retorno sobre o Investimento (ROI)

Para a variável independente ROI o coeficiente teve como resultado o valor de 2.840377, apresentou sinal positivo no modelo estimado a um nível de significância de 1%, e demonstrando que a variável é estatisticamente significativa. O aumento de uma unidade no ROI

pode aumentar o valor de mercado das empresas em 284% de acordo com os dados estimados. O gráfico abaixo ilustra como a variável dependente se comporta.

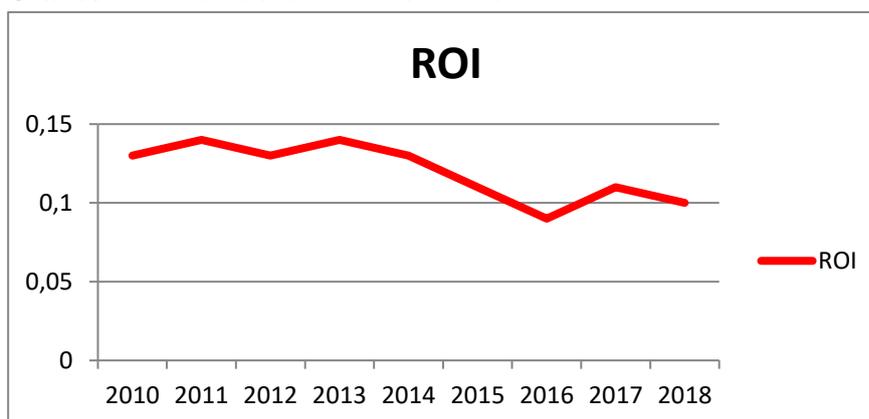
Gráfico 6 – Valor de Mercado



Fonte: Elaborado pela Autora, 2020.

O gráfico abaixo exibe como a variável independente ROI se movimentou.

Gráfico 7 – Retorno sobre o Investimento



Fonte: Elaborado pela Autora, 2020.

Analisando os gráficos acima, podemos observar que as direções são as mesmas, indicando que existe uma relação direta com a variável dependente. Ou seja, à medida que o ROI tem uma taxa de retorno sobre os investimentos mais elevada, mais o valor de mercado das companhias aumenta e vice-versa. O interesse dos investidores nesse indicador deve-se ao fato dele utilizar uma combinação de fatores de lucratividade, ou seja, receitas, custos e investimentos, sendo possível a comparação dessa taxa com taxas de retornos de outros investimentos, tanto da própria empresa como de outras.

O índice de retorno sobre investimento é de fácil interpretação e é considerado por muitos analistas como a melhor medida de eficiência operacional, pois faz uma relação entre o lucro operacional com o valor do investimento médio, com o objetivo de expressar o quanto a

empresa obtém de lucro para cada R\$ 100,00 de investimento. Quanto maior o ROI maior o retorno obtido (ASSAF NETO, 2010).

O coeficiente Log (CT) – Capital de Terceiros – neste trabalho acabou não influenciando no aumento do valor de mercado das empresas, por não obter significância estatística. O mesmo ocorre com a variável *dummy* CRISE que foi dividida da seguinte maneira: 2010 a 2014 – Sem Crise = 0, e 2015 a 2018 – Com Crise = 1. Ao ser estimado, não obteve uma estatística significativa que permitisse realizar a análise. Um dos motivos para que as variáveis não pudessem ser analisadas pode ter sido o período analisado ou outros fatores/variáveis não incluídos na estimação do modelo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

De acordo com as argumentações e fundamentações apresentadas no referencial teórico tem-se que a estrutura de capital apoiava-se na Teoria Tradicionalista defendida por Durand (1952) que afirma a existência de uma estrutura ótima de capital, porém a estrutura de capital pode influenciar o valor da empresa de forma negativa ou positiva a depender das fontes de financiamentos utilizadas com maior ou menor participação do capital alheio, apesar disso, as afirmações desta teoria eram consideradas incipientes.

Contrariando, a teoria tradicional em 1958 surgiu uma nova teoria denominada Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital, pelos precursores Modigliani e Miller, que foi considerada um marco na área de finanças corporativas, com a argumentação de que o valor da empresa independe da forma como a empresa se financia, ou seja, utilização de capital próprio ou de capital de terceiros. Porém em 1963 MM revisaram seus estudos e concluíram em sua proposição I e II com a incidência de impostos, que o valor da empresa aumenta à medida que a dívida total aumenta por causa dos benefícios dos juros, havendo desta forma, uma compensação, tendo chegado à conclusão de que a estrutura de capital afeta o valor da empresa.

Considerando estes aspectos esta pesquisa teve por objetivo analisar se a Estrutura de Capital influenciou o valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto listadas na Bolsa, Brasil e Balcão-B3, no período de 2010 a 2018, em conjunturas econômicas distintas? A amostra correspondeu a um total de 261 observações oriundas de 29 empresas no período de 2010 a 2018, extraídas do universo das empresas listadas na Bolsa, Brasil e Balcão-B3, através da plataforma *Economática* através da análise das demonstrações contábeis e análise dos dados por meio do modelo estatístico de dados em painel. Foram definidas como variável dependente: Valor de Mercado e como variável independente: CMPC, Capital Próprio, Capital de Terceiros, a Participação de Capital de Terceiros sobre o Capital Próprio e o ROI e a variável *dummy* CRISE que foi dividida da seguinte maneira: 2010 a 2014 – Sem Crise = 0, e 2015 a 2018 – Com Crise = 1. Considerando a problemática exposta neste estudo tem-se as hipóteses: H0 – a estrutura de capital influencia no valor de mercado da empresa e H1 – a estrutura de capital não influencia no valor de mercado da empresa.

Os resultados da estatística descritiva demonstraram que todas as variáveis: Valor de Mercado, Capital Próprio, Capital de Terceiros, CMPC, ROI e a Participação do Capital de Terceiros sobre o Capital Próprio (PCT) obtiveram uma média maior que a mediana, o que denota uma assimetria na distribuição dos dados permitindo concluir que valores muito altos interferiram no cálculo da média, elevando-a. Pode-se avaliar que existem muitas empresas com

valores mais baixos e poucas empresas com valores mais altos o que configura uma grande dispersão de dados, considera-se para tal fato: a) a heterogeneidade dos segmentos das companhias; b) o número inexpressivo da representatividade das companhias em cada segmento; c) a volatilidade dos preços das ações e a política de dividendos de cada companhia. A maior limitação deste estudo em relação às companhias da amostra centrou-se exatamente na distribuição dos dividendos atendendo a uma das premissas do Modelo de Gordon, modelo este, utilizado para cálculo do custo do capital próprio.

Já para os dados em painel foram realizados os testes para verificar se os pressupostos da regressão foram atendidos, sendo o modelo de efeito fixo considerado o mais indicado para explicar os resultados alcançados neste estudo, pois considera a especificidade de cada empresa. Os resultados das variáveis independentes CP e PCT apresentaram sinal positivo significativo a 1% e 5%, respectivamente, indicando uma relação direta com a variável dependente, ou seja, um aumento tanto o CP quanto PCT elevam o valor de mercado das companhias.

Já a variável independente CMPC apresentou um coeficiente negativo significativo a 1%, demonstrando uma relação inversa com a variável dependente. Desta forma, tem-se que quando o CMPC alcança o ponto mínimo gera economias pelo maior uso do capital alheio em detrimento do aumento do custo do capital próprio, havendo, portanto, uma exata compensação. A partir desse ponto, ocorre o aumento do custo do capital próprio e alheio, resultando no aumento do CMPC em consequência disto, afetando o valor da empresa. Em outras palavras, quanto menor for o CMPC maior o valor de mercado das companhias e quanto maior for o CMPC menor o valor de mercado das companhias.

O coeficiente do ROI teve como resultado sinal positivo no modelo estimado a um nível de significância de 1%, demonstrando que a variável é estatisticamente significativa. O aumento de uma unidade no ROI pode aumentar o valor de mercado das empresas de acordo com os dados estimados neste estudo.

Já o coeficiente CT neste trabalho acabou não influenciando no aumento do valor de mercado das empresas, por não obter significância estatística. O mesmo ocorre com a variável *dummy* CRISE. Ao ser estimado não obteve uma estatística significativa que permitisse realizar a análise. Um dos motivos para que as variáveis não pudessem ser analisadas pode ter sido o período analisado ou outros fatores/variáveis não incluídos na estimação do modelo.

Neste contexto, com os resultados apresentados para as hipóteses desta pesquisa se aceita a H0 e rejeita a H1.

Machado et al. (2015) realizou pesquisa com o objetivo de verificar a efetiva interferência da estrutura de capital no desempenho das firmas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA. A amostra se constituiu em dados de corte transversal (cross section) e sendo selecionados os últimos balanços de todas as empresas listadas na BM&FBOVESPA, disponíveis na base de dados Economática®. Utilizou-se das técnicas análise de variância (ANOVA) e a análise discriminante. Entre os indicadores utilizados, verificou-se que apenas a liquidez geral, o grau de imobilização, a Q de Tobin, e a oportunidade de crescimento, foram significativas a 1%. Os resultados encontrados indicam que a estrutura de capital não está diretamente relacionada com o desempenho das firmas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA e apontam para a consolidação das teorias financeiras expostas por Modigliani e Miller (1958, 1963) em oposição à corrente tradicionalista iniciada nos estudos de Durand (1952).

O artigo contrapõe a Teoria de Durand (1952) com a de Modigliani e Miller (1958, 1963), comprova que a estrutura de capital não interfere na *performance* da empresa, o foco é mais para a performance (desempenho financeiro) como ROI, ROA e índice de liquidez; o qual não coaduna com o enfoque desta pesquisa que está mais voltada para a maximização do valor da empresa (*Valuation*) em razão da estrutura de capital. No entanto, o enfoque da revisão da Teoria de MM vai ao encontro quando consideram o efeito do Imposto de Renda (imperfeições do mercado).

Por fim, considerando os aspectos das Teorias de Finanças, os ambientes de incertezas, as mudanças no cenário econômico e o comportamento das finanças de cada empresa ou segmento, verifica-se pelos resultados dos estudos que não há consenso sobre a estrutura ótima de capital, cabendo aos gestores das empresas à tomada de decisão sobre a utilização com parcimônia das fontes de financiamentos, sempre atentos aos riscos que tais escolhas podem ocasionar.

A presente pesquisa tem como contribuição a discussão da relevância do tema proposto, evidenciando o número de hipóteses teóricas, modelos concorrentes e estudos realizados ao longo do tempo, e servirá como instrumento de pesquisa tanto para os acadêmicos como para as empresas e como fonte de conhecimento e informações em relação à base teórica sólida que explique as estruturas de financiamento utilizadas pelas empresas, como demonstra os estudos realizados.

Para o aprimoramento de futuras pesquisas sugere-se: a utilização de modelos mais atuais para o cálculo do custo total do capital e conseqüentemente a inclusão de outros

segmentos das companhias listadas na B3 proporcionando um maior número de empresas na amostra para estudo; análise das políticas de dividendos das companhias e da volatilidade no preço das ações.

6 REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

_____. **Finanças Corporativas e Valor**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

ALMENDRA, R. S. et al. **Influência da estrutura de capital nos investimentos em inovação das indústrias listadas na BM&FBOVESPA**. Revista Eletrônica de Ciência Administrativa, v. 16, n. 1, p. 40-61, 2017. Disponível em: <<http://www.periodicosibepes.org.br/index.php/recadm/article/view/2326>>. Acesso em: 15 mai. 2020.

ALVES, F. I. A. B.; CRISÓSTOMO, V. L. **Perfil da Pesquisa em Estrutura de Capital no Brasil Profile Of Capital Structure Research in Brazil**. Revista Observatório de la Economía Latinoamericana, 2018. Disponível em: <<https://www.eumed.net/rev/oel/2018/10/estructura-capital-brasil.html>>. Acesso em: 16 mai. 2020.

ALVES, F. I. A. B.; GUEDES, Y. R.; SOUZA, J. L. **Política de Dividendos: Estudo dos fatores determinantes para as empresas atuantes no setor de utilidade pública**. Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade, v. 8, n. 1, p. 4-21, 2019. Disponível em: <<http://www.revistas.uneb.br/index.php/financ/article/view/5534>>. Acesso em: 17 mai. 2020.

ARAÚJO, A. M. P. D., & ASSAF NETO, A. **Contabilidade aplicada para a gestão baseada em valor: um exemplo empírico**. Facef Pesquisa, 9(1), 59-74. 2006. Disponível em: <<https://bdpi.usp.br/item/001542918>>. Acesso em: 24 nov. 2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/>>. Acesso em: 20 set. 2019.

BARROS, M. E.; MATOS, R. M.; COLAUTO, R. D. **Capitais de terceiros, despesas financeiras e custo médio ponderado de capital em empresas listadas na BM&FBovespa**. In: Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC. 2015. Disponível em: <<https://anaiscbc.emnuvens.com.br/anais/article/view/3882>>. Acesso em: 23 out. 2019.

BAXTER, N. D. **Leverage, risk of ruin and the cost of capital**. The Journal of Finance, v. 22, n. 3, p. 395-403, 1967.

BÍBLIA SAGRADA. **Ave-Maria**. 63 ed. São Paulo: Editora Ave-Maria, 2006.

BITTENCOURT, W. R.; ALBUQUERQUE, P. H. M. **Estrutura de capital: uma revisão bibliográfica das publicações dos periódicos nacionais**. Revista Contemporânea de Contabilidade, v. 15, n. 34, p. 94-114, 2018. Disponível em: <<https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6678571>>. Acesso em: 23 ago. 2019.

BOLSA, BRASIL, BALCÃO – B3. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/>. Acesso em: 23 ago. 2018.

BORGES, W. C. et al. **O impacto da crise financeira internacional de 2008 sobre a estrutura de capital das empresas de países desenvolvidos e emergentes.** Revista Contemporânea de Contabilidade, v. 15, n. 34, p. 58-75, 2018. Disponível em: <<https://periodicos.ufsc.br/index.php/contabilidade/article/download/39434/37650>>. Acesso em 18 out. 2019.

BREALEY, R.A.; MYERS, S. C. **Princípios de Finanças Empresariais.** Mcgraw-Hill., 1992.

BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. **Administração Financeira: Teoria e Prática.** São Paulo: Atlas, 2001.

BRITO, G.; CORRAR, L.; BATISTELLA, F. **Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil.** Revista de Contabilidade e Finanças da USP, São Paulo, n. 43, p. 9-19, jan. /abr. 2007. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/34211>>. Acesso em: 27 nov. 2018.

BRITTO, P. A.; SERRANO, A. L.; FRANCO, V. **Determinantes da estrutura de capital de empresas brasileiras de capital aberto em períodos de crise.** Revista Ambiente Contábil, v.10, n. 2, p. 364-383, 15 jun. 2018. Disponível em: <<https://periodicos.ufrn.br/ambiente/article/view/13843>>. Acesso em: 23 nov. 2019.

CODACE. Comitê de Datação de Ciclos Econômicos. Disponível em: <<https://portalibre.fgv.br/estudos-e-pesquisas/codace/>>. Acesso em: 05 nov. 2018.

COELHO, A. L. D. A. L. et al. **Estrutura de Capital: Um estudo bibliométrico em produções do Brasil e exterior.** Revista de Informação Contábil, v. 7, n. 1, 2013. Disponível em: <https://periodicos.ufpe.br/revistas/index.php/ricontabeis/article/view/7975/univali.br>. Acesso em: 26 nov. 2018.

CORREA, C. A.; BASSO, L. F. C.; NAKAMURA, W. T. **A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: análise empírica das teorias de pecking order e trade-off usando panel data.** Revista de Administração Mackenzie (Mackenzie Management Review), v. 14, n. 4, 2013. Disponível em: <<http://editorarevistas.mackenzie.br/index.php/RAM/article/view/1411>>. Acesso em: 15 set. 2019.

CUNHA, M. F. et al. **Custo de capital médio ponderado na avaliação de empresas no Brasil: uma investigação da aderência acadêmica e a prática de mercado.** Revista Ambiente Contábil-Universidade Federal do Rio Grande do Norte-ISSN 2176-9036, 5(2), 20-36. 2013. Disponível em: <http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/Ambiente/article/viewArticle/1782>. Acesso em: 23 ago. 2018.

CRESWELL, J. W. **Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto.** Porto Alegre: Artmed, 2007.

_____. **Research Design: Qualitative, Quantitative, and Methods Approaches.** 4 ed. Los Angeles: Sage, 2014.

DA SILVA, J. P. et al. **Estrutura de capital e desempenho: evidência das companhias abertas de construção e engenharia listadas na BM&FBovespa**. Revista UNEMAT de Contabilidade, v. 6, n. 11, 2017.

DAMODARAN, A. **Avaliação de Investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Trad. Bazán Tecnologia e Linguística. Rio de Janeiro: Quality mark ed., 1997.

DOS SANTOS SILVA, E.; DOS SANTOS, J. F.; NAKAMURA, W. T. **A Heterogeneidade da Estrutura de Capital das Empresas dos Países Desenvolvidos-G7: Uma análise quantílica**. Gestão & Regionalidade, v. 34, n. 100, 2018. Disponível em: <http://seer.uscs.edu.br/index.php/revista_gestao/article/viewFile/3537/2363>. Acesso em: 18 nov. 2019.

DURAND, D. **Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement**. In: UNIVERSITIES-NATIONAL BUREAU. *Conference on Research in Business Finance*. Cambridge: NBER, 1952. p. 215-262. Disponível em: <<https://goo.gl/KkwhQb>>. Acesso em: 23 jun.2020.

ECONOMÁTICA: banco de dados. Disponível em: <<http://www.economica.com>>. Acesso em: 20 jul. 2020.

FAVATO, V. **Determinantes da Estrutura de Capital na América Latina e nos Estados Unidos**. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2007. Disponível em: <<http://repositorio.ufu.br/handle/123456789/12034>>. Acesso em: 25 ago. 2020.

FÁVERO, L. P. et al. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Campus, 2009.

FONTELES, I. V. et al. **Política de dividendos das empresas participantes do Índice Dividendos da BM&FBovespa**. Contabilidade Vista & Revista, v. 23, n. 3, p. 173-204, 2012. Disponível em: <<https://www.redalyc.org/pdf/1970/197026238007.pdf>>. Acesso em: 23 set. 2018.

GARCIA, I. A. S.; ARNAUD, H. M. D. V.; GOMES, A. K. D. L. J. **Fatores Determinantes da Distribuição de Dividendos de Instituições Financeiras Listadas na B3**. In: XVIII USP International Conference in Accountng. 2018. Disponível em: <<https://congressousp.fipecafi.org/anais/Anais2018/ArtigosDownload/1127.pdf>>. Acesso em: 23 jul. 2019.

GOMES, R. **A estrutura do capital das empresas: teoria ao longo de cinquenta anos**. Lusíada. Economia e Empresa, n. 14, p. 119-143, 2014. Disponível em: <<http://revistas.lis.ulusiada.pt/index.php/lee/article/view/550>>. Acesso em: 24 nov. 2018.

GONÇALVES, D. L., & BISPO, O. N. de A. **Análise dos fatores determinantes da estrutura de capital de companhias de construção civil inseridas no segmento Bovespa**. Revista Contabilidade e Controladoria, 4(1). 2012. Disponível em: <<https://revistas.ufpr.br/rcc/article/view/25777>>. Acesso em: 22 nov. 2018.

GONÇALVES, J. F. **Crise econômica no Brasil: o desempenho dos indicadores financeiros de quatro empresas listadas na B3**. 2018. Disponível em: <<http://clyde.dr.ufu.br/handle/123456789/21737>>. Acesso em 23 jun. 2019.

GONÇALVES, L. S.; CUNHA, V. B. da; NEVES JÚNIOR, I. J. das. **Análise de Resultados: um Estudo Exploratório sobre a Correlação entre o Índice Market-to-book, os Índices Tradicionais de Rentabilidade e o EVA®**. Pensar Contábil, v. 13, n. 51, 2011. Disponível em: <<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/pensarcontabil/article/view/961>>. Acesso em: 18 jul. 2019.

GOOGLE IMAGENS. Disponível em:

<https://www.google.com/search?q=estrutura+otima+de+capital+de+uma+empresa&tbm=isch&ved=2ahUKEwj6lMvKulbrAhXjA7kGHUBWCCUQ2-cCegQIABAA&oq=estrutura+otima+de+capital+de+uma+empresa&gs_lcp=CgNpbWcQDFCqux1Yw8EdYJzQHWgAcAB4AIABmgGIAy8GkgEDMC42mAEAoAEBqgELZ3dzLXdpei1pbWfAAQE&sclient=img&ei=mg9FX_rfDOOH5OUPwKyhqAI&bih=576&biw=1366&hl=pt-BR#imgcr=Wi31Jk_BVmq3oM>. Acesso em: 25 ago. 2020

GUJARATI, D. N. **Econometria Básica**. 4. ed. Rio de Janeiro: Campus. 812 p. Tradução de Maria José Cyhlar Monteiro, 2006.

_____.; PORTER, D. C. **Econometria Básica-5**. Amgh Ed., 2011.

GRENNE, W. H. **Econometric analysis**. Pearson Education India, 7. ed., 2011.

KRIGGER, G. **A crise econômica no Brasil: Influências nos indicadores financeiros das sociedades anônimas da capital aberto**. 2016. Disponível em: <<https://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/148431>>. Acesso em: 27 nov. 2018.

KRUGER, S. D. et al. **Análise da relação entre o EVA, o MVA e outros indicadores de desempenho das empresas da BM&FBovespa no período de 2000 a 2010**. 2012. Disponível em: <<https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/100392>>. Acesso em: 23 set. 2018.

LARA, J. E.; MESQUITA, J. M. C. **Estrutura de Capital e Rentabilidade: análise do desempenho de empresas brasileiras no período pós Plano Real**. Contabilidade Vista & Revista, v. 19, n. 2, p. 15-33, 2008. Disponível em: <<https://www.redalyc.org/pdf/1970/197014585002.pdf>>. Acesso em: 25 mai. 2020.

LIMA, R. R. de; LIMA, T. R. de; NEVES JÚNIOR, I. J. das. **Valor da Empresa e sua Relação com a Estrutura de Capital, Rentabilidade: Um estudo empírico das 1000 empresas melhores listadas na Revista Exame**. Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade, v. 2, n. 2, p. 02-18, 2012. Disponível em: <<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/RGFC/article/viewFile/2135/1874>>. Acesso em: 24 out. 2018.

LIMA, S. M.; OLIVEIRA, M. E. L.; DE SOUZA RODRIGUES, M. **A crise e o desempenho econômico financeiro das empresas da construção civil**. Revista Gestão em Análise, v. 6, n. 1/2, p. 196-210, 2017.

MACEDO, L. F.; DE SENA COSTA, I. L.. **Análise comparativa entre modelos de criação de valor: EVA x CFROI**. In: Anais do Congresso UFPE de Ciências Contábeis. Disponível em: < <https://periodicos.ufpe.br/revistas/index.php/SUCC/article/view/3584>>. Acesso em: 09 ago. 2019.

MACHADO, L. K. C. et al. **A relevância da estrutura de capital no desempenho das firmas: uma análise multivariada das empresas brasileiras de capital aberto**. Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC), v. 9, n. 4, 2015. Disponível em: < <http://www.repec.org.br/repec/article/view/1313>>. Acesso em: 18 nov. 2019.

MARCONI, E. V.; LAKATOS, M. A. **Fundamentos de metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MARTINS, A. I. **Método alternativo para a estimação do custo do capital próprio— aplicação prática aos indicadores de criação de valor**. Dos Algarves-Revista da ESGHT/UAIg, p. 18-36, 2010. Disponível em: < <http://dosalgarves.com/revistas/N19/2rev19.pdf>>. Acesso em: 27 out. 2019.

MYERS, SC (1977) Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175. Disponível em: <[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)>. Acesso em: 12 nov. 2018.

_____. **The capital structure puzzle**. *The journal of finance*, v. 39, n. 3, p. 574-592, 1984.

_____. and MAJLUF, N.S. (1984) **Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have**. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221. Disponível em: < [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)>. Acesso em: 13 nov. 2018.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. **The cost of capital, corporation finance and the theory of investment**. *American Economic Review*, v. 48, p. 261-297, 1958. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1809766?seq=1#metadata_info_tab_contents>. Acesso em: 20 nov. 2018.

_____. **Corporate income taxes and the cost of capital: A correction**. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443. 1963.

NAKAMURA, W. T. et al. **Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro— análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003** (Determinant Factors of Capital Structure in the Brazilian Market—An Analysis of the Regression with Data Covering the Period from 1999 to 2003). *R. Cont. Fin. USP, São Paulo*, (44), 72-85. 2007. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2304685>. Acesso em: 12 nov. 2018.

NISIIYAMA, E. K.; NAKAMURA, W. T. **Pesquisas internacionais recentes em estrutura de capital**. *Revista de Administração de Roraima-RARR*, v. 5, n. 1, p. 105-122, 2015.

PEROBELLI, F. F. C., & FAMÁ, R. (2002). **Determinantes da estrutura de capital: Aplicação a empresas de capital aberto brasileiras**. *Revista de Administração da USP*,

37(3), 33-46. 2002. Disponível em: < <http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/V370333-46.pdf>>. Acesso em: 10 nov. 2018.

_____. & FAMÁ, R. **Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas**. Revista de Administração Contemporânea, 7(1), 9-35. 2003. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1415-65552003000100002&script=sci_arttext>. Acesso em: 10 nov. 2018.

PILATTI, C. A.; PETRY, D. R. **Relação entre estrutura de capital e rentabilidade sobre o patrimônio líquido: Um estudo das empresas brasileiras do segmento de energia elétrica**. Revista Tecnológica, v. 4, n. 1, p. 271-285, 2016. Disponível em: < www.uceff.com.br>. Acesso em: 18 jul. 2018.

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

ROSS, S. A. **The determination of financial structure: The incentive-signalling approach**. The Bell Journal of Economics, 8(1), 23-40. 1977.

_____.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F... **Administração Financeira: Corporate Finance**. São Paulo: Atlas, 2002.

_____.; WESTERFIELD, R. W.; JORDAN, Bradford D. **Administração Financeira: São Paulo**: MacGraw, 2008.

SANVICENTE, A. Z. **Problemas de estimação de custo de capital de empresas concessionárias no Brasil: uma aplicação à regulamentação de concessões rodoviárias**. Revista de Administração, v. 47, n. 1, p. 81-95, 2012. Disponível em: < <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0080210716302680>>. Acesso em: 10 nov. 2018.

SCHUH, A.B. et al. **Estrutura de capital do setor de construção civil Brasileiro e sua relação com a atividade econômica agregada**. Gestão & Planejamento-G&P, v. 18, 2017. Disponível em: < <https://revistas.unifacs.br/index.php/rgb/article/download/4466/3208>>. Acesso em: 18 jun. 2020.

SEMEDO, I. G. **Teorias da Estrutura de capital das empresas: Uma aplicação às empresas Portuguesas cotadas na Euronext Lisboa**. 2015. Tese de Doutorado. Disponível em: < <https://comum.rcaap.pt/handle/10400.26/11108>>. Acesso em: 27 nov. 2018.

SILVA, D. **O impacto do Corporate Governance na Estrutura de Capitais**. Tese de Mestrado, Faculdade de Economia – Universidade do Porto, Portugal. 2011. Disponível em: <<https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/53856/2/DISSERTDanielSilva.pdf>>. Acesso em: 23 nov. 2018.

SILVA, E. L. da; MENEZES, E. M. **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação**. 4. ed. rev. atual. Florianópolis: UFSC, 2005. 138 p. Disponível em: <http://tccbiblio.paginas.ufsc.br/files/2010/09/024_Metodologia_de_pesquisa_e_elaboracao_de_teses_e_dissertacoes1.pdf>. Acesso em: 23 nov. 2018.

SILVA, E.J.; GARBRECHT, G. T.; CHEROBIM, A. P. M. S. **Aplicabilidade do Modelo Gordon de crescimento de dividendos: aplicação nas ações Gerdau SA**. In: Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC. 2012.

SOUSA, A. F. de. **Avaliação de investimento: uma abordagem prática**. São Paulo: Saraiva, 2007.

SOUZA, B. A. et al. **Análise dos indicadores PIB nacional e PIB da indústria da construção civil**. RDE-Revista de Desenvolvimento Econômico, v. 17, n. 31, 2015. Disponível em: < <https://revistas.unifacs.br/index.php/rde/article/view/3480/2711>>. Acesso em: 13 nov. 2019.

TACINI, A. **Vínculos entre as expectativas e as necessidades práticas da administração financeira de uma empresa e as teorias das finanças corporativas**. Revista Científica Hermes, v. 5, 2011.

TEIXEIRA, B. R. et al. **Um estudo da teoria de Modigliani-Miller através do caso de empresas brasileiras: Analisando a irrelevância da estrutura de capitais**. FACEF Pesquisa-Desenvolvimento e Gestão, v. 14, n. 1, 2011. Disponível em: < <http://periodicos.unifacem.com.br/index.php/facefpesquisa/article/view/267/259>>. Acesso em: 16 mai. 2019.

WALD, A. **Tests of statistical hypothesis concerning several parameters aawhen the number of observations is large**. Transactions of the American Mathematical Society, v. 54, n. 3, p. 426–482, 1943. Disponível em: https://www.jstor.org/stable/1990256?casa_token=Fbe7ISQcHHMAAAAA%3Aywib4CY34dGOCJ-YQg8tD2cfMVicsERHGaf5AKjs4-MQRPNC1sa4SLJaiJxod-3cMF17gJ-ncIj_q75rNUezsJEUT4Zjz5qTFHvOLcD5-0jecRmm_CsF&seq=1#metadata_info_tab_contents. Acesso em: 25 ago. 2020.

WOOLDRIDGE, J. M. **Specification testing and quasi-maximum-likelihood estimation**. Journal of Econometrics, Amsterdam, v. 48, n. 1-2, p. 29-55, 1991. Disponível em: < <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0304407691900318>>. Acesso em: 25 ago. 2020.

ZANON, A. R. M.; DE ARAÚJO, C. G.; NUNES, A. **Influência da Política de Dividendos no Valor de Mercado das Empresas Brasileiras**. Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade, v. 7, n. 3, p. 326-339, 2017. Disponível em: < <http://www.revistas.uneb.br/index.php/financ/article/view/3844>>. Acesso em: 27 ago. 2020.

APÊNDICE A: Estudos realizados relacionados com o tema da pesquisa

TÍTULO	AUTORES	ANO	QUESTÕES DE PESQUISA	MÉTODOS DE PESQUISA	CONCLUSÃO
ESTRUTURA DE CAPITAL: UMA ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE ENDIVIDAMENTO E RENTABILIDADE EM COMPANHIAS BRASILEIRAS NO PERÍODO PÓS PLANO REAL	LARA, J. E.; MESQUITA, J. M. C. Estrutura de Capital e Rentabilidade: análise do desempenho de empresas brasileiras no período pós Plano Real. Contabilidade Vista & Revista , v. 19, n. 2, p. 15-33, 2008.	2008	Procurou-se testar qual a influência da estrutura de capital de empresas brasileiras sobre a rentabilidade. Palavras-chave: Estrutura de capital. Rentabilidade. Endividamento.	Demonstrações financeiras de 70 empresas, nos últimos sete anos, ou seja, a série histórica cobre o período imediatamente após a implantação do Plano Real, com suas consequências em termos de redução das taxas de inflação, aumento das taxas de juros e instabilidade da política cambial. Utilizou-se o método dos Mínimos Quadrados Ordinários para a estimação de uma função relacionando o retorno sobre o patrimônio líquido com os índices de endividamento de curto e longo prazo e também com o total de recursos próprios.	Os resultados indicam que as taxas de retorno apresentam correlação positiva com endividamento de curto prazo e patrimônio líquido e correlação inversa com endividamento de longo prazo.
MÉTODO ALTERNATIVO PARA A ESTIMAÇÃO DO CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO – APLICAÇÃO PRÁTICA AOS INDICADORES DE CRIAÇÃO DE VALOR	MARTINS, A. I. Método alternativo para a estimação do custo do capital próprio – aplicação prática aos indicadores de criação de valor. Dos Algarves-Revista da ESGHT/UIA , p. 18-36, 2010.	2010	Custo do capital próprio apresentação de um método alternativo aos métodos tradicionais para a sua estimação, com o objectivo de simplificar a aplicação da metodologia da gestão pelo valor em empresas não cotadas. Palavras-chave: Custo do capital próprio. Criação de valor. Valor económico. Valor intrínseco.	CAPM (CAPITAL ASSET PRICING MODEL)	Os resultados obtidos não reflectem a realidade da empresa avaliada. O método alternativo para a estimação do custo do capital próprio proposto neste estudo contorna este problema, uma vez que assenta nas características de rentabilidade e risco da própria empresa, reflectidas na sua notação de rating, atribuído pelas principais consultoras financeiras mundiais, minimizando enviesamentos nos resultados obtidos.
ANÁLISE DE RESULTADOS: UM ESTUDO EXPLORATÓRIO SOBRE A CORRELAÇÃO ENTRE O ÍNDICE MARKET-TO-BOOK, OS ÍNDICES TRADICIONAIS DE RENTABILIDADE E O EVA®	GONÇALVES, L. S.; CUNHA, V. B. da; NEVES JÚNIOR, I. J. Análise de Resultados: um Estudo Exploratório sobre a Correlação entre o Índice Market-to-book, os Índices Tradicionais de Rentabilidade e o EVA®. Pensar Contábil , v. 13, n. 51, 2011.	2011	Objetivo principal deste estudo é verificar o grau de correlação entre o índice market-to-book, os índices tradicionais de rentabilidade e o EVA® de uma amostra que totaliza 90 empresas de capital aberto listadas na Revista Exame - Maiores e Melhores 2009. Palavras-chave: Análise de resultados. Market-to-book. Índices de desempenho. EVA®.	Foram calculados os referidos índices, a correlação existente entre eles e o coeficiente de determinação (R ²). Em seguida, foi aplicada a técnica estatística de análise de cluster para dividir a amostra em grupos homogêneos. Os procedimentos de correlação e regressão foram repetidos em cada cluster formado - dois ao total.	Como resultado, tem-se que a correlação entre as variáveis é fraca - tanto no geral quanto em cada cluster, mostrando que a decisão do acionista sobre aplicar ou não seus recursos em uma empresa vai além do resultado por ela alcançado e que a variável que mais se correlaciona com o market-to-book é a Rentabilidade do Patrimônio Líquido. Já o coeficiente de determinação (R ²) é baixo, impossibilitando o uso da reta de regressão para prever ou estimar a variável dependente.

TÍTULO	AUTORES	ANO	QUESTÕES DE PESQUISA	MÉTODOS DE PESQUISA	CONCLUSÃO
UM ESTUDO DA TEORIA DE MODIGLIANI-MILLER ATRAVÉS DO CASO DE EMPRESAS BRASILEIRAS: ANALISANDO A IRRELEVÂNCIA DA ESTRUTURA DE CAPITALIS	TEIXEIRA, B. R. et al. Um estudo da teoria de Modigliani-Miller através do caso de empresas brasileiras: Analisando a irrelevância da estrutura de capitais. FACEF Pesquisa-Desenvolvimento e Gestão , v. 14, n. 1, 2011.	2011	Analisar através do Teste T de Student, se a estrutura de capitais de empresas com as ações negociadas na BM&FBovespa apresentou relação com o desempenho alcançado pelas mesmas no ano de 2009. Palavras-chave: Estrutura de Capital. Teoria da Irrelevância M&M (1958). Ações BM&FBovespa.	Pesquisa empírica, do tipo descritivo, realizada por meio de um estudo de caso com a aplicação do Teste T de Student. Os indicadores utilizados foram: relação de capital de terceiros sobre o capital próprio; participação de capital de terceiros sobre o passivo total.	Observou-se que a estrutura de capitais não foi preponderante para indicar diferença no desempenho das ações, o que corrobora a Teoria da Irrelevância de M&M.
POLÍTICA DE DIVIDENDOS DAS EMPRESAS PARTICIPANTES DO ÍNDICE DIVIDENDOS DA BM&FBOVESPA	FONTELES, I. V. et al. Política de dividendos das empresas participantes do Índice Dividendos da BM&FBovespa. Contabilidade Vista & Revista , v. 23, n. 3, p. 173-204, 2012.	2012	Objetivo caracterizar as empresas integrantes do Índice Dividendos (IDIV) da BM&FBOVESPA, averiguando os possíveis fatores condicionantes de políticas de dividendos elevadas. Palavras-chave: Política de dividendos. Teoria do Pássaro na Mão. Teoria da Sinalização. Índices Dividendos.	Base na Teoria do Pássaro na Mão e na Teoria da Sinalização. Estudo descritivo, quali-quantitativo, com emprego da Análise de Conteúdo nos Formulários de Referência e nas atas das Assembleias Gerais Ordinárias referentes ao exercício de 2010 e da Análise de Componentes Principais (ACP), para se inferir sobre os possíveis fatores condicionantes de políticas de dividendos elevados. A aplicação da ACP possibilitou a identificação de quatro componentes principais: Concentração; Rentabilidade; Prosperidade; e Setor. Verificou-se que a política de dividendos determinada por lei é a mais observada pelas companhias.	Conclui-se que, de acordo com a Teoria da Sinalização, as empresas estudadas transmitem sinal positivo ao mercado por meio do planejamento e pagamento de dividendos elevados.
ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE O EVA, O MVA E OUTROS INDICADORES DE DESEMPENHO DAS EMPRESAS DA BM&FBOVESPA NO PERÍODO DE 2000 A 2010	KRUGER, S. D. et al. Análise da relação entre o EVA, o MVA e outros indicadores de desempenho das empresas da BM&FBovespa no período de 2000 a 2010. 2012. Dissertação (mestrado) - UFSC, Centro Sócio Econômico, Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, Florianópolis, 2012.	2012	Objetivo evidenciar a relação entre o EVA, o MVA e outros indicadores de desempenho das empresas listadas na BM&FBovespa no período de 2000 a 2010. Palavras-chaves: EVA. MVA. Dados em painel.	Amostra 196 empresas listadas na BM&FBovespa, com dados do período de 2000 a 2010 disponíveis na base do Econômica@. Estimativa econométrica de painel dinâmico. Para analisar a relação entre as variáveis explicativas com o MVA utilizou-se o estimador GMM de Arellano e Bond (1991) e do teste de causalidade de Granger para evidenciar estatisticamente o sentido de causa entre as variáveis estudadas.	Os resultados confirmam a base teórica da eficiência do EVA e do MVA como medidas de apoio ao processo de gestão, na identificação da geração ou destruição de riquezas para os acionistas, servindo como indicativos preditivos para a análise do desempenho empresarial.

TÍTULO	AUTORES	ANO	QUESTÕES DE PESQUISA	MÉTODOS DE PESQUISA	CONCLUSÃO
VALOR DA EMPRESA E SUA RELAÇÃO COM A ESTRUTURA DE CAPITAL, RENTABILIDADE: UM ESTUDO EMPÍRICO DAS 1000 EMPRESAS MELHORES LISTADAS NA REVISTA EXAME	LIMA, R. R. de; LIMA, T. R. de; NEVES JÚNIOR, I. J. das. Valor da Empresa e sua Relação com a Estrutura de Capital, Rentabilidade: Um estudo empírico das 1000 empresas melhores listadas na Revista Exame. Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade , v. 2, n. 2, p. 02-18, 2012.	2012	Objetivo de discutir a relação entre fontes de financiamentos, resultados e seus impactos no valor de mercado das 1000 (mil) melhores empresas do Brasil, listada na Revista Exame, em sua edição de julho de 2010. Palavras-chaves: Teoria Clássica. Teoria de Modigliani e Miller. Valor de Mercado da Empresa. Estrutura de Capital e Rentabilidade. Regressão Múltipla.	Regressão múltipla, relacionando os índices tradicionais de rentabilidade e de estrutura de capital com o valor de mercado das empresas analisadas.	Verificou-se que há correlação entre a variável dependente e suas variáveis explicativas somente quando se efetuou a análise de regressão por setor. Nas análises que consideraram todos os casos da população, as hipóteses levantadas não foram confirmadas.
PROBLEMAS DE ESTIMAÇÃO DE CUSTO DE CAPITAL DE EMPRESAS CONCESSIONÁRIAS NO BRASIL: UMA APLICAÇÃO À REGULAMENTAÇÃO DE CONCESSÕES RODOVIÁRIAS	SANVICENTE, A. Z. Problemas de estimação de custo de capital de empresas concessionárias no Brasil: uma aplicação à regulamentação de concessões rodoviárias. Revista de Administração , v. 47, n. 1, p. 81-95, 2012.	2012	Objetivo principal consiste em demonstrar qual deve ser a aplicação apropriada da relação entre risco e retorno esperado, desenvolvida na economia financeira em modelos de precificação de ativos em equilíbrio, dos quais o principal é o Capital Asset Pricing Model (CAPM), à determinação de taxas justas de retorno de investimentos em novas concessões rodoviárias no Brasil. Palavras-chave: Custo de oportunidade do capital. Taxa de retorno de concessões. Concessões rodoviárias. Capital asset pricing model. Retorno esperado de mercado.	Procedimento adotado pela ANTT em sua Nota Técnica número 64 (STN, 2007), e são observados os resultados obtidos, em especial para o final de 2008. CMPC.	Em conclusão, neste trabalho mostrou-se, com argumentação apoiada na literatura de economia financeira, bem como a partir de um exemplo de aplicação com dados representativos das condições de mercado de dezembro de 2008, como é ilógica a metodologia que as diversas agências reguladoras utilizam, no Brasil, em processos de fixação de taxas justas de retorno.
APLICABILIDADE DO MODELO GORDON DE CRESCIMENTO DE DIVIDENDOS: APLICAÇÃO NAS AÇÕES GERDAU SA.	SILVA, E.J.; GARBRECHT, G. T.; CHEROBIM, A. P. M. S. Aplicabilidade do Modelo Gordon de crescimento de dividendos: aplicação nas ações Gerdau SA. In: Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC . 2012.	2012	Analisa o Modelo de Gordon para o cálculo do custo de capital por meio da abordagem do crescimento de dividendos e sua aplicabilidade. Palavra-chave: Modelo de Gordon.	A presente seção aborda os aspectos metodológicos da pesquisa dentro de cinco itens: (a) a coleta de dados; (b) cálculo da taxa de crescimento; (c) janela de eventos; e (d) cálculo do custo de capital.	Analisando a aplicabilidade do modelo, verifica-se que a estimação do cálculo do custo de capital é possível, porquanto utiliza-se de informações publicamente disponíveis, desde que observadas as premissas básicas à sua utilização. Em contrapartida, o modelo é sensivelmente afetado quando tais condições não se verificam na prática, seja pela volatilidade dos resultados - por exemplo, ausência do crescimento de dividendos constantes-, seja pela própria estimação, como a decisão sobre o melhor período a ser utilizado para a determinação da taxa de crescimento de dividendos.

TÍTULO	AUTORES	ANO	QUESTÕES DE PESQUISA	MÉTODOS DE PESQUISA	CONCLUSÃO
ESTRUTURA DE CAPITAL DAS MAIORES EMPRESAS BRASILEIRAS: ANÁLISE EMPÍRICA DAS TEORIAS DE PECKING ORDER E TRADE-OFF, USANDO PANEL DATA	CORREA, C. A.; BASSO, L. F. C.; NAKAMURA, W. T. A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: análise empírica das teorias de pecking order e trade-off usando panel data. Revista de Administração Mackenzie (Mackenzie Management Review) , v. 14, n. 4, 2013.	2013	Buscou analisar o nível de endividamento das maiores empresas brasileiras, à luz das duas principais teorias que versam sobre o assunto, a teoria de Pecking Order e a teoria de trade-off, testando seus determinantes. Palavras-chave: Estrutura de capital. Teoria de Trade-Off. Teoria de Pecking Order. Panel Data dinâmico. Capital structure. Trade-Off theory. Pecking Order theory. Dynamic Panel Data.	Tal como Gaud et al. (2005), desenvolvemos as análises estatísticas utilizando a metodologia de Panel Data, que considera os dados da amostra em corte transversal e longitudinal. Além de testes estáticos, foram feitos testes dinâmicos.	Os resultados demonstraram relação negativa entre o nível de endividamento das empresas e o grau de tangibilidade dos ativos e a rentabilidade, bem como relação positiva do endividamento com o risco. Demonstraram ainda que empresas de capital estrangeiro são mais endividadas que empresas nacionais. De um modo geral, os resultados sugerem que a teoria de Pecking Order é mais consistente do que a teoria de trade-off para explicar a estrutura de capital das companhias abertas brasileiras. Em especial, destacamos a relação negativa entre endividamento e rentabilidade, confirmando vários outros resultados de pesquisa obtidos na realidade brasileira. A análise dinâmica demonstrou baixa velocidade do processo de ajuste da estrutura de capital em direção ao nível-alvo, sugerindo a existência de elevados custos de transação e confirmando o comportamento de Pecking Order dos administradores.
CUSTO DE CAPITAL MÉDIO PONDERADO NA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS NO BRASIL: UMA INVESTIGAÇÃO DA ADERÊNCIA ACADÊMICA E A PRÁTICA DE MERCADO	CUNHA, M. F. et al. Custo de capital médio ponderado na avaliação de empresas no Brasil: uma investigação da aderência acadêmica e a prática de mercado. Revista Ambiente Contábil-Universidade Federal do Rio Grande do Norte-ISSN 2176-9036 , v. 5, n. 2, p. 20-36, 2013.	2013	Investigar a aderência entre a prática e a literatura atual sobre o uso do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC). Palavras-chave: Avaliação de empresas. Custo Médio Ponderado de Capital. Ofertas Públicas de Ações.	Para verificar a prática de mercado, realizou-se uma análise nos laudos de avaliação econômico financeiro para os fins de oferta pública de aquisição de ações (OPAs), disponíveis na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), de 2004 a 2009	Concluiu-se que 79% dos laudos aplicaram corretamente o modelo do WACC, como taxa de desconto apropriada ao fluxo de caixa livre da firma, mas apenas 5% utilizaram os valores de mercado para a proporção do patrimônio líquido e dívida no cálculo dessa taxa, e ainda, somente estes laudos (5%) utilizaram a taxa de desconto variável ao longo de todo período projetado. Previsão de uma estrutura “ótima” de capital seguido pelo valor contábil predomina as taxas de desconto utilizadas nas avaliações, o que vai de encontro com o preconizado pela literatura atual, mostrando uma falta de aderência entre a prática e as pesquisas atuais.

TÍTULO	AUTORES	ANO	QUESTÕES DE PESQUISA	MÉTODOS DE PESQUISA	CONCLUSÃO
ESTRUTURA DE CAPITAL: UM ESTUDO BIBLIOMÉTRICO EM PRODUÇÕES DO BRASIL E EXTERIOR	COELHO, A. L. de A. L. et al. Estrutura de Capital: Um estudo Bibliométrico em Produções no Brasil e Exterior. Revista de Informação Contábil , v. 7, n. 1, 2013.	2013	Identificar quais as principais teorias adotadas pelos pesquisadores atinentes à estrutura de capital nos estudos associados às empresas nacionais e internacionais. Palavras-chave: Estrutura de Capital. Pecking Order. Estudo Bibliométrico.	Feita por meio de publicações relacionadas a estrutura de capital, entre 2000 a 2008, publicadas nos periódicos nacionais e internacionais "A", na área de Administração, Ciências Contábeis e Turismo, classificadas pela Qualis/CAPES referentes ao triênio 2007/2009. O processo metodológico realizado foi o de estudo bibliométrico, análise documental e análise citacional. Do universo de 130 periódicos (57 internacionais e 73 nacionais) foram selecionados 42 para compor a amostra. Destes, 26,19% (11 artigos) são publicações internacionais, enquanto que 73,81% (31 artigos) são publicações nacionais	Notadamente, há uma concentração de autores nacionais que publicaram no período de 2000 a 2008 sobre estrutura de capital, com 78,26% das ocorrências. Enquanto que 21,74% das ocorrências de autoria estão em publicações internacionais. Dentre os estudos que compuseram a amostra, a teoria Pecking Order foi recorrentemente citada na maioria deles.
A ESTRUTURA DO CAPITAL DAS EMPRESAS: TEORIA AO LONGO DE 50 ANOS	GOMES, R. A estrutura do capital das empresas: teoria ao longo de cinquenta anos. Lusíada. Economia e Empresa , n. 14, p. 119-143, 2014.	2014	Abordar as principais teorias da estrutura de capital tendo-se manuseado uma compilação de trabalhos, artigos e estudos publicados por diversos autores sobre esta matéria. Palavras chave: Estrutura de capital. Modigliani e Miller. Agência. Takeover. Trade-off. Informação Assimétrica e Pecking Order.	Revisão bibliográfica dos últimos cinquenta anos de teoria econômica resgatando-se diversos estudos e trabalhos realizados por diferentes autores	Das seis principais teorias de estrutura de capital identificadas constatou-se que não existe nenhuma teoria dominante que possa ser considerada consensual, essas teorias são: a Teoria de Modigliani & Miller, a Teoria Tradicional, a Teoria de Agência, a Teoria da Informação Assimétrica, a Teoria de Trade-off e a Teoria de Takeover.
CAPITAIS DE TERCEIROS, DESPESAS FINANCEIRAS E CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL EM EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBovespa	BARROS, M. E.; MATOS, R. M.; COLAUTO, R. D. Capitais de terceiros, despesas financeiras e custo médio ponderado de capital em empresas listadas na BM&FBovespa. In: Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC . 2015.	2015	Examinar as diferenças de estimação do custo médio ponderado de capital considerando os juros da remuneração de capitais de terceiros presentes na DVA e as despesas financeiras constante na DRE em empresas que negociam na BM&FBovespa. Palavras-chave: Capital de terceiros. Despesas financeiras. Juros.	A hipótese de teste é de que a estimação do CMPC a partir das despesas financeiras presentes na DRE difere da estimação do CMPC a partir dos juros presentes na DVA. Trata-se de um estudo hipotético-dedutivo com abordagem predominantemente quantitativa em 159 brasileiras listadas na BM&FBovespa.	Os resultados mostraram que, ao nível de significância de 1%, pode-se afirmar que o CMPC determinado a partir dos juros da DVA é menor quando comparado ao CMPC determinado com o auxílio da DRE, o que sugere implicações relevantes sobre a utilização desta taxa de desconto na avaliação de projetos de investimento.

TÍTULO	AUTORES	ANO	QUESTÕES DE PESQUISA	MÉTODOS DE PESQUISA	CONCLUSÃO
TEORIAS DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS: UMA APLICAÇÃO ÀS EMPRESAS PORTUGUESAS COTADAS NA EURONEXT LISBOA	SEMEDO, I. G. Teorias da Estrutura de Capital das Empresas: Uma aplicação às empresas Portuguesas cotadas na Euronext Lisboa. 2015. Tese de Doutoramento.	2015	Objetivo principal testar a aplicabilidade das referidas teorias Modigliani e Miller (1958) sobre a irrelevância da estrutura de capitais sobre o valor da empresa originou o aparecimento de diversas teorias, nomeadamente a teoria do Efeito Fiscal, do Trade Off, dos Custos de Agência, da Hierarquização das fontes de financiamento, da Sinalização e do Market Timing nas empresas portuguesas não financeiras cotadas na Euronext Lisboa em 2015, durante o período 2010-2014. Palavra-chave: Estrutura de capitais. Teste às teorias. Empresas cotadas Euronext Lisboa. Análise Correlacional. Regressão linear.	Metodologia a estimação de modelos de regressão linear. Das 33 estimações realizadas, algumas apresentaram bom coeficiente de determinação, evidenciando capacidade explicativa boa ou razoável das variáveis independentes propostas pelas diferentes teorias, nomeadamente valor de mercado, imposto sobre o rendimento, free cash flow, dimensão, valor de liquidação dos ativos ou rendibilidade, face às variáveis endógenas proxys da estrutura de capitais das empresas que se utilizaram: empréstimos corrente, não corrente e empréstimo total.	Os modelos especificados com as variáveis exógenas oportunidades de crescimento e liquidez geral evidenciam não terem estas variáveis um efeito significativo sobre as variáveis dependentes. Estas evidências reforçam o poder explicativo das teorias da Sinalização e a dos Custos de Agência.
A RELEVÂNCIA DA ESTRUTURA DE CAPITAL NO DESEMPENHO DAS FIRMAS: UMA ANÁLISE MULTIVARIADA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO	MACHADO, L. K. C. et al. A relevância da estrutura de capital no desempenho das firmas: uma análise multivariada das empresas brasileiras de capital aberto. Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC) , v. 9, n. 4, 2015.	2015	Objetivo foi verificar a efetiva interferência da estrutura de capital no desempenho das firmas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA. Palavras-chave: Estrutura de capital. Teorias financeiras. Desempenho das firmas.	A amostra se constituiu em dados de corte transversal (cross section) e foram selecionados dos últimos balanços de todas as empresas listadas na BM&FBOVESPA, disponíveis na base de dados Economatica®. As técnicas utilizadas foram a análise de variância (ANOVA) e a análise discriminante. Entre os indicadores utilizados, observou-se que apenas a liquidez geral, o grau de imobilização, a Q de Tobin, e a oportunidade de crescimento, foram significativas a 1%.	Os resultados encontrados indicam que a estrutura de capital não está diretamente relacionada com o desempenho das firmas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA. Nesse ínterim, os resultados apontam para a consolidação das teorias financeiras expostas por Modigliani e Miller (1958, 1963) em oposição à corrente tradicionalista iniciada nos estudos de Durand (1952).
PESQUISAS INTERNACIONAIS RECENTES EM ESTRUTURA DE CAPITAL	NISUYAMA, E. K.; NAKAMURA, W. T. Pesquisas internacionais recentes em estrutura de capital. Revista de Administração de Roraima-RARR , v. 5, n. 1, p. 105-122, 2015.	2015	Revisão das publicações recentes que envolvam estudos sobre a estrutura de capital das empresas. Palavras-chave: Estrutura de Capital. Endividamento. Revistas Acadêmicas Internacionais.	A pesquisa foi focada nos últimos 3 anos, de 2011 a 2013, e nas revistas acadêmicas internacionais na área de finanças que apresentam os maiores fatores de impacto, a saber: The Review of Financial Studies, The Journal of Finance, Journal of Financial Economics e Journal of Banking & Finance.	Apesar de amplamente discutidas, as diferenças entre as principais teorias sobre a estrutura de capital, a teoria do trade-off e a teoria do pecking order, ainda são pesquisadas – entretanto, talvez por ser mais recente, a teoria do equity market timing é o que mais tem sido analisado nos últimos três anos. Além desses tópicos, os pesquisadores têm tratado de muitos aspectos das variáveis corporativas que direta ou indiretamente estão associados com as decisões de estrutura de capital.

TÍTULO	AUTORES	ANO	QUESTÕES DE PESQUISA	MÉTODOS DE PESQUISA	CONCLUSÃO
ANÁLISE DOS INDICADORES PIB NACIONAL E PIB DA INDÚSTRIA DA CONSTRUÇÃO CIVIL	SOUZA, B. A. et al. Análise dos indicadores PIB nacional e PIB da indústria da construção civil. RDE-Revista de Desenvolvimento Econômico , v. 17, n. 31, 2015.	2015	Objetivo correlacionar ano a ano o PIB do Brasil com a construção civil, um dos setores da indústria brasileira. Palavras-Chave: Produto Interno Bruto. Construção Civil. Setores da Economia.	Pesquisa bibliográfica referente à economia brasileira a partir do século XIX, com o objetivo de identificar os acontecimentos que mais interferiram na economia do país no decorrer dos anos. Realizou-se também a correlação das taxas do PIB brasileiro com a do setor da construção civil – obtidas no site do IBGE, a partir do ano de 1996 – através de tabelas e gráficos.	Concluir que o fato de o desempenho da Indústria da Construção Civil brasileira se mostrar mais volátil, pela provável suscetibilidade às mudanças na política pública e à economia brasileira e mundial, apesar do cenário econômico do período estudado ser reconhecido como estável diante de cenários anteriores, acredita-se que a ICC contribuiu de forma ativa para o crescimento do PIB, o qual mede o crescimento do país.
A CRISE ECONÔMICA NO BRASIL: INFLUÊNCIAS NOS INDICADORES FINANCEIROS DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS DE CAPITAL ABERTO I	KRIGGER, G. A crise econômica no Brasil: influências nos indicadores financeiros das sociedades anônimas de capital aberto. 2016.	2016	Analisar de que maneira a crise econômica influencia os indicadores financeiros das Sociedades Anônimas de Capital Aberto. Palavras-chave: Crise. Indicadores financeiros. Demonstrativos Contábeis.	Pesquisa com as empresas Lojas Renner SA, Gerdau SA e Vale SA, cuja abordagem é quantitativa, classificada quanto aos objetivos como descritiva, e quanto aos procedimentos adotados como documental.	Conclui-se que a recessão econômica vivida pelo Brasil pode afetar tanto negativamente quanto positivamente os resultados das empresas, e que períodos como esse podem significar uma nova visão e um novo posicionamento para as organizações.
RELAÇÃO ENTRE ESTRUTURA DE CAPITAL E RENTABILIDADE SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO: UM ESTUDO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DO SEGMENTO DE ENERGIA ELÉTRICA	PILATTI, C. A.; PETRY, D. R. Relação entre estrutura de capital e rentabilidade sobre o patrimônio líquido: Um estudo das empresas brasileiras do segmento de energia elétrica. Revista Tecnológica , v. 4, n. 1, p. 271-285, 2016.	2016	Analisar a correlação existente entre a estrutura de capital e a rentabilidade sobre o patrimônio líquido de 46 empresas do segmento de energia elétrica listadas na BM&F Bovespa. Palavras-chave: Estrutura de Capital. ROE. Energia Elétrica. Correlação de Pearson.	Os dados foram segregados entre empresas pertencentes a algum segmento da BM&F Bovespa e comparados com empresas que não pertencem aos segmentos, nos anos de 2011 a 2013. Os dados foram coletados por meio das demonstrações financeiras anuais das organizações, e analisadas quantitativamente por meio de correlações descritivas simples e também por meio da técnica de Correlação de Pearson.	Apontaram média e mediana superior para os indicadores de endividamento e rentabilidade sobre o patrimônio líquido nas empresas não pertencentes aos segmentos, e correlação moderada entre estes indicadores. Demonstraram ainda que, nos três anos analisados, as correlações do grupo de empresas que pertencem a algum segmento foram superiores, em análise do mesmo período das empresas não pertencentes aos segmentos.

TÍTULO	AUTORES	ANO	QUESTÕES DE PESQUISA	MÉTODOS DE PESQUISA	CONCLUSÃO
INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE CAPITAL NOS INVESTIMENTOS EM INOVAÇÃO DAS INDÚSTRIAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA	ALMENDRA, R. S. et al. Influência da estrutura de capital nos investimentos em inovação das indústrias listadas na BM&FBOVESPA. Revista Eletrônica de Ciência Administrativa , v. 16, n. 1, p. 40-61, 2017.	2017	Analisou-se a influência da estrutura de capital nos investimentos em inovação de 120 indústrias listadas na BM&FBOvespa no período de 2013 a 2015. Palavras-chave: Estrutura de capital. Investimentos em inovação. Teoria Pecking Order. Teoria da Agência.	Como <i>proxies</i> para estrutura de capital, consideraram-se os endividamentos de curto prazo, de longo prazo e total. Para representar os investimentos em inovação, utilizou-se o número de patentes registradas e o percentual dos gastos com P&D em relação às vendas. Através do Teste LSD de Fischer, foi possível constatar que as empresas que não investem em inovação possuem endividamento superior. Por meio da regressão linear com dados em painel, verificou-se que somente os endividamentos de longo prazo e total influenciam positivamente os investimentos em inovação via patentes.	Assim, os resultados sugerem que os recursos próprios podem ser insuficientes para investimentos em inovação, levando os recursos de terceiros a contribuir para o aumento dos investimentos em inovação via registro de patentes, conforme preconiza a Teoria Pecking Order, bem como colaborar para a redução dos custos de agência, limitando a atuação dos gestores, como proposto pela Teoria da Agência.
ESTRUTURA DE CAPITAL E DESEMPENHO: EVIDÊNCIA DAS COMPANHIAS ABERTAS DE CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA LISTADAS NA BM&FBOVESPA	DA SILVA, J. P. et al. Estrutura de capital e desempenho: evidência das companhias abertas de construção e engenharia listadas na BM&FBOvespa. Revista UNEMAT de Contabilidade , v. 6, n. 11, 2017.	2017	Objetiva analisar a relação entre estrutura de capital e desempenho das empresas dos subsetores de Construção civil e Construção e engenharia listadas na BM&FBOvespa. Palavras-chave: Engenharia. Construção Civil. Desempenho. Estrutura de Capital.	A amostra é composta por 32 empresas durante os anos-calendário de 2009 e 2015, resultando em 224 observações. Para efeitos de análise dos dados, foi considerado o ROA como proxy para o desempenho	Os resultados da pesquisa corroboram a relação negativa entre a estrutura de capital e o desempenho, uma vez que quanto maior utilização de capital de terceiros, menor o retorno. As variáveis de controle, remuneração de capital próprio, crescimento, apresentaram sinal positivo, e, remuneração de capital de terceiros, imobilização e eficiência operacional, apresentou sinal negativo em relação ao ROA. No geral os resultados convergiram com Chadha e Sharma (2015).
A CRISE E O DESEMPENHO ECONÔMICO FINANCEIRO DAS EMPRESAS DA CONSTRUÇÃO CIVIL	LIMA, S. M.; OLIVEIRA, M. E. L.; DE SOUZA RODRIGUES, M. A crise e o desempenho econômico financeiro das empresas da construção civil. Revista Gestão em Análise , v. 6, n. 1/2, p. 196-210, 2017.	2017	Objetivo analisar os reflexos da crise econômica nos indicadores de desempenhos econômicos e financeiros nas empresas de construção civil no Brasil. Palavras-chave: Crise econômica. Indicadores econômicos e financeiros. Empresas de construção.	Aplicada, descritiva, quantitativa e explicativa, com base em levantamento de dados no sistema Economatica® no período de 2010 a 2015. A amostra é composta por 17 companhias listadas na BM&FBOvespa	Os resultados mostraram que os indicadores econômicos e financeiros apresentaram variações ao longo do período estudado, sendo 2015 o ano em que as empresas sofreram mais fortemente seus reflexos, principalmente em relação ao aumento do endividamento, impactando no resultado líquido e nas taxas de retorno. Desse modo, foi possível inferir que os indicadores econômicos e financeiros das indústrias de construção civil apresentaram variações relevantes no período em análise.

TÍTULO	AUTORES	ANO	QUESTÕES DE PESQUISA	MÉTODOS DE PESQUISA	CONCLUSÃO
ESTRUTURA DE CAPITAL DO SETOR DE CONSTRUÇÃO CIVIL BRASILEIRO E SUA RELAÇÃO COM A ATIVIDADE ECONÔMICA AGREGADA	SCHUH, A. B. et al. Estrutura de Capital do Setor de Construção Civil Brasileiro e sua Relação com a Atividade Econômica Agregada. Gestão & Planejamento-G&P , v. 18, 2017.	2017	Analisar o impacto da atividade econômica agregada na estrutura de capital das empresas do setor de construção civil brasileiro. Palavras-chave: Estrutura de Capital. Construção Civil. Agregados Macroeconômicos. Dados em Painel.	Estimou-se um modelo de dados em painel para o período de 2003 a 2015.	Os resultados indicaram que o endividamento de longo prazo e a utilização de capital de terceiros comportaram-se de maneira similar no que se refere às variações da taxa de juros, do câmbio e do PIB, indicando que um aumento destes induz a uma diminuição do endividamento das empresas estudadas. Já o endividamento de curto prazo apresentou relações opostas, no que tange à taxa de juros e ao câmbio, sugerindo que os critérios adotados para a obtenção de recursos de curto prazo diferem daqueles utilizados para o financiamento de longo prazo.
INFLUÊNCIA DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS NO VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS	ZANON, A. R. M.; DE ARAÚJO, C. G.; NUNES, A. Influência Da Política De Dividendos No Valor De Mercado Das Empresas Brasileiras. Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade , v. 7, n. 3, p. 326-339, 2017.	2017	Qual a influência da decisão de distribuir dividendos no valor das empresas. Existe uma corrente segundo a qual a política de dividendos é relevante para a determinação do valor das empresas, enquanto que existe outra, que segue o trabalho de Modigliani e Miller, segundo a qual a distribuição dos dividendos é irrelevante. Palavras-chave: Política de dividendos. Valor de mercado. Novo Mercado. Payout.	Criado um modelo que buscou verificar a relação entre o valor de mercado e os dividendos distribuídos, utilizando-se as variáveis Market to Book (razão entre o valor de mercado e o valor contábil da empresa) e Payout (razão entre os dividendos e o lucro por ação da empresa). Como procedimento metodológico foi estimada uma regressão com dados em painel para verificar um possível impacto da distribuição de lucros no valor de mercado das empresas selecionadas, tendo sido utilizados dados de 33 empresas que faziam parte tanto do Ibovespa quanto do Novo Mercado em junho de 2017, com base das informações contábeis trimestrais divulgadas no período de 01/01/2000 a 31/03/2017.	Foram encontradas evidências de que há relação entre o valor de mercado das empresas analisadas e o nível de distribuição de dividendos adotado no período. Porém, quando são desconsideradas as distribuições de dividendos em períodos que houve prejuízo, é possível inferir que existe uma relação positiva entre o valor de mercado das empresas e o nível de distribuição de dividendos adotado.
PERFIL DA PESQUISA EM ESTRUTURA DE CAPITAL NO BRASIL PROFILE OF CAPITAL STRUCTURE RESEARCH IN BRAZIL	ALVES, F. I. A. B.; CRISÓSTOMO, V. L. Perfil da Pesquisa em Estrutura de Capital Profile Of Capital Structure Research in Brazil. Revista Observatório de la Economía Latinoamericana , 2018.	2018	Objetiva analisar o perfil da produção científica sobre estrutura de capital em periódicos brasileiros. Palavras chave: Estrutura de capital. Bibliometria. Produção científica. Brasil.	Estudo é exploratório-descritivo, utilizando-se a técnica de análise bibliométrica. A amostra está composta por 102 artigos publicados em 38 periódicos entre 2001 e 2017. Estatística descritiva e aplicação da Lei de Lotka.	Os achados apontam para a concentração de artigos em determinados periódicos e instituições. Três periódicos publicaram um terço dos artigos, e três instituições concentram 41% da produção sobre o tema. Por outro lado, não há concentração em autores, havendo predominância de publicações em dupla (40%) e muitos autores com somente um artigo sobre a temática.

TÍTULO	AUTORES	ANO	QUESTÕES DE PESQUISA	MÉTODOS DE PESQUISA	CONCLUSÃO
ESTRUTURA DE CAPITAL: UMA REVISÃO BIBLIOGRÁFICA DAS PUBLICAÇÕES DOS PERIÓDICOS NACIONAIS	BITTENCOURT, W. R.; ALBUQUERQUE, P. H. M. . Estrutura de capital: uma revisão bibliográfica das publicações dos periódicos nacionais. Revista Contemporânea de Contabilidade , v. 15, n. 34, p. 94-114, 2018.	2018	Pesquisa busca identificar como está sendo pesquisada a estrutura de capital em periódicos nacionais. Palavras-chave: Estrutura de capital. Estrutura da dívida. Bibliometria.	Levantamento bibliométrico na base Periódico Capes com os termos estrutura de capital e estrutura da dívida, no título ou palavras-chave. Foram encontrados, ao todo, 80 artigos.	Os resultados dos trabalhos apontaram que as empresas brasileiras tendem a adotar uma estrutura de capital baseada na hierarquia de fontes de financiamento. Contudo, na presença de incentivos governamentais, possivelmente, as teorias não seriam aplicadas. Diante da diversidade de variáveis empregadas nos trabalhos foram propostas algumas categorias a serem incorporadas nos modelos, tais como: tamanho, tangibilidade, rentabilidade, gestão, risco, macroeconômico e alavancagem.
O IMPACTO DA CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL DE 2008 SOBRE A ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS DE PAÍSES DESENVOLVIDOS E EMERGENTES	BORGES, W. C. et al. O impacto da crise financeira internacional de 2008 sobre a estrutura de capital das empresas de países desenvolvidos e emergentes. Revista Contemporânea de Contabilidade , v. 15, n. 34, p. 58-75, 2018.	2018	Objetivo investigar os impactos que a crise financeira internacional de 2008 causou na estrutura de capital de empresas de todo o mundo. Palavras-chave: Estrutura de capital. Crise financeira. Alavancagem.	Amostra de 29.803 empresas de 48 países diferentes, foram detectados e mensurados os impactos da crise sobre seis indicadores de alavancagem, medidos para o total das empresas e também para dois grupos, um composto pelas empresas localizadas em países em desenvolvimento e outro pelas empresas de países desenvolvidos.	Os resultados mostraram que houve alterações estatisticamente consistentes nas estruturas de capital das empresas entre os períodos pré e pós-crise. Em síntese, houve redução nos níveis de alavancagem, resultado este que foi observado para todos os grupos analisados. Os resultados mostraram ainda que a crise afetou de forma similar as empresas de ambos os tipos de países, desenvolvidos e em desenvolvimento.
A HETEROGENEIDADE DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS DOS PAÍSES DESENVOLVIDOS – G7: UMA ANÁLISE QUANTÍLICA THE HETEROGENEITY OF THE CAPITAL STRUCTURE OF COMPANIES FROM DEVELOPED COUNTRIES – G7: A QUANTILE ANALYSIS	DOS SANTOS SILVA, E.; DOS SANTOS, J. F.; NAKAMURA, W. T. A Heterogeneidade da Estrutura de Capital das Empresas dos Países Desenvolvidos–G7: Uma análise quantílica. Gestão & Regionalidade , v. 34, n. 100, 2018.	2018	Objetivo verificar se as empresas dos principais países desenvolvidos (países integrantes do G7) mantêm suas estruturas de capital mediante o cenário de crise. Palavras-chave: Países desenvolvidos. <i>Pecking order</i> . <i>Trade-off</i> . Crise.	A técnica econométrica chamada regressão quantílica foi utilizada como principal ferramenta de análise, uma vez que suas características permitem uma leitura mais detalhada dos dados, considerando a heterogeneidade das empresas.	Os principais resultados apontam para estratégias de financiamento distintas entre as empresas dos países analisados, influenciadas pelo contexto de crise econômica mundial.

TÍTULO	AUTORES	ANO	QUESTÕES DE PESQUISA	MÉTODOS DE PESQUISA	CONCLUSÃO
FATORES DETERMINANTES DA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS LISTADAS NA B3	GARCIA, I. A. S.; ARNAUD, H. M. D. V.; GOMES, A. K. D. L. J. Fatores Determinantes da Distribuição de Dividendos de Instituições Financeiras Listadas na B3. In: Anais XVIII USP International Conference in Accounting . 2018.	2018	Buscou identificar quais os fatores determinantes da distribuição de dividendos das instituições financeiras listadas na B3 no período de 2010 a 2016. Investigou-se a relação entre Dividendos e as variáveis comumente estudadas na literatura, a saber: a) Endividamento; b) Investimento; c) Tamanho da empresa; d) Liquidez; e) Retorno sobre o Ativo e f) impostos. Palavras chave: Distribuição de dividendos. Instituições financeiras. B3.	Método estatístico denominado de Logit, ou, Regressão Logística. Para utilização desse modelo, classificou-se a variável dependente utilizando variáveis dummies, sendo atribuído valor 1 para as empresas que distribuíram dividendos e 0 para aquelas que não distribuíram. A amostra inicial deste estudo foi composta por 30 empresas com ações ativas na B3 no ano de 2017, classificadas no setor de Finanças e Seguros, conforme classificação da base de dados da Economatica@.	Os resultados evidenciaram que dentre as 6 variáveis selecionadas, apenas as variáveis “Investimento” e “Tamanho” obtiveram resultados significantes, sendo estes, determinantes para a decisão das empresas de distribuir dividendos ao nível de 10% e 5% respectivamente. O percentual de predição do modelo, foi obtido o percentual de 88,40%, indicando que uma grande parcela dos casos foi corretamente prevista pelo modelo, ou seja, os dados referente as variáveis que compuseram o modelo conseguiram em conjunto explicar 88,40% dos casos de distribuição e não distribuição de dividendos das instituições financeiras da B3 no período em análise (2010 a 2016).
CRISE ECONÔMICA NO BRASIL: O DESEMPENHO DOS INDICADORES FINANCEIROS DE QUATRO EMPRESAS LISTADAS NA B3	GONÇALVES, J. F. Crise econômica no Brasil: o desempenho dos indicadores financeiros de quatro empresas listadas na B3. 2018.	2018	Analisar o desenvolvimento dos indicadores de liquidez, rentabilidade e endividamento no período de 2011 a 2013, momento em que o país apresentava estabilidade financeira e nos anos de 2014 a 2016 períodos marcados pela recessão econômica no país. Palavras-chave: Crise econômica. Indicadores financeiros. Setor.	Classificada pelos objetivos como descritiva, em relação aos procedimentos é documental e a abordagem do problema é definida como quantitativa. amostra obtida foi composta por empresas de capital aberto sendo a CVC Brasil operadora e Agência de Viagens S.A., Guararapes Confeções S.A., Natura Cosméticos S.A. e Via Varejo S.A	Conclui-se que a crise econômica no Brasil teve influência nos resultados dos exercícios das quatro empresas escolhidas, e de acordo com relatórios da Administração e desempenho, os empresários usaram desse cenário para colocar em prática novas estratégias de mercado com intenção de alavancar seus resultados e realocação de posição setorial.
POLÍTICA DE DIVIDENDOS: ESTUDO DOS FATORES DETERMINANTES PARA AS EMPRESAS ATUANTES NO SETOR DE UTILIDADE PÚBLICA	ALVES, F. I. A. B.; GUEDES, Y. R.; SOUZA, J. L. Política de Dividendos: Estudos dos Fatores Determinantes para as empresas atuantes no Setor de Utilidade Pública. Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade , v. 8, n. 1, p. 4-21, 2019.	2019	Analisar os fatores determinantes da distribuição de dividendos das empresas brasileiras atuantes no setor de Utilidade Pública. Palavras-Chave: Dividendos. Utilidade Pública. Fatores Determinantes.	A pesquisa é quantitativa, descritiva e documental, com a amostra delimitada em 56 empresas, que publicaram seus demonstrativos do período de 2010 a 2016, totalizando 380 observações. Foram utilizadas para analisar os dados coletados a estatística descritiva, a regressão logit (dummy associada se houve ou não distribuição de dividendos) e a regressão com dados em painéis com efeito fixo (valor dos dividendos).	Os achados indicaram que o tamanho e a rentabilidade contribuem positivamente com a probabilidade de a empresa distribuir dividendos, em contrapartida de que a existência de acordo entre acionistas apresentou efeito inverso sobre essa probabilidade (modelo logit). Além disso, o acordo de acionistas influenciou positivamente o valor dos dividendos, ao passo que a complexidade (remuneração dos administradores) impactou de forma inversa o valor dos dividendos (modelo com dados em painel).