

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS – FUCAPE**

TIAGO COSTA RODRIGUES

**GRAU DE COMPETIÇÃO E SEUS EFEITOS SOBRE A DECISÃO DE
ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS**

**VITÓRIA
2014**

TIAGO COSTA RODRIGUES

**GRAU DE COMPETIÇÃO E SEUS EFEITOS SOBRE A DECISÃO DE
ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, linha de pesquisa em Finanças e Mercado Financeiro, da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Bruno Funchal

**VITÓRIA
2014**

TIAGO COSTA RODRIGUES

**GRAU DE COMPETIÇÃO E SEUS EFEITOS SOBRE A DECISÃO DE
ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, linha de pesquisa Finanças e Mercado Financeiro, da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em 26/11/2014

COMISSÃO EXAMINADORA

**Prof. Dr. Bruno Funchal
(FUCAPE)**

**Prof. Dr. Fernando Caio Galdi
(FUCAPE)**

**Profa. Dra. Graziela Xavier Fortunato
(FUCAPE)**

AGRADECIMENTOS

A Deus por todas as minhas conquistas.

A minha esposa Ana Paula, aos meus pais, avós, irmãos e familiares por acreditar nos meus objetivos.

Ao professor Dr. Bruno Funchal pelos ensinamentos e orientações, sem as quais esse trabalho não seria realizado.

A todos os professores da FUCAPE, especialmente ao professor Dr. Arilton Teixeira por permitir a experiência de cursar análise na reta, um preparatório para o doutorado.

Aos professores da Banca Examinadora, Dr. Fábio Moraes da Costa (qualificação), Dr. Fernando Caio Galdi (qualificação e defesa) e Dra. Graziela Xavier Fortunato (defesa), pelas contribuições e sugestões realizadas no trabalho.

Aos colegas do mestrado, bem como aos funcionários da FUCAPE, especialmente aos colaboradores da biblioteca.

A todos os demais colegas que me apoiaram e torceram por mim.

"Há duas coisas que podem acabar com a realização de um sonho: a falta de esforço e o medo de fracassar".

(Tiago Costa Rodrigues).

RESUMO

Características heterogêneas das firmas implicam em diferentes escolhas de financiamentos. Essas empresas podem estar inseridas em diferentes estruturas de mercado. A empresa inserida em um mercado concentrado, em tese, tem influência da assimetria de informação. Segundo Albanez e Valle (2009) a assimetria de informação é importante para determinar a escolha do endividamento para a teoria *Pecking Order*. Porém, se esse mercado é pulverizado, a assimetria de informação pode deixar de ser um importante fator na escolha do endividamento da firma. Nesse cenário, a empresa pode aumentar dívida para conseguir minimizar o impacto da tributação sobre o lucro, alcançando assim, benefícios fiscais dos juros da dívida (MYERS, 2001). Duas teorias da estrutura de capital podem explicar este comportamento no grau de competição, sendo elas a *Tradeoff* que tem como premissa o benefício fiscal sobre a dívida e *Pecking Order* que é influenciada pela assimetria de informação, assim sendo a principal contribuição desse trabalho. Portanto, o objetivo do trabalho é identificar se o grau de competição influencia na decisão das empresas sobre sua estrutura de capital. A pesquisa quantitativa usa a base Económica para a coleta dos dados das empresas e a regressão em painel com efeito fixo é utilizada para uma amostra constituída por 315 empresas da BOVESPA, excluindo as empresas financeiras e *Holdings*, e 2.809 observações para os anos de 2000 a 2013. Os resultados encontrados apontam como estratégia de financiamento das empresas a *Pecking Order*, tendo significância estatística entre as principais variáveis do modelo, a saber, investimento, lucratividade e tamanho. Nota-se que os resultados das variáveis de grau de concorrência são não significativos estatisticamente, portanto, não podemos afirmar que o grau de competição influencia na decisão das empresas sobre sua estrutura de capital.

Palavras-chave: Grau de Concorrência. Assimetria de Informação. *Pecking Order*. *Tradeoff*.

ABSTRACT

Heterogeneous characteristics of firms imply different financing choices. These companies may be located in different market structures. The company entered into a concentrated market, in thesis, is influenced by information asymmetry. According Albanez and Valle (2009) the information asymmetry is important in determining the choice of borrowing for the Pecking Order theory. But if the market is sprayed, the information asymmetry may no longer be an important factor in choosing the firm debt. In this scenario, the company can increase debt to be able to minimize the impact of taxes on income, thus achieving tax benefits of debt interest (MYERS, 2001). Two theories of capital structure can explain this behavior in the degree of competition, these being the Tradeoff that is premised on the tax benefit on the debt and Pecking Order which is influenced by information asymmetry, so the main contribution of this work. Therefore, the objective is to identify if the degree of competition influences the decision of companies on its capital structure. Quantitative research uses Económica basis for data collection of companies and the panel regression with fixed effects is used to a sample of 315 companies of the BOVESPA, excluding financial companies and Holdings, and 2,809 observations for the years 2000 to 2013. The results show how funding strategy of companies Pecking Order, with statistical significance between the main variables of the model, namely, investment, profitability and size. Note that the results of the degree of competition of variables aren't statistically significant, so we cannot say that the degree of competition influences the decision of companies on its capital structure.

Keywords: Degree of Competition. Information Asymmetry. Pecking Order. Tradeoff.

LISTA DE TABELAS

TABELA 1: PROXIES E SINAL ESPERADO DAS PRINCIPAIS VARIÁVEIS.....	22
TABELA 2: PROXIES E SINAL ESPERADO NO GRAU DE CONCORRÊNCIA.	22
TABELA 3: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DOS DADOS.....	23
TABELA 4: MATRIZ DE CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS.....	23
TABELA 5: DETERMINANTES DO ENDIVIDAMENTO – EQUAÇÃO (6).....	24
TABELA 6: DETERMINANTES DO ENDIVIDAMENTO – EQUAÇÃO (7).....	25
TABELA 7: ROBUSTEZ AOS RESULTADOS DA EQUAÇÃO (6) – 2000 A 2007	26
TABELA 8: ROBUSTEZ AOS RESULTADOS DA EQUAÇÃO (7) – 2000 A 2007	26
TABELA 9: ROBUSTEZ AOS RESULTADOS DA EQUAÇÃO (6) – 2008 A 2013	27
TABELA 10: ROBUSTEZ AOS RESULTADOS DA EQUAÇÃO (7) – 2008 A 2013 ..	27
TABELA 11: SETOR NAICS NÍVEL 2 - ECONOMÁTICA	32

SUMÁRIO

Capítulo 1	9
1 INTRODUÇÃO	9
Capítulo 2	12
2 REFERENCIAL TEÓRICO	12
2.1 ESTRUTURA DE CAPITAL	12
2.1.1 Pecking Order Theory – POT	14
2.1.2 Static Tradeoff Theory – STT	17
Capítulo 3	18
3 METODOLOGIA	18
Capítulo 4	23
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	23
4.1 ROBUSTEZ AS ALTERAÇÕES DAS NORMAS CONTÁBEIS	25
Capítulo 5	28
5 CONCLUSÃO	28
REFERÊNCIAS	29
APÊNDICE A – SETORES DA ECONOMÁTICA	32

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

O objetivo do trabalho é identificar se o grau de competição influencia na decisão das empresas sobre sua estrutura de capital. Para tanto, torna-se relevante analisar os fatores de mercado que influenciam na estrutura de capital das empresas, causando redução no custo de capital, aumentando a fonte de financiamento e os preços executados, maximizando, por fim, o valor da empresa.

Características heterogêneas das firmas implicam em diferentes escolhas de financiamentos. Essas empresas podem estar inseridas em diferentes estruturas de mercado. A empresa inserida em um mercado concentrado, em tese, tem influência da assimetria de informação. Segundo Albanez e Valle (2009) a assimetria de informação é importante para determinar a escolha do endividamento para a teoria *Pecking Order*.

Porém, se esse mercado é pulverizado, a assimetria de informação pode deixar de ser um importante fator na escolha do endividamento da firma. Nesse cenário, a empresa pode aumentar dívida para conseguir minimizar o impacto da tributação sobre o lucro, alcançando assim, benefícios fiscais dos juros da dívida (MYERS, 2001).

Duas teorias da estrutura de capital podem explicar este comportamento no grau de competição, sendo elas a *Tradeoff* que tem como premissa o benefício fiscal sobre a dívida e *Pecking Order* que é influenciada pela assimetria de informação, assim sendo a principal contribuição desse trabalho.

Para tanto, ressalta-se o acesso ao crédito e o aumento da fonte de financiamento após a nova lei de falência ser implementada em 2005. No período de

2002 a 2007 houve um aumento de 8,40% em média de parcela de dívida, o que é explicado pela melhoria na prioridade dos credores, aumentando a proteção dos credores e melhorando a eficiência do sistema de falência (CLOVIS E FUNCHAL, 2009; ARAUJO, FERREIRA E FUNCHAL, 2012). No início de 2007 a dívida das pessoas jurídicas em relação ao Produto Interno Bruto – PIB era de 16,92%, sendo de 24,84% no fim de 2010 e 30,22% no término de 2013, portanto, um aumento persistente no endividamento das empresas¹.

Trabalhos realizados no Brasil analisam “as relações conjuntas da estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio das empresas brasileiras para o período de 1995 a 2004”, sendo a variável lucratividade possuindo o maior peso e também influência, como previstos em *Tradeoff* e *Pecking Order* (FUTEMA, BASSO E KAYO, 2009, p. 60). Machado, Medeiros e Eid Júnior (2010, p. 24) mostram que para mensuração da alavancagem “a variável lucratividade foi a única que se mostrou razoavelmente consistente, em termos de magnitude, sinal e significância, com as diferentes medidas de alavancagem utilizadas”.

Estudos internacionais como Bharath, Pasquariello e Wu (2009) testam se a assimetria de informação é um determinante das decisões de estrutura de capital, como sugere a teoria *Pecking Order*, assim, a pesquisa mostra que a assimetria de informação afeta as decisões de estrutura de capital de empresas norte-americanas ao longo do período de amostragem de 30 anos.

Brav (2009), usando um banco de dados de praticamente todas as empresas do Reino Unido, examinou as políticas financeiras das empresas públicas e privadas e defende que empresas privadas dependem quase exclusivamente de

¹ Fonte: Banco Central do Brasil – BACEN.

financiamento da dívida, possuindo índices de alavancagem mais elevados e tendem a evitar os mercados de capitais externos, sendo que essas diferenças devem-se ao patrimônio privado ser mais caro do que patrimônio público devido à assimetria de informação. Para Chen (2010) as taxas esperadas de crescimento, as incertezas econômicas e o risco, influenciam no endividamento das empresas.

Myers (1984) aponta duas teorias para explicar a estrutura de capital, sendo a primeira a *Static Tradeoff Theory* – *STT*, ou simplesmente Teoria *Tradeoff* Estática que é atingida quando o benefício fiscal referente ao endividamento é equilibrado, na tolerância admissível, por custos de insolvência. Na segunda teoria, a estrutura de capital é explicada através da hierarquia das fontes de financiamento, *Pecking Order Theory* – *POT*, assim, o raciocínio da dívida reflete a exigência cumulativa para financiamento externo, pelo qual as empresas preferem fontes internas às externas, e endividamento se as fontes externas são necessárias (MYERS, 1984).

Dessa forma procura-se responder a seguinte pergunta: o grau de competição influencia na decisão das empresas sobre sua estrutura de capital?

A pesquisa quantitativa usa a base Econômica para a coleta dos dados, sendo tratados estatisticamente, utilizando a regressão em painel com efeito fixo para uma amostra constituída por 315 empresas da BOVESPA, excluindo as empresas financeiras e as *holdings*. Foram coletados os dados para os anos de 2000 a 2013, corrigidos pela inflação do IGP-DI da Fundação Getúlio Vargas – FGV.

Este trabalho está dividido, além dessa introdução, com a seção 2 que trata dos referenciais teóricos sobre a estrutura de capital, considerando mormente *Pecking Order Theory* – *POT* e *Static Tradeoff Theory* – *STT*. Na seção 3 está a descrição da metodologia adotada. Já na seção 4 consta a análise dos dados e, por fim, na seção 5 a conclusão.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 ESTRUTURA DE CAPITAL

O entendimento da estrutura de capital foi marcado em 1958, desde a histórica contribuição científica desenvolvida por Modigliani e Miller em seu artigo “*the cost of capital, corporation finance and the theory of investment*” quando mostram que a escolha entre dívida e financiamento de capital não geram relevância sobre o valor da empresa, custos ou disponibilidade de capital (MODIGLIANI E MILLER, 1958).

Modigliani e Miller (1958) definiram as bases de uma teoria da avaliação das empresas e ações em um mundo de incertezas, além disso, argumentam como essa teoria pode levar a uma definição operacional do custo de capital e como esse conceito pode ser usado para a tomada de decisão na empresa.

O uso de dívida em vez dos fundos de capital para financiar uma empresa pode muito bem aumentar o retorno esperado para os acionistas, como as empresas podem ter diferentes proporções de dívida em sua estrutura de capital, as ações de diferentes empresas, mesmo na mesma classe, pode dar origem a diferentes distribuições de probabilidade de retorno (MODIGLIANI E MILLER, 1958).

É importante ressaltar que após Modigliani e Miller houve mais teorias buscando explicar a estrutura de capital, sendo algumas delas custos de agência, assimetria de informações e as considerações de controle corporativo (HARRIS E RAVIV, 1991). Myers (2001) aponta principalmente as teorias *Static Tradeoff*, *Pecking Order*, *Free Cash Flow*, *Agency Costs*, portanto, a explicação da estrutura

de capital não é restrita a apenas uma teoria, sendo assim, não existe uma teoria universal sobre a escolha de endividamento e nenhuma razão para esperar uma.

Talvez gestores evitem altas taxas de endividamento em uma tentativa de proteger os seus empregos e estabilizar a sua riqueza pessoal (MYERS, 1977). Myers (1977) diz que é racional que as empresas possuam limites de endividamento, mesmo quando há uma genuína vantagem fiscal para empréstimos corporativos e os mercados de capitais estão estritamente perfeitos, eficientes e completos, o que mostra que uma forma de racionamento de capital pelos credores pode existir em tais condições.

Jeffrey e Mackie (1990) especifica o papel das variáveis fiscais observáveis em um modelo teórico e descobriu que outros pesquisadores possam ter procurado efeitos do benefício fiscal nos lugares errados, sendo que benefícios fiscais afetam o valor da dívida gradual na medida em que diminui a taxa de imposto marginal efetivo sobre deduções de juros.

Myers e Sunder (1999) testam modelos de estrutura de capital tradicionais contra a alternativa de um modelo de hierarquia de financiamento corporativo, portanto, o modelo de hierarquia básica, que prevê o financiamento de dívida externa impulsionado pelo déficit financeiro interno, tem muito maior poder explicativo em séries temporais do que um modelo *tradeoff*, que prevê que cada empresa ajusta gradualmente em direção a uma equação da dívida ideal e os testes tem o poder de rejeitar a hierarquia contra hipóteses alternativas *tradeoff*.

Pesquisas sobre táticas de financiamento confirmam a importância dos tributos, assimetria de informação e o custo de agência, há também uma variação ao longo do tempo, mesmo quando a tributação, assimetria de informação e o problema de agência são aparentemente constantes (MYERS, 2001).

Strebulaev (2007) diz que na presença de atritos, as empresas ajustam sua estrutura de capital com pouca frequência e, como consequência é provável que em uma economia dinâmica a alavancagem da maioria das empresas se diferem da alavancagem ótima no momento do reajuste.

Já Michael, Michael R. e Jaime (2008) mostram que o resultado alcançado foi o efeito *time-invariant* que impulsiona variações em índices de alavancagem que gera estrutura de capital surpreendentemente estáveis, principalmente empresas que possuem alta (baixa) alavancagem, o que sugere que a variação na estrutura de capital é determinada principalmente por fatores que se mantêm estáveis por longos períodos de tempo.

Nicoli Junior e Funchal (2013) verificam se a diversificação corporativa aumenta a capacidade de endividamento das firmas brasileiras por meio do *cross-pledging* e os resultados mostram que a diversificação não é utilizada como estratégia de expansão da capacidade de financiamento das empresas.

2.1.1 Pecking Order Theory – POT

Para a *Pecking Order* a empresa toma empréstimo, ao invés de emissão de ações, quando o fluxo de caixa interno não é suficiente para custear as despesas de capital (MYERS, 2001). Assim sendo, na hierarquia, as empresas utilizam primeiramente os recursos internos, seguido de emissões de dívida e, por último, ações (MYERS, 2001; MYERS, 1984; MYERS E MAJLUF, 1984).

Portanto, a firma deve substituir dívida por capital, ou capital por dívida, até que o valor da empresa seja maximizado (MYERS, 1984). Agora, Myers (2001) supõe que a empresa pode emitir novos títulos ou dívidas para financiar novos

investimentos, sendo que dívida tem a pretensão prévia sobre os ativos e lucros, a equidade é a reivindicação residual.

Os investidores em dívida são, portanto, menos expostos a erros na avaliação da empresa, portanto o anúncio de uma emissão de dívida deve ter um impacto menor de queda no preço das ações do que o anúncio de emissão de ações, sendo o risco de inadimplência muito pequeno, entretanto, o impacto no preço das ações deve ser desprezível (MYERS, 2001).

O financiamento externo, usando dívida, é melhor do que o financiamento por capital próprio, assim, as empresas que possuem oportunidade de investimento superior ao fluxo de caixa operacional, e que tenham esgotado a sua capacidade de emitir dívida de baixo risco, podem renunciar bons investimentos ao invés de emitir títulos de risco para financiá-los (MYERS E MAJLUF, 1984).

Na presença da assimetria de informação, os lucros acumulados se mostram como parte importante da estrutura de capital, sendo assim, as empresas mantem os lucros, a fim de conseguir condições de crédito mais favoráveis (MOORE, 1993). Para Myers e Majluf (1984) a empresa não deve pagar um dividendo se tem que recuperar o dinheiro com a venda de ações ou alguma outra garantia arriscado, mas ressalta-se que os dividendos poderia ajudar a transmitir a informação para o mercado de melhoria na gestão.

Além disso, as empresas podem construir folga financeira com a restrição dos dividendos quando a necessidade para investimentos são modestos, sendo a guarda do valor mantida como títulos e valores mobiliários ou uma potencial reserva de empréstimos, podendo também construir uma folga por meio da emissão de ações em períodos em que a vantagem de informação dos gestores é pequena, portanto, as empresas com folga insuficiente para cobrir eventuais oportunidades de

investimentos futuros emitiriam em períodos em que os gestores não têm nenhuma vantagem de informações (MYERS E MAJLUF, 1984).

Assumindo uma correlação positiva entre o valor da empresa e o risco de crédito entre as empresas, Heinkel (1982) diz que há um equilíbrio envolvendo a relevância da estrutura de capital num mercado de capitais assimetricamente informado, o equilíbrio resultante com a relevância da estrutura de capital existe sem dependência de outras imperfeições do mercado, tais como impostos, custos de falência e outros.

Rauh e Sufi (2010) apontam problemas de dívidas individuais sobre os balanços das empresas públicas em que os resultados são consistentes com a teoria existente nos modelos de estrutura de dívida, pois as empresas utilizam simultaneamente vários tipos de dívidas para reduzir conflitos de incentivo.

Quando os acionistas determinar as políticas, o financiamento da dívida é sempre ideal na presença de qualquer seleção adversa ou oportunismo gerencial, mas, quando esses dois problemas estão simultaneamente presentes, a emissão de ações pode se tornar um mecanismo de sinalização ideal (NOE E REBELLO, 1996).

Os mecanismos de sinalizações preferidos dos acionistas são restringir os dividendos, seguidos por financiamento de capital e, finalmente, subfaturamento de valores mobiliários, mas quando os gestores determinam as políticas, uma hierarquia invertida pode ser obtida (NOE E REBELLO, 1996).

Albanez e Valle (2009) afirmam que a assimetria de informação é importante para determinar a escolha do endividamento para a teoria *Pecking Order*. Portanto, no mercado concentrado, sendo relevante a assimetria de informação, a estratégia de financiamento adotada pela empresa pode ser explicada pela *Pecking Order*.

2.1.2 Static Tradeoff Theory – STT

Em seu artigo, Modigliani e Miller (1958) já mencionam benefícios fiscais dos juros quando diz sobre a incidência do imposto sobre os lucros das empresas em que os juros são dedutíveis, mas é abordado com mais clareza na *Tradeoff*. Myers (1984) prevê empréstimos moderados por impostos atribuídos às empresas. Portanto, as empresas buscam os níveis de dívida que equilibram as vantagens fiscais de dívida adicional contra os custos de Insolvência (MYERS, 2001).

Considerando as diferenças significativas em taxas de tributos efetivos e dado que *Tradeoff* funciona, Myers (1984) analisou o ganho fiscal líquido do endividamento corporativo contra o benefício fiscal esperado de realização de uma dedução futura do valor de juros pagos, além de abordar que há empresas com prejuízos, sendo assim, não pagam impostos imediatos. A cada valor monetário extra dos juros pagos pelas empresas criaria apenas uma potencial dedução futura, utilizáveis quando e se a empresa obtiver ganhos suficientes. Essas empresas valorizam benefícios fiscais esperados dos juros em um futuro (MYERS, 1984).

Já Kahle e Shastri (2005) analisa os tipos de empresas que possuem grandes níveis de benefícios e os resultados indicam que essas empresas têm menor alavancagem a longo prazo, menores dividendos por ação e maior rentabilidade do que as empresas sem benefícios fiscais. Assim, a *STT* demonstra que empresas valorizam benefícios fiscais advindos dos juros da dívida (MYERS, 1984).

Portanto, em um mercado com forte concorrência, as empresas podem buscar níveis de dívidas que, conforme Myers (2001) equilibram vantagem fiscal com o custo de insolvência, uma vez que, em tese, a assimetria de informação não é relevante para a empresa.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

A pesquisa quantitativa usa a base Economática para a coleta dos dados das empresas, sendo tratados estatisticamente para identificar se o grau de competição influencia na decisão das empresas sobre sua estrutura de capital. A regressão em painel com efeito fixo em firma e *cluster por cross-section* é utilizada para uma amostra constituída por 315 empresas da BOVESPA, excluindo as empresas financeiras e as *holdings*. Foram coletados os dados para os anos de 2000 a 2013, abrangendo assim, quatorze anos de exercícios financeiros findos, corrigidos pela inflação do IGP-DI da Fundação Getúlio Vargas – FGV.

Nota-se que as teorias observadas neste trabalho, a saber *Pecking Order* e *Tradeoff*, embora motivado por forças diferentes, os dois modelos compartilham muitas previsões sobre alavancagem e, partindo do modelo de Fama e French (2002) exposto a seguir, as análises de modelos ajustados são iniciadas.

$$\frac{L_{t+1}}{A_{t+1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{V_t}{A_t} + \beta_2 \frac{ET_t}{A_t} + \beta_3 \frac{Dp_t}{A_t} + \beta_4 RDD_t + \beta_5 \frac{RD_t}{A_t} + \beta_6 \ln(A_t) + \beta_7 TP_{t+1} + u_{t+1} \quad (1)$$

Sendo $\frac{L_{t+1}}{A_{t+1}}$ a razão de dívida por ativo total, $\frac{V_t}{A_t}$ a razão entre o valor de mercado da firma e o valor contábil do ativo total, $\frac{ET_t}{A_t}$ é a razão do lucro operacional próprio que leva em conta os efeitos dos impostos pelo ativo total, $\frac{Dp_t}{A_t}$ é a despesa com depreciação sobre ativo total, RDD_t é a *dummy* para pesquisa e desenvolvimento, $\frac{RD_t}{A_t}$ trata-se de pesquisa e desenvolvimento sobre ativo total, $\ln(A_t)$ é o logaritmo neperiano do ativo total como medida de tamanho e volatilidade,

TP_{t+1} *Target Payout* é a meta de remuneração dos acionistas que são estimados pela regressão dos dividendos e u é o resíduo.

Levando em consideração o modelo de Fama e French (2002), Brito e Silva (2005, p. 62) regridem “a variável de endividamento total em valor contábil nas variáveis de oportunidade de investimento, lucratividade, volatilidade, variação do investimento e dividendos”, não utilizando a proxy de benefício fiscal $\frac{Dp_t}{A_t}$ e substituindo pesquisa e desenvolvimento por $\frac{dA_t}{A_t}$, uma proxy adicional para o investimento esperado:

$$\frac{L_{t+1}}{A_{t+1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{V_t}{A_t} + \beta_2 \frac{ET_t}{A_t} + \beta_3 \ln(A_t) + \beta_4 \frac{dA_t}{A_t} + \beta_5 TP_{t+1} + u_{t+1} \quad (2)$$

Os determinantes das teorias e a relação esperada com a variável dependente, endividamento, são entendidas a seguir:

Investimento: “*In a simple pecking order world, debt typically grows when investment exceeds retained earnings and falls when investment is less than retained earnings*” (FAMA E FRENCH, 2002, p. 4). Portanto, previsões da *Pecking Order* sobre alavancagem confirmam que a dívida normalmente cresce quando o investimento é superior a lucros acumulados e cai quando o investimento é menor do que os lucros acumulados (FAMA E FRENCH, 2002). Na *Tradeoff*, as metas de alavancagem e dividendos são movidos por uma “mistura” de forças, sendo que custos de insolvência, por exemplo, empurram as empresas para menos *leverage target* (FAMA E FRENCH, 2002).

Tamanho: As teorias *Tradeoff* e *Pecking Order* fazem previsões que firmas com mais volatilidade nos resultados e Fluxo de Caixa Líquido – FCLq tem menos alavancagem, mas assumindo que grandes empresas são mais diversificadas e,

portanto, tem menos volatilidade nos resultados e FCLq, assumindo sinal positivo (FAMA E FRENCH, 2002).

Lucratividade: Na *Tradeoff* a lucratividade está positivamente correlacionada com dívida, isto porque as empresas buscam equilibrar as dívidas com benefícios fiscais advindos da dívida contra os custos de insolvência (MYERS, 2001). O aumento persistente das receitas leva as empresas a utilização mais ampla de dívida, aumentando o benefício fiscal e reduzindo os custos esperados de insolvência (STREBULAEV, 2007). Na *Pecking Order* a lucratividade está negativamente correlacionada com dívida, pois na presença da assimetria de informação os lucros são importantes na estrutura de capital, portanto, a empresa retem lucros para conseguir condições de crédito mais favoráveis (MOORE, 1993).

Grau de Concorrência: O cálculo do *Herfindahl Hirschman Index* – *HHI*, índice que varia de zero a um é utilizado para analisar o grau de concorrência no mercado. Se há pequena concorrência no mercado, pelo qual o índice se aproxima de 1 (um), pode-se afirmar que a assimetria de informação é importante para a firma. Se a concorrência é grande, com índice próximo de 0 (zero), a assimetria de informação deixa de ser importante para a empresa.

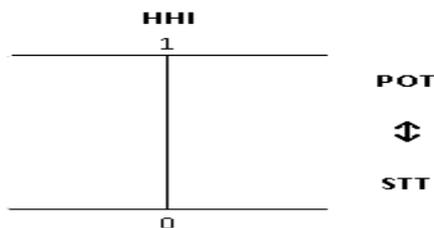


Figura1: Variação do HHI.
Fonte: Elaborado pelo autor.

O cálculo da proxy *HHI* é obtido por $\left(\frac{R_i}{\sum R_i}\right)^2$, sendo a razão de Receita Líquida pela soma da receita líquida do setor NAICS-2 do banco de dados da Económica elevado ao quadrado, conforme exposto a seguir:

$$HHI = \sum_{i=1}^n \left(\frac{R_i}{\Sigma R_i} \right)^2 \quad (3)$$

Semelhantemente ao *HHI*, *Market Share* é calculado para capturar a fatia de mercado da empresa, sendo $\frac{Share_{it}}{\Sigma Share_{it}}$ a razão de Receita Líquida pela soma da receita líquida do setor NAICS-2 da Económica, conforme segue:

$$Market\ Share = \frac{Share_{it}}{\Sigma Share_{it}} \quad (4)$$

Portanto, em um mercado concentrado, sendo assim relevante a assimetria de informação, o sinal esperado para as variáveis é definido pela *Pecking Order*, isto porque a emissão de dívida seria uma relevante informação para o mercado, que deve ser evitada. Se há muita concorrência no mercado o sinal esperado para as variáveis é definido pela *Tradeoff*, pois, em tese, a assimetria de informação deixa de ser importante, o que pode influenciar na opção de benefícios fiscais da dívida.

O modelo de Fama e French (2002) é adaptado para atender ao objetivo proposto neste trabalho, utilizando investimento, lucratividade e tamanho:

$$\frac{D}{A} = f(I, L, T) \quad (5)$$

Acrescenta-se ao modelo adaptado acima o *Market Share* para estimar a relação entre endividamento e as variáveis de investimento, lucratividade e tamanho:

$$\frac{Div_{it}}{A_{it}} = \alpha + \beta_1 \frac{Capex_{it}}{A_{it}} + \beta_2 \frac{E_{it}}{A_{it}} + \beta_3 \ln(A)_{it} + \lambda_1 S * \frac{Capex_{it}}{A_{it}} + \delta_1 S * \frac{E_{it}}{A_{it}} + u_{it} \quad (6)$$

Portanto, $\frac{Div_{it}}{A_{it}}$ é a razão da dívida pelo ativo total; α o coeficiente linear; β_n , λ_1, δ_1 são os coeficientes angulares; *it* são unidade de análise e período, respectivamente; $\frac{Capex_{it}}{A_{it}}$ é a razão de *Capital Expenditure* – CAPEX por ativo total, ou seja, variação do investimento em imobilizado; $\frac{E_{it}}{A_{it}}$ é a lucratividade, sendo a razão

de *Earnings Before Interest and Taxes – EBIT* pelo ativo total; $\ln(A)_{it}$ é o tamanho, sendo o logaritmo neperiano do ativo total; $S * \frac{Capex_{it}}{A_{it}}$ é o produto de $\frac{Share_{it}}{\Sigma Share_{it}}$ e investimento; $S * \frac{E_{it}}{A_{it}}$ é o produto de $\frac{Share_{it}}{\Sigma Share_{it}}$ e lucratividade; u_{it} o erro.

No segundo momento substituímos as *proxies* de *Market Share* por *HHI*:

$$\frac{Div_{it}}{A_{it}} = \alpha + \beta_1 \frac{Capex_{it}}{A_{it}} + \beta_2 \frac{E_{it}}{A_{it}} + \beta_3 \ln(A)_{it} + \lambda_1 HHI * \frac{Capex_{it}}{A_{it}} + \delta_1 HHI * \frac{E_{it}}{A_{it}} + u_{it} \quad (7)$$

Pelo qual $HHI * \frac{Capex_{it}}{A_{it}}$ é o produto de HHI e investimento; $HHI * \frac{E_{it}}{A_{it}}$ é o produto de HHI e lucratividade; λ_1, δ_1 são os coeficientes angulares.

A Tabela 1 expõe as principais variáveis utilizadas neste trabalho, bem como o sinal esperado em relação a variável dependente:

TABELA 1: PROXIES E SINAL ESPERADO DAS PRINCIPAIS VARIÁVEIS.

VARIÁVEIS	PROXIES	STT Dívida	POT Dívida
<i>Investimento</i>	$\frac{Capex_{it}}{A_{it}}, \frac{A_{it+1}-A_{it}}{A_{it+1}}$	-	+
<i>Tamanho</i>	$\ln(A)_{it}$	+	+
<i>Lucratividade</i>	$\frac{E_{it}}{A_{it}}$	+	-

Fonte: Fama e French (2002); Moore (1993); Myers (2001), Strebulaev (2007).
Nota: Elaborado pelo autor.

Já na Tabela 2 estão as variáveis de grau de concorrência e o sinal esperado:

TABELA 2: PROXIES E SINAL ESPERADO NO GRAU DE CONCORRÊNCIA.

VARIÁVEIS	PROXIES	STT Dívida	POT Dívida
<i>HHI*Investimento</i>	$HHI * \frac{Capex_{it}}{A_{it}}$	-	+
<i>HHI*Lucratividade</i>	$HHI * \frac{E_{it}}{A_{it}}$	+	-
<i>Share*Investimento</i>	$S * \frac{Capex_{it}}{A_{it}}$	-	+
<i>Share*Lucratividade</i>	$S * \frac{E_{it}}{A_{it}}$	+	-

Fonte: Elaborado pelo autor.

Capítulo 4

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A primeira etapa para análise dos dados é apresentar a Tabela 3 com a estatística descritiva das variáveis deste estudo no período de 2000 a 2013.

TABELA 3: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DOS DADOS.

VARIÁVEIS	OBS	MÉDIA	DESVIO-PADRÃO	MÍNIMO	MÁXIMO
Endividamento (%)	3519	27,38	23,07	0,00	110,34
Investimento (%)	2960	7,01	7,21	-1,20	31,40
Lucratividade (%)	3431	4,39	17,60	-73,66	35,65
Tamanho (ln)	3477	20,79	2,02	15,89	24,36
HHI (%)	3283	11,51	25,50	0,00	100,00
Market Share (%)	3283	19,59	27,70	0,01	100,00

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: Tamanho em logaritmo neperiano. Winsor em 2,5%. *Proxies* nas Tabelas 1 e 2.

Ainda que não seja possível afirmar a estratégia de financiamento das empresas por meio das médias, mas pode-se ter uma ideia como as variáveis se comportam, isto porque para Fama e French (2002) a teoria *Pecking Order* prevê que a dívida normalmente cresce quando o investimento é superior a lucros. Visto que o fator preponderante para verificar a teoria que explica a estratégia de financiamento das empresas é o sinal esperado nas variáveis não encontramos indícios de utilização das teorias sobre a estratégia de financiamento nas empresas.

Na Tabela 4 é exposto a matriz de correlação, o que facilita analisar o grau de associação entre as variáveis em relação a endividamento.

TABELA 4: MATRIZ DE CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS.

VARIÁVEIS	Endividamento	Investimento	Lucratividade	Tamanho	HHI	Market Share
Endividamento	1,0000					
Investimento	0,0846	1,0000				
Lucratividade	-0,0699	0,1010	1,0000			
Tamanho	0,1408	0,1660	0,1752	1,0000		
HHI	-0,0213	0,0334	0,0493	0,0877	1,0000	
Market Share	-0,0329	0,0502	0,0747	0,1552	0,9535	1,0000

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os sinais obtidos em investimento, lucratividade e tamanho, em relação a endividamento, sugere como explicação da estratégia de financiamento das empresas a *Pecking Order* (ver Tabela 1), mas ainda não há possibilidade de afirmação sobre esta estratégia, o que é possível nas tabelas seguintes.

Na Tabela 5 estão os resultados obtidos na equação (6), utilizando assim a interação de *Market Share* com Investimento e Lucratividade como variáveis de grau de concorrência.

TABELA 5: DETERMINANTES DO ENDIVIDAMENTO – EQUAÇÃO (6).

VARIÁVEIS	COEFICIENTE	ERRO-PADRÃO	P-VALOR
Investimento	-0,010968	0,066517	0,869
Lucratividade	-0,187504	0,074107	0,012
Tamanho	2,688532	1,126001	0,018
Market Share*Investimento	0,011966	0,171141	0,944
Market Share*Lucratividade	-0,079895	0,160264	0,618
Constante	-27,604730	23,876270	0,249
Observações: 2809	R ² : 0,0299	F(5, 2804): 4,10	Prob>F: 0,0010

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: Robusto a heteroscedasticidade com *cluster* por *cross-section* e efeito fixo em firma. *Proxies* nas Tabelas 1 e 2. O endividamento, razão de dívida por ativo total, foi obtido na Economática. Investimento é a razão de *CAPEX* pelo ativo total. Lucratividade é a razão de *EBIT* pelo ativo total. Tamanho é o logaritmo neperiano de ativo total. *Market share* é a razão de receita líquida pela soma da receita líquida do setor da empresa.

O resultado da regressão confirma a previsão da *Pecking Order* sobre sinal esperado para lucratividade e tamanho (ver Tabela 1), sendo estatisticamente significativos. Além do sinal, a teoria prevê que o endividamento cresce quando o investimento é superior aos lucros, sendo esses lucros importantes na estrutura de capital, pelo que a empresa retém lucros para conseguir condições de crédito mais favoráveis (FAMA E FRENCH, 2002). Para as variáveis de grau de concorrência os resultados não são estatisticamente significativos.

Na Tabela 6 estão os resultados obtidos na regressão da equação (7), sendo substituídas as variáveis de interação de *Market Share* pelas variáveis de interação de *HHI*.

TABELA 6: DETERMINANTES DO ENDIVIDAMENTO – EQUAÇÃO (7).

VARIÁVEIS	COEFICIENTE	ERRO-PADRÃO	P-VALOR
Investimento	0,000781	0,057504	0,989
Lucratividade	-0,197142	0,069089	0,005
Tamanho	2,686364	1,126835	0,018
HHI*Investimento	-0,069806	0,179829	0,698
HHI*Lucratividade	-0,037813	0,148583	0,799
Constante	-27,590540	23,888570	0,249
Observações: 2809	R ² : 0,0293	F(5, 2804): 3,95	Prob>F: 0,0014

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: Robusto a heteroscedasticidade com *cluster* por *cross-section* e efeito fixo em firma. *Proxies* nas Tabelas 1 e 2. O endividamento, razão de dívida por ativo total, foi obtido na Economática. Investimento é a razão de *CAPEX* pelo ativo total. Lucratividade é a razão de *EBIT* pelo ativo total. Tamanho é o logaritmo neperiano de ativo total. *HHI* é a razão de receita líquida pela soma da receita líquida do setor da empresa elevado ao quadrado.

O resultado da regressão confirma como explicação da estratégia de financiamento a teoria *Pecking Order*, principalmente se considerado o sinal obtido na variável lucratividade e tamanho (ver Tabela 1). Novamente, os resultados das variáveis de grau de concorrência são estatisticamente não significativos.

4.1 ROBUSTEZ AS ALTERAÇÕES DAS NORMAS CONTÁBEIS

A partir de 2005 o *International Financial Reporting Standards – IFRS* é adotado na Europa, principalmente nos países que fazem parte da Bolsa de Valores da União Europeia, já no Canadá a adoção foi em 2011 e EUA em 2014 (LIMA ET AL., 2011, p. 275).

Em dezembro de 2007 foi promulgada a Lei nº 11.638 que alterou a antiga lei das Sociedades por Ações nº 6.404 de dezembro de 1976. A nova lei que entrou em vigor em janeiro de 2008 adotou o IFRS, sendo a totalidade do arcabouço conceitual implementada em 2010 pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC. Sendo assim, torna-se necessário verificar se a estratégia de financiamento das empresas explicada pela teoria *Pecking Order* é afetada por essas alterações normativas.

Na Tabela 7 estão os resultados da equação (6), utilizando a interação de

Market Share com Investimento e Lucratividade, sendo o período de 2000 a 2007.

TABELA 7: ROBUSTEZ AOS RESULTADOS DA EQUAÇÃO (6) – 2000 A 2007

VARIÁVEIS	COEFICIENTE	ERRO-PADRÃO	P-VALOR
Investimento	0,194088	0,076621	0,012
Lucratividade	-0,309414	0,087146	0,000
Tamanho	-1,917274	1,865860	0,305
Market Share*Investimento	-0,418585	0,215316	0,053
Market Share*Lucratividade	0,010578	0,158719	0,947
Constante	68,453690	38,929850	0,080
Observações: 1424	R ² : 0,0011	F(5, 1419): 6,02	Prob>F: 0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: Robusto a heteroscedasticidade com *cluster* por *cross-section* e efeito fixo em firma. *Proxies* nas Tabelas 1 e 2. O endividamento, razão de dívida por ativo total, foi obtido na Economática. Investimento é a razão de *CAPEX* pelo ativo total. Lucratividade é a razão de *EBIT* pelo ativo total. Tamanho é o logaritmo neperiano de ativo total. *Market share* é a razão de receita líquida pela soma da receita líquida do setor da empresa.

Na Tabela 8 estão os resultados da equação (7), sendo substituídas as variáveis de interação de *Market Share* por *HHI*, para o período de 2000 a 2007.

TABELA 8: ROBUSTEZ AOS RESULTADOS DA EQUAÇÃO (7) – 2000 A 2007

VARIÁVEIS	COEFICIENTE	ERRO-PADRÃO	P-VALOR
Investimento	0,152286	0,065344	0,021
Lucratividade	-0,312433	0,077845	0,000
Tamanho	-1,986520	1,867763	0,289
HHI*Investimento	-0,408035	0,227558	0,074
HHI*Lucratividade	0,060321	0,154223	0,696
Constante	69,888670	38,975130	0,074
Observações: 1424	R ² : 0,0014	F(5, 1419): 5,12	Prob>F: 0,0001

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: Robusto a heteroscedasticidade com *cluster* por *cross-section* e efeito fixo em firma. *Proxies* nas Tabelas 1 e 2. O endividamento, razão de dívida por ativo total, foi obtido na Economática. Investimento é a razão de *CAPEX* pelo ativo total. Lucratividade é a razão de *EBIT* pelo ativo total. Tamanho é o logaritmo neperiano de ativo total. *HHI* é a razão de receita líquida pela soma da receita líquida do setor da empresa elevado ao quadrado.

As Tabelas 7 e 8 mostram os resultados obtidos antes da adoção do IFRS no Brasil. Em relação aos resultados encontrados nas variáveis investimento e lucratividade, os sinais obtidos nos coeficientes são explicados pela teoria *Pecking Order*, confirmando os resultados das Tabelas 5 e 6. Ao analisar as variáveis de grau de concorrência na Tabela 7 e 8 pode-se notar que elas não possuem significância estatística ao nível de 5%, portanto, os resultados são desprezados.

Na Tabela 9 estão os resultados da equação (6), utilizando a interação de *Market Share* com Investimento e Lucratividade, sendo o período de 2008 a 2013.

TABELA 9: ROBUSTEZ AOS RESULTADOS DA EQUAÇÃO (6) – 2008 A 2013

VARIÁVEIS	COEFICIENTE	ERRO-PADRÃO	P-VALOR
Investimento	0,059644	0,073864	0,420
Lucratividade	-0,182808	0,082357	0,027
Tamanho	4,205415	1,655692	0,012
Market Share*Investimento	0,122879	0,193627	0,526
Market Share*Lucratividade	0,159324	0,126556	0,209
Constante	-61,105450	35,445470	0,086
Observações: 1385	R ² : 0,0276	F(5, 1380): 2,31	Prob>F: 0,0418

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: Robusto a heteroscedasticidade com *cluster* por *cross-section* e efeito fixo em firma. *Proxies* nas Tabelas 1 e 2. O endividamento, razão de dívida por ativo total, foi obtido na Economática. Investimento é a razão de *CAPEX* pelo ativo total. Lucratividade é a razão de *EBIT* pelo ativo total. Tamanho é o logaritmo neperiano de ativo total. *Market share* é a razão de receita líquida pela soma da receita líquida do setor da empresa.

Na Tabela 10 estão os resultados da equação (7), sendo substituídas as variáveis de interação de *Market Share* pelas variáveis de interação de *HHI*, abrangendo o período de 2008 a 2013.

TABELA 10: ROBUSTEZ AOS RESULTADOS DA EQUAÇÃO (7) – 2008 A 2013

VARIÁVEIS	COEFICIENTE	ERRO-PADRÃO	P-VALOR
Investimento	0,075606	0,068007	0,267
Lucratividade	-0,180898	0,078231	0,021
Tamanho	4,209198	1,661173	0,012
HHI*Investimento	0,065440	0,194389	0,737
HHI*Lucratividade	0,188844	0,103765	0,070
Constante	-61,112000	35,568930	0,087
Observações: 1385	R ² : 0,0287	F(5, 1380): 2,40	Prob>F: 0,0350

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: Robusto a heteroscedasticidade com *cluster* por *cross-section* e efeito fixo em firma. *Proxies* nas Tabelas 1 e 2. O endividamento, razão de dívida por ativo total, foi obtido na Economática. Investimento é a razão de *CAPEX* pelo ativo total. Lucratividade é a razão de *EBIT* pelo ativo total. Tamanho é o logaritmo neperiano de ativo total. *HHI* é a razão de receita líquida pela soma da receita líquida do setor da empresa elevado ao quadrado.

As Tabelas 9 e 10 mostram os resultados obtidos após a adoção do IFRS no Brasil. Em relação aos resultados encontrados nas variáveis lucratividade e tamanho, os sinais obtidos são explicados pela teoria *Pecking Order*, novamente confirmando os resultados das Tabelas 5 e 6.

Capítulo 5

5 CONCLUSÃO

O trabalho teve como objetivo identificar se o grau de competição influencia na decisão das empresas sobre sua estrutura de capital. Para tanto usou a base Económica para a coleta dos dados, sendo a regressão em painel utilizada para os anos de 2000 a 2013.

Os resultados apontam como estratégia de financiamento das empresas a teoria *Pecking Order*, tendo significância estatística entre as principais variáveis do modelo, a saber, investimento (ver Tabela 7 e 8), lucratividade e tamanho. Além do sinal das variáveis previsto na teoria, Moore (1993) afirma que dado a assimetria de informação, os lucros são importantes na estrutura de capital, pelo que a empresa retém lucros para conseguir condições de crédito mais favoráveis.

Ao analisar as variáveis de grau de concorrência pode-se notar que não possuem significância estatística, portanto, não podemos afirmar que o grau de competição influencia na decisão das empresas sobre sua estrutura de capital.

Os testes de robustez realizados antes e após o período de adoção das alterações das normas contábeis confirmam que não há interferência do *IFRS* em relação aos resultados encontrados, o que ratifica a explicação da estratégia de financiamento adotada pelas empresas, sendo a teoria *Pecking Order*.

Outros fatores econômicos associados ao endividamento podem influenciar na estratégia de financiamento empresarial, como alta taxa de juros praticada no Brasil, bem como afirma Chen (2010) sobre as taxas esperadas de crescimento, as incertezas econômicas e o risco. Estes fatores econômicos são sugestões para as futuras pesquisas em estrutura de capital de empresas brasileiras.

REFERÊNCIAS

ALBANEZ, Tatiana; VALLE, Maurício Ribeiro do. Impactos da Assimetria de Informação na Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras Abertas. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo. v. 20, n.51, 2009.

ARAUJO, Aloísio P.; FERREIRA, Rafael; FUNCHAL, Bruno. The Brazilian bankruptcy law experience. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n.4, p. 994-1004 2012.

BHARATH, Sreedhar T.; PASQUARIELLO, Paolo and WU, Guojun. Does Asymmetric Information Drive Capital Structure Decisions? **The Review of Financial Studies**, v. 22, n. 8, p. 3211-3243, 2009.

BRAV, Omer. Access to Capital, Capital Structure, and the Funding of the Firm. **The Journal of Finance**, v. 64, n. 1, p. 263-308, 2009.

BRITO, Ricardo D.; SILVA, Júlio Cesar G. da. Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívidas no Brasil. **Est. Econ.**, São Paulo. v. 35, n.1, p.37-79, jan-mar, 2005.

CHEN, Hui. Macroeconomic Conditions and the Puzzles of Credit Spreads and Capital Structure. **The Journal of Finance**, v.65, n.6, p. 2171-2212, 2010.

CLOVIS, Mateus e FUNCHAL, Bruno. Firms, Capital Structure and the Bankruptcy Law Design. **Journal of Financial Economic Policy**. v.1, n.3, p. 264-275, 2009.

FAMA, Eugene F. e FRENCH, Kenneth R. Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. **The Review of Financial Studies**, v.15, n.1, p. 1-33, 2002.

FUTEMA, Mariano Seikitsi; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; KAYO, Eduardo Kazuo. Estrutura de Capital, Dividendos e Juros sobre o Capital Próprio: Testes no Brasil. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 20, n. 49, p. 44-92, Jan-abr, 2009.

HARRIS, Milton and RAVIV, Artur. The Theory of Capital Structure. **The journal of Finance**, v.46, n.1, p. 297-355, 1991.

HEINKEL, Robert. A Theory of Capital Structure Relevance Under Imperfect Information. **The Journal of Finance**, v.37, n.5, p. 1141-1150, 1982.

JEFFREY, K. and MACKIE, Mason. Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions?. **The Journal of Finance**, v.45, n.4, p. 1471-1493, 1990.

NICOLI JUNIOR, Jadir e FUNCHAL, Bruno. O Efeito da Diversificação Corporativa na Estrutura de Capital das Firms Brasileiras. **Revista Contabilidade e Finanças**, v.24, n.62, p.154-161, 2013.

KAHLE, Kathleen M. and SHASTRI, Kuldeep. Firm Performance, Capital Structure, and the Tax Benefits of Employee Stock Options. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 40, n. 1, p. 135-160, 2005.

LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de, et al. Efeito da Lei 11.638/07 sobre o conservadorismo condicional das empresas listadas BM&FBOVESPA. **R. Cont. Fin.**, USP, São Paulo, v. 22, n. 56, p. 174-188, maio-jul 2011.

MACHADO, Márcio André Veras; MEDEIROS, Otávio Ribeiro de; EID JÚNIOR, William. Problemas na Mensuração da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. **BBR**, Vitória, v. 7, n. 1, p. 24-47. jan-abr, 2010.

MICHAEL L. Lemmon, MICHAEL R. Roberts and JAIME F. Zender. Back to the Beginning: Persistence and the Cross-Section of Corporate Capital Structure. **The Journal of Finance**, v.63, n.4, p. 1575-1608, 2008.

MODIGLIANI, Franco and MILLER, Merton. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **The American Economic Review**, v.53, p. 261-297, 1958.

MOORE, Robert R.. Asymmetric Information, Repeated Lending, and Capital Structure. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 25, n. 3, p. 393-409, 1993.

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

MYERS, Stewart C.. Capital Structure Puzzle. **The Journal of Finance**, v.39, n.3, p. 575-592, 1984.

MYERS, Stewart C.. Capital Structure. **The Journal of Economic Perspectives**, v.15, n.2, p. 81-102, 2001.

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

MYERS, Stewart C. and SUNDER, Lakshmi Shyam. Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure. **Journal of Financial Economics**, v.51, n.2, p. 219-244, 1999.

NOE, Thomas H. and REBELLO, Michael J.. Asymmetric Information, Managerial Opportunism, Financing, and Payout Policies. **The Journal of Finance**, v. 51, n. 2, p. 637-660, 1996.

RAUH, Joshua D. and SUFI, Amir. Capital Structure and Debt Structure. **The Review of Financial Studies**, v. 23, n. 12, p. 4242-4280, 2010.

STREBULAIEV, Ilya A.. Do Tests of Capital Structure Theory Mean What They Say? **The Journal of Finance**, v.62, n.4, p. 1747-1787, 2007.

TITMAN, Sheridan e WESSELS, Roberto. The Determinants of Capital Structure Choise. **The Journal of Finance**, v.43, n.1, p. 1-19, 1988.

APÊNDICE A – SETORES DA ECONOMÁTICA

TABELA 11: SETOR NAICS NÍVEL 2 - ECONOMÁTICA

Sequência	Setor NAICS Nivel 2	Market Share		HHI	
		Média	Desvio-Padrão	Média	Desvio-Padrão
1	Administração de empresas e empreendimentos	0,1359	0,0248	0,0812	0,0197
2	Agricultura	0,4193	0,0775	0,3564	0,0769
3	Apresentações artísticas e esportivas	1,0000	0,0000	1,0000	0,0000
4	Atividades auxiliares à agricultura, pecuária e silvicultura	0,1228	0,0178	0,0513	0,0149
5	Atividades auxiliares ao transporte	1,0000	0,0000	1,0000	0,0000
6	Comércio atacadista de bens não duráveis	0,5789	0,0500	0,3802	0,0683
7	Construção e empreendimentos imobiliários	0,0848	0,0073	0,0159	0,0028
8	Construção pesada	0,2029	0,0252	0,0844	0,0151
9	Editores de software, jornais, livros e base de dados	0,4516	0,0548	0,2941	0,0565
10	Educação	0,3684	0,0596	0,2673	0,0632
11	Empresa de eletricidade, gás e água	0,0252	0,0014	0,0018	0,0003
12	Extração de petróleo e gás	0,6875	0,1195	0,6870	0,1196
13	Hotel e outros tipos de acomodação	0,5000	0,0513	0,3211	0,0526
14	Imobiliária	0,1795	0,0267	0,0873	0,0279
15	Impressão e atividades auxiliares	1,0000	0,0000	1,0000	0,0000
16	Indústria de alimentos	0,0737	0,0097	0,0232	0,0055
17	Indústria de artigos de couro e afins	0,2500	0,0262	0,1003	0,0204
18	Indústria de artigos de madeira	1,0000	0,0000	1,0000	0,0000
19	Indústria de bebidas e fumo	0,5000	0,0561	0,3348	0,0563
20	Indústria de computadores e produtos eletrônicos	0,3256	0,0342	0,1551	0,0244
21	Indústria de eletrodomésticos, equipamentos e componentes elétricos	0,5000	0,0931	0,4842	0,0931
22	Indústria de equipamentos de transporte	0,0696	0,0087	0,0200	0,0047
23	Indústria de fios e tecidos	0,1228	0,0099	0,0261	0,0035
24	Indústria de máquinas	0,2641	0,0388	0,1482	0,0319
25	Indústria de móveis e afins	0,7500	0,1177	0,7148	0,1247
26	Indústria de papel	0,2029	0,0180	0,0633	0,0073
27	Indústria de produtos de metal	0,0729	0,0098	0,0237	0,0057
28	Indústria de produtos de minerais não metálicos	0,2641	0,0206	0,0919	0,0106
29	Indústria de produtos de petróleo e carvão	1,0000	0,0000	1,0000	0,0000
30	Indústria de produtos de plástico e borracha	0,5000	0,0299	0,2741	0,0303
31	Indústria de recreação, jogo e diversão	0,7368	0,0729	0,6388	0,0924
32	Indústria de roupas	0,1111	0,0090	0,0224	0,0026
33	Indústria de tecidos	1,0000	0,0000	1,0000	0,0000
34	Indústria química	0,1120	0,0150	0,0408	0,0079
35	Loja de artigos para saúde e cuidados pessoais	0,4375	0,0260	0,2124	0,0206
36	Loja de mercadorias variadas	0,2857	0,0337	0,1363	0,0266
37	Loja de roupas e acessórios de vestir	0,2857	0,0442	0,1752	0,0368
38	Loja de veículos motorizados e peças	0,5185	0,0685	0,3909	0,0705
39	Mineração (exceto petróleo e gás)	0,4827	0,0895	0,4578	0,0898
40	Outras indústrias	0,1842	0,0269	0,0883	0,0198
41	Serviços ambulatoriais de saúde	0,3793	0,0480	0,2083	0,0524
42	Serviços de apoio a empresas	0,3611	0,0566	0,2426	0,0549
43	Serviços de informação e processamento dados	1,0000	0,0000	1,0000	0,0000

44	Serviços de locação e leasing	0,7143	0,1050	0,6535	0,1151
45	Serviços profissionais, científicos e técnicos	0,3590	0,0434	0,2006	0,0341
46	Siderurgia e indústria básica de outros metais	0,1428	0,0139	0,0393	0,0048
47	Telecomunicações e emissoras de TV e rádio	0,1867	0,0135	0,0483	0,0053
48	Transporte aéreo	1,0000	0,0000	1,0000	0,0000
49	Transporte ferroviário	0,2500	0,0169	0,0783	0,0088
50	Transporte rodoviário	1,0000	0,0000	1,0000	0,0000
51	Transporte turístico	1,0000	0,0000	1,0000	0,0000
52	Varejista não estabelecidos em loja	1,0000	0,0000	1,0000	0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor.