



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE FINANÇAS E CONTABILIDADE
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

EDUARDO CÉZAR AUGUSTO BRANDÃO

DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS *LARGE CAPS* DA [B]³

**JOÃO PESSOA
2022**

EDUARDO CÉZAR AUGUSTO BRANDÃO

DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS LARGE CAPS DA [B]³

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Contábeis, do Centro de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal da Paraíba, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Moisés Araújo Almeida

JOÃO PESSOA
2022

Catálogo na publicação
Seção de Catalogação e Classificação

B817d Brandao, Eduardo Cezar Augusto.

Determinantes da estrutura de capital das large caps da [B]³ / Eduardo Cezar Augusto Brandao. - João Pessoa, 2022.

36 f. : il.

Orientação: Moisés Araújo Almeida.

TCC (Graduação) - UFPB/CCSA.

1. Ciências Contábeis. 2. Brasil, Bolsa, Balcão (B3). 3. Estrutura de capital. 4. Teorias da estrutura de capital. 5. Teoria do trade-off. 6. Teoria da Pecking Order. 7. Empresas de grande porte. I. Almeida, Moisés Araújo. II. Título.

UFPB/CCSA

CDU 657

EDUARDO CÉZAR AUGUSTO BRANDÃO

DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS LARGE CAPS DA [B]³

Esta monografia foi julgada adequada para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis, e aprovada em sua forma final pela Banca Examinadora designada pela Coordenação do TCC em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba.

BANCA EXAMINADORA

Documento assinado digitalmente
 MOISES ARAUJO ALMEIDA
Data: 21/12/2022 16:29:36-0300
Verifique em <https://verificador.iti.br>

Presidente: Prof. Dr. Moisés Araújo Almeida

Instituição: UFPB

Anna Paola Fernandes Freire

Membro: Prof.^a Dr.^a Anna Paola Fernandes Freire

Instituição: UFPB

Membro: Prof.^a Ma. Alexsandra da Silva

Instituição: Ministério da Cidadania

Documento assinado digitalmente
 ALEXSANDRA DA SILVA
Data: 19/12/2022 16:29:54-0300
Verifique em <https://verificador.iti.br>

João Pessoa, 07 de dezembro de 2022.

DECLARAÇÃO DE AUTORIA PRÓPRIA

Eu, Eduardo César Augusto Brandão, matrícula n.º 11508208, autor(a) do Trabalho de Conclusão de Curso intitulado Determinantes da estrutura de capital das *large caps* da [B]³, orientado(a) pelo(a) professor(a) Moisés Araújo Almeida, como parte das avaliações do Curso de Ciências Contábeis no período letivo 2022.1 e requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel(a), declaro que o trabalho em referência é de minha total autoria, não tendo sido copiado ou extraído, seja parcial ou integralmente, de forma ilícita de nenhuma fonte, além daquelas públicas consultadas e corretamente referenciadas ao longo do trabalho, obedecendo aos padrões nacionais para referências diretas e indiretas, ou daquelas cujos dados resultaram de investigações empíricas por mim realizadas para fins de produção deste trabalho. Afirmando que em hipótese alguma representa plágio de material disponível em qualquer meio, e declaro, estar ciente das penalidades previstas nos artigos 184 e 298 do Decreto-Lei n.º 2.848/1940 – Código Penal Brasileiro, como também declaro não infringir nenhum dispositivo da Lei n.º 9.610/98 – Lei dos Direitos Autorais.

Assim, se houver qualquer trecho do texto em questão que configure o crime de plágio ou violação aos direitos autorais, assumo total responsabilidade, ficando a Instituição, o orientador e os demais membros da banca examinadora isentos de qualquer ação negligente da minha parte, ou pela veracidade e originalidade desta obra, cabendo ao corpo docente responsável pela sua avaliação não aceitá-lo como Trabalho de Conclusão de Curso da Universidade Federal da Paraíba - UFPB, no Curso de Ciências Contábeis, e, por conseguinte, considerar-me reprovado no Trabalho de Conclusão de Curso.

Por ser verdade, firmo a presente.

João Pessoa, 07 de dezembro de 2022.

Eduardo César Augusto Brandão
Assinatura do(a) discente

Documento assinado digitalmente
gov.br EDUARDO CEZAR AUGUSTO BRANDAO
Data: 18/12/2022 22:26:52-0300
Verifique em <https://verificador.iti.br>

Dedico este trabalho aos meus pais, Carlos Eduard e Juliana Patrícia, e a minha noiva, Ana Karina, por todo o esforço, dedicação e apoio em cadamomento de minha vida.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, por sua infinita misericórdia durante toda a minha vida, por me proporcionar sabedoria e paciência para enfrentar as dificuldades, enfim por ser o meu norteador no decorrer deste trabalho e em minha vida.

Agradeço à minha noiva Ana Karina, à minha mãe, Juliana, ao meu pai Carlos Eduard, e às minhas irmãs, Ana Julia e Áurea Beatriz, por todo amor e força durante minha vida.

Agradeço, em especial, ao Prof. Dr. Moisés Araújo Almeida, por toda a paciência, profissionalismo e solicitude que foi demonstrado durante todo esse período como meu orientador.

“Pratique até que a sua incompetência consciente se transforme em sua competência inconsciente.”

Autor desconhecido

RESUMO

Este trabalho teve como objetivo investigar os fatores determinantes da estrutura de capital das *large caps* listadas na bolsa de valores Brasil, Bolsa, Balcão (B3). A amostra foi composta por 53 companhias listadas no índice *MidLarge Cap* da B3, sendo observada a formação procedente para o período de janeiro a junho de 2022, com os dados contábeis referentes ao ano de 2021. Para análise dos determinantes da estrutura de capital foram utilizadas as variáveis oportunidade de crescimento, tamanho, tangibilidade, risco do negócio, liquidez corrente e retorno sobre o ativo, por meio do método da regressão linear múltipla. Os resultados mostraram que o risco do negócio e o retorno sobre o ativo são fatores importantes que impactam de forma positiva e negativa, respectivamente, com um nível de significância de menos de 1%, a estrutura de capital das empresas. Os resultados sinalizaram que as empresas listadas na B3 com ações do tipo *large caps* priorizaram suas fontes de financiamento em consonância com a teoria de *Pecking Order*. Ao tratar dos determinantes da estrutura de capital apontados na literatura, somente o resultado da variável retorno sobre ativo se alinhou às teorias *Trade-off* e *Pecking Order*.

Palavras-chave: Estrutura de capital. *Trade-off Theory*. *Pecking Order Theory*.

ABSTRACT

This work aimed to investigate the determining factors of the capital structure of large caps that are listed on Brazil Stock Exchange - Brasil, Bolsa, Balcão (B3). The sample consisted of 53 companies listed on the MidLarge Cap index of B3, observing the training for the period from January to June 2022, with accounting data for the year 2021. For analysis of the determinants of the capital structure were used the variables opportunity for growth, size, tangibility, business risk, current liquidity and return on assets, using the multiple linear regression method. The results showed that risk and return on assets are important factors that impact positive and negative, respectively, with a significance level of less than 1%, the companies on the capital structure of companies. The results indicated that companies listed on B3 with large caps prioritized their funding sources in line with the Pecking Order theory. The capital structure determinants pointed out in the literature, that only the result of the return on assets was aligned with Trade-off and Pecking Order theories.

Keywords: Capital structure. Trade-off Theory. Pecking Order Theory

LISTA DE QUADROS E TABELAS

Quadro 1 – Relação esperada para os determinantes a estrutura de capital segundo as teorias de <i>Trade-off</i> e <i>Pecking Order</i>	20
Quadro 2 – Amostra do estudo.....	26
Quadro 3 – Cálculo das variáveis independentes.	27
Tabela 1 – Descrição estatística das variáveis	29
Tabela 2 – Matriz de correlação das variáveis independentes.	30
Tabela 3 – Fator de inflação da variância das variáveis independentes.	30
Tabela 4 – Dados da regressão linear múltipla.....	32

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

[B]³ - Brasil, Bolsa, Balcão

EBIT – *Earnings before interest and taxes*

ROA – *Return on assets*

ROE – *Return on equity*

ROIC – *Return on invested capital*

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	12
1.1	PROBLEMA DE PESQUISA.....	14
1.2	OBJETIVOS.....	14
1.2.1	Objetivo geral.....	14
1.2.2	Objetivos específicos.....	14
1.3	JUSTIFICATIVA.....	14
2	REVISÃO DE LITERATURA.....	16
2.1	TEORIAS DA ESTRUTURA DE CAPITAL.....	16
2.2	DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL: TEORIAS <i>TRADE-OFF</i> <i>x PECKING ORDER</i>	19
2.3	ESTUDOS ANTERIORES.....	22
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	25
3.1	CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA.....	25
3.2	POPULAÇÃO E AMOSTRA.....	25
3.3	PROCEDIMENTOS DE COLETA DE E ANÁLISE DE DADOS.....	27
4	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	29
4.1	ANÁLISE DESCRITIVA.....	29
4.2	ANÁLISE DO ENDIVIDAMENTO UTILIZANDO A REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA.....	31
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	33
	REFERÊNCIAS.....	34

1 INTRODUÇÃO

As empresas, de modo geral, necessitam de recursos para o seu desenvolvimento operacional e financeiro, e a estrutura de capital é a forma que é feita a composição desse financiamento. De acordo com Carrijo (2020), os recursos podem ser obtidos por meio do capital próprio, que são os valores que os sócios ou os acionistas da empresa integralizam; e o capital externo, que se traduz pelo capital de terceiros, por meio de financiamentos, empréstimos ou outros meios externos à entidade, que tem como objetivo o investimento no negócio, cabendo aos gestores tomar essas decisões a fim de atingir o objetivo principal corporativo de maximização do valor da companhia.

Estrutura de capital é um assunto bastante controverso na área de finanças corporativas. Existem muitas produções científicas acerca desse tema, como por exemplo, Henrique, Silva e Saporito (2021), Henrique *et al.* (2018), Perobelli e Famá (2002), o que possibilita estudos mais embasados sobre a existência de uma estrutura de capital ótima, de fatores que determinam o nível de endividamento da empresa e da possibilidade de existir relação entre esses fatores e o valor de mercado da empresa.

Um questionamento debatido há certo tempo sobre estrutura de capital é qual a relação entre capital próprio e capital de terceiros que maximiza o valor da empresa. Essa questão é marcada por várias respostas diferentes, de forma que não existe uma resposta única e objetiva. As várias teorias têm mostrado uma gama de potenciais determinantes da estrutura de capital, mas esses determinantes não se apresentam constantes, sempre variando com o contexto.

O debate começa com Durand (1952), onde afirma que a estrutura de capital interfere no valor da empresa, dado que o custo do capital de terceiros modifica-se de acordo com o risco apresentado pela empresa. A partir desse estudo, começaram a surgir várias teorias sobre o assunto, as quais não só foram de encontro com o estudo de Durand, mas também o contrariavam.

Dentre as teorias de destaque, estão os trabalhos de Miller (1977) sobre a teoria do *Trade-off*, que explora a relação entre o benefício fiscal do endividamento e os custos de falência, e o trabalho de Myers e Maluf (1984) sobre a teoria do *Pecking Order*, que discorria sobre a existência de uma preferência entre os gestores em

utilizar os lucros retidos, a emissão de dívidas e a emissão de novas ações, respectivamente.

Ademais, os fatores determinantes da estrutura de capital abrangem, entre outros, a rentabilidade, o tamanho, o risco do negócio, a oportunidade de crescimento, os benefícios fiscais e o nível de tangibilidade. Todos esses aspectos podem ser considerados determinantes da estrutura de capital, entretanto o elo esperado pode ser diferente, a depender da abordagem utilizada.

Existe uma infinidade de variáveis que diferenciam as empresas, tais como; tamanho, localização, sazonalidade, atividade, produtos, clientela, setor econômico, entre outros. Todos esses fatores podem influenciar nos determinantes da estrutura de capital de uma empresa. Quando se separa empresas pela variável “tamanho”, ou, “valor de mercado”, existem denominações no mercado para as pequenas, médias e grandes empresas, sendo elas *small caps*, *mid caps* e *large caps*.

No tocante às *small caps*, tem-se as empresas de menor valor de mercado. No geral, são menos conhecidas pelos investidores, têm menos cobertura das casas de análises, entretanto são empresas com alto potencial de multiplicar de valor, mas também com maior risco. Em seguida tem-se as *mid caps*, que são empresas de porte intermediário, cujo valor de mercado varia entre R\$ 10 bilhões e R\$ 50 bilhões. Assim como as *small caps*, elas têm alto potencial de crescimento. No geral, são empresas que reinvestem alto percentual dos seus lucros nelas mesmas. Já as *large caps* são as empresas com alta capitalização da nossa bolsa de valores, e o maior valor de mercado. São consideradas *Large Caps*, companhias com o valor de mercado acima de 50 bilhões de reais. Essas empresas são conhecidas no mercado de ações brasileiro por serem mais confiáveis e distribuírem a maior parte dos seus lucros para os acionistas, características que as tornam preferíveis para investidores com carteiras mais conservadoras.

Nos Estados Unidos, onde o mercado acionário é maior do que o brasileiro, existem as *mega caps*, que são empresas que valem mais de US\$ 200 bilhões, sendo a maior delas, a Apple, com um valor de mercado de US\$ 2,5 trilhões. Na NYSE e NASDAQ (bolsas americanas) são listadas cerca de 6.000 empresas, enquanto no Brasil tem-se cerca de 400.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Tendo em vista a relevância da estrutura de capital para o modelo de financiamento das empresas, este trabalho visa responder a seguinte questão: Quais determinantes estrutura de capital das *large caps* listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) aderem às teorias Trade-off e Pecking Order?

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo geral

Investigar os fatores determinantes da estrutura de capital das *large caps* listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3).

1.2.2 Objetivos específicos

- a) Investigar se os determinantes da estrutura de capital têm relação com o endividamento total da empresa;
- b) Investigar quais determinantes da estrutura de capital das *large caps* se comportam de acordo com a teoria de *Trade-off*;
- c) Investigar quais determinantes da estrutura de capital das *large caps* se comportam de acordo com a teoria de *Pecking Order*;

1.3 JUSTIFICATIVA

Existem diversos trabalhos, como os de Nakamura e Bastos (2009) e Fama e French (2002), que abordam a temática da estrutura de capital, porém pouco consenso é encontrado sobre o assunto. A relevância sobre o tema é devido a grande importância dada pelos gestores sobre as informações no que se entende de custos de financiamento para as decisões de investimento. A depender dessas decisões as empresas podem ter o seu valor de mercado aumentado ou diminuído.

Nakamura *et al.* (2013) apontam que os resultados dos estudos não são convergentes, então há uma indicação de que o assunto não foi esgotado, o que abre espaço para mais pesquisas acerca do tema.

Segundo Perobelli (2002), vários autores testaram a relação entre tamanho e endividamento, chegando a resultados bastante adversos. Alguns encontraram relação negativa, enquanto outros, positiva. Os que encontraram relação positiva, justificam que as empresas maiores tendem a apresentar maior acessibilidade aos recursos financeiros e maior diversificação do seu negócio, o que termina resultando em uma menor probabilidade de riscos financeiros, conseqüentemente diminuindo os custos de falência.

Este trabalho também busca verificar os determinantes da estrutura de capital das *large caps* no mercado de capitais brasileiro, considerando as abordagens do *trade-off* e *pecking order*, para saber qual melhor explica a decisão da estrutura de capital dessas empresas. O estudo tem o objetivo de contribuir com os estudos de pesquisadores, gestores, investidores, órgãos governamentais e credores.

Dada a relevância das *large caps* para o mercado de capitais brasileiro, o estudo se sustenta com base na quantidade de acionistas dessas companhias, na importância delas para o país, na quantidade de empregos gerados, direta ou indiretamente e no crescimento do mercado de ações brasileiro.

Portanto, ainda fica o questionamento sobre qual é a melhor combinação de financiamentos para uma empresa que possa resultar em um aumento de valor de mercado. Para isso, tendo em vista a relevância das *large caps*, estas foram as escolhidas para terem suas estruturas de capital examinadas, com olhar atento para as determinantes.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Nesta seção são trazidas informações acerca de algumas teorias da estrutura de capital sobre as *large caps* e estudos anteriores sobre o assunto.

2.1 TEORIAS DA ESTRUTURA DE CAPITAL

A partir da década de 1950 várias teorias sobre a estrutura de capital começaram a surgir. A teoria tradicional, impulsionada por Durand (1952), pressupunha a existência de uma estrutura de capital ótima, que seria uma combinação entre o capital externo e o capital próprio, buscando diminuir o custo de capital, aumentando assim, o valor da empresa. Segundo ela, o custo de capital de terceiros mantém-se estável até um determinado nível de endividamento, a partir do qual se eleva devido ao aumento do risco de falência.

Ainda segundo a teoria convencional, como o custo de capital de terceiros é inferior ao custo do capital próprio, a empresa deveria se endividar até o ponto em que o seu custo de capital atingisse um patamar mínimo de endividamento, que resultaria na maximização do valor de mercado.

Enquanto Durand (1952) afirmava que existia uma combinação perfeita de estrutura de capital, que maximizaria o valor de mercado da empresa, Modigliani e Miller (1958) defendiam, sob a hipótese da existência de um mercado perfeito, que a forma de financiamento não influencia o valor da companhia. Segundo eles, o valor da empresa é inalterado independentemente da proporção entre financiamentos e capital próprio.

Para fazerem tais afirmações, eles estabeleceram alguns pressupostos, dentre eles encontram-se: ausência de impostos sobre o lucro da pessoa jurídica e sobre os rendimentos obtidos pelas pessoas físicas; a ausência de custos de transação; a ausência do risco de falência das empresas (risco da dívida com terceiros); a ausência de conflito de agência entre acionistas e administradores, proporcionando uma maximização de resultados para os acionistas; o lucro antes dos juros e imposto de renda não é impactado pelo uso do endividamento.

A partir desses pressupostos os autores demonstraram que a forma de financiamento da empresa não modificaria o valor desta, conseqüentemente, não faria

diferença para o acionista. A tese deles se baseia na ideia que o valor da empresa é definido pelos fluxos de caixa futuros, menos uma taxa de desconto que retratasse o risco dos ativos.

Dando continuidade, Modigliani e Miller (1963) consideraram que o efeito do benefício fiscal levaria a resultados diferentes dos obtidos no primeiro estudo. Eles demonstraram que os impostos sobre o lucro das empresas geram benefícios fiscais da dívida, ou seja, se aumentassem o endividamento da empresa, acarretaria em um maior valor pago de juros, reduzindo assim o lucro tributável. Como resultado do lucro tributável menor, a empresa pagaria menos impostos, e, por consequência, a maximização do valor de mercado da empresa seria obtida.

A teoria da agência, criada por Jensen e Meckling (1976), considera que os custos de agência podem ser minimizados, ou pelo aumento da participação dos gestores no capital da empresa, alinhando dessa forma os seus interesses, ou pela contração da dívida que tem o objetivo de reduzir o fluxo de caixa disponível para os gastos em benefício próprio do gestor. Os autores também afirmam que existirá motivos para que se entenda que o agente nem sempre irá agir de acordo com os interesses do principal, tendo assim o conflito de interesses, que são denominados “problemas de agência”, que, para serem evitados ou minimizados, os gestores terão que tomar uma série de mecanismos de monitoramento e controle de gestão, e esses recursos despendidos são chamados de custos de agência.

Segundo Myers (2003), nessa relação do “gestor” e o “proprietário” pode haver um conflito de interesses entre os dois. O agente pode agir de acordo com seus próprios interesses, buscando remunerações além do valor da categoria, gratificações e até mesmo o desvio de recursos.

Utilizar em grande escala o capital de terceiros tem como consequências: o aumento do risco da empresa; o aumento do interesse dos credores nas decisões da companhia; e que acaba tendo como resultado, também, o conflito de interesses entre os gestores, acionistas e os credores.

Loncan e Caldeira (2014) argumenta que, sob os termos da teoria da agência, a estrutura de capital ótima surge com a estabilidade dos custos e benefícios da dívida para todos os pleiteadores do fluxo de caixa da companhia. O endividamento é então, para essa teoria, um mecanismo que estabiliza o poder entre os agentes e que se resulta em um aumento no valor de mercado da empresa.

A teoria do *Trade-off* acabou se destacando com o avanço dos estudos. O

Trade-off, na prática, significa escolher uma opção em detrimento de outra. Nakamura *et al.* (2007) destacam que a relação entre o benefício fiscal da dívida e o custo do risco de falência, consequência do alto nível de dívidas, serve de base para essa nova teoria. Uma empresa endividada tem maior risco de insolvência por causa dos seus custos de falência. Como resultado de maiores custos de falência, o risco de mercado é maior, conseqüentemente, o custo do capital de terceiros também aumenta. Conforme Myers (1984), à medida que a empresa aumenta o endividamento, amplia, também, o benefício fiscal, e, por consequência, o seu valor de mercado. Porém, esse aumento traz consigo o aumento do custo de falência. Então, como solução a empresa deve calcular os benefícios fiscais e os custos de falência, de forma que consiga atingir um ponto de endividamento que maximize o seu valor.

Segundo Bastos e Nakamura (2009), essa teoria do *trade off* pressupõe que haja uma relação ótima entre capital próprio e capital de terceiros com capacidade de aumentar o valor da companhia. Os gestores das empresas devem buscar um equilíbrio entre os custos de falência e o benefício fiscal da dívida. A teoria também enfatiza que as empresas maximizem o seu valor por meio da distribuição dos dividendos até o ponto em que os custos e benefícios dos recursos distribuídos se iguale, obtendo portanto, um ponto ótimo de pagamento de dividendos (FAMA; FRENCH, 2002).

No campo da estrutura de capital, uma das teorias que mais se destaca é a teoria do *Pecking Order*, também chamada de ordem de preferência. Segundo Matias (2007), a teoria do *pecking order* prevê uma hierarquia nas origens de financiamento das companhias, por causa da assimetria informacional entre os gestores e os investidores. Devido ao risco de transferência de ganhos ou perdas entre investidores e acionistas, na emissão de ações super ou subavaliadas, a emissão de títulos de dívida aparece como alternativa para atender a necessidade de recurso da empresa (MYERS, 2001). A prioridade é dada na seguinte ordem: fontes internas (lucros acumulados, diminuição da distribuição de dividendos, entre outros), emissão de dívidas, em seguida a emissão de ações. A teoria do *pecking order*, segundo Myers (2003, p. 235),

explica por que a maior parte do financiamento externo provém de dívida. Ela também explica por que as empresas mais lucrativas são menos endividadas... porque as empresas têm financiamentos internos mais rentáveis disponíveis. Empresas menos rentáveis necessitam de mais financiamento externo e, conseqüentemente, acumular mais dívidas.

Para Medeiros e Daher (2008), presume-se que os gestores detêm mais informações sobre a companhia e por isso existe uma aversão a buscar financiamentos externos, mais especificamente, na emissão de ações. Segundo Brealey e Myers (2006, p. 349), a informação assimétrica ocorre quando “administradores sabem mais sobre as perspectivas, riscos e valores de suas empresas do que investidores externos”.

2.2 DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL: TEORIAS *TRADE-OFF* x *PECKING ORDER*

Os estudos nas teorias de *Trade-off* e *Pecking order* se baseiam em variáveis dependentes e variáveis independentes para determinar correlações positivas ou negativas por meio de medidas estatísticas. As variáveis dependentes geralmente são indicadores de endividamento para representar a estrutura de capital, e as variáveis independentes podem variar de acordo com a proposta de cada estudo.

Segundo Perobelli e Famá (2003), a importância dessas características sobre a decisão de financiamento origina-se dos resultados que eles seriam capazes de exercer sobre os custos e benefícios relacionados à emissão de ações ou de dívida, e não haveria uma estrutura de capital ótima, mas uma estrutura de capital mais apropriada para cada empresa, de acordo com determinados atributos.

As teorias apontam que as companhias selecionam suas fontes de recursos de acordo com alguns fatores, como: liquidez corrente, tangibilidade, rentabilidade do ativo, oportunidades de crescimento, tamanho e risco do negócio. Esses fatores foram escolhidos pois há uma potencial influência dessas variáveis na estrutura de capital, e portanto, na capacidade de identificar a melhor combinação entre capital próprio e de terceiros para maximizar o valor de mercado da empresa. Segundo Correa, Basso e Nakamura (2013) a literatura apresenta outros possíveis determinantes do endividamento cuja relevância não pode ser ignorada, tais como as economias tributárias, a estrutura de propriedade e as janelas de oportunidade.

Os determinantes citados têm resultados variados de acordo com a teoria que foi usada, portanto é importante conhecer as relações das duas teorias citadas, *Trade-off* e *Pecking order*, conforme o Quadro 1.

Quadro 1 – Relação esperada para os determinantes a estrutura de capital segundo as teorias de *Trade-off* e *Pecking Order*

VARIÁVEIS INDEPENDENTES	RELAÇÃO ESPERADA SOBRE O NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO, DE ACORDO COM AS TEORIAS DE TRADE-OFF E PECKING ORDER	
	HIPÓTESES (TEORIA DO TRADE OFF)	HIPÓTESES (TEORIA DO PECKING ORDER)
Liquidez corrente	Indeterminado	Negativo
Tangibilidade	Positivo	Positivo
Rentabilidade do ativo (ROA)	Positivo	Negativo
Oportunidades de crescimento	Negativo	Negativo
Tamanho	Positivo	Negativo/Positivo
Risco do negócio	Negativo	Negativo

Fonte: Bastos, David e Bergmann (2008).

De acordo com o Quadro 1, no estudo feito por Nakamura e Bastos (2009), percebe-se que a variável “liquidez corrente” não foi testada junto à teoria de *trade-off*, sugerindo o resultado indeterminado, porém tem relação negativa com a teoria do *Pecking order* devido a esse índice mensurar a capacidade das empresas arcar com as obrigações de curto prazo, sendo assim, um maior valor para esse índice indica que a empresa possui maior volume de recursos líquidos disponíveis em relação as suas dívidas.

Segundo Harris e Raviv (1991) e Titman e Wessels (1998) ativos tangíveis são mais propensos a ter maior valor de liquidação em situações de dificuldades financeiras, portanto empresas mais tangíveis tendem a ter maior capacidade de endividamento. É notada uma relação positiva tanto para *trade-off*, quanto para *pecking order*.

Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) na teoria do *Pecking order* propuseram a existência de uma relação negativa entre rentabilidade e endividamento, uma vez que empresas rentáveis não precisam depender tanto de financiamento externo, e por isso utilizam recursos internos acumulados em períodos anteriores. De acordo com Rajan e Zingales (1995), a teoria do *Trade-off* propõem que as empresas mais

rentáveis possuem uma relação positiva com o endividamento, uma vez que são mais propensas a terem uma carga tributária alta e baixo risco de falência.

Segundo Myers (1977) empresas em perspectiva de crescimento podem evitar dívida como forma de manter a capacidade de endividamento para oportunidades futuras, então espera-se uma relação negativa com a teoria do *trade-off*. Já para a teoria *Pecking order*, Fama e French (2002) discorreram que empresas com mais possibilidades de crescimento devem manter os seus níveis baixos de endividamento para não comprometer a obtenção de crédito. Conseqüentemente é esperada uma relação negativa também para a teoria de *Pecking order*.

Brito *et al.* (2007) destacam que uma empresa que é maior e mais diversificada possui menores custos de falência, além de mais acesso a linhas de crédito diferenciadas, reduzindo assim o seu custo de capital, o que leva as empresas a terem mais capacidade de endividamento, portanto uma relação positiva com a teoria do *trade-off*. Já no que se refere à teoria *Pecking order*, encontra-se posições divergentes quanto ao de endividamento. Bastos e Nakamura (2009) aceitam que a relação que se estabelece entre as variáveis pode assumir ambos os sinais, positivo e negativo. Myers (2001) aponta que as divergências entre os credores e acionistas só existem pelo risco do incumprimento das dívidas, devido a chance de que os acionistas ganhem às custas dos credores, conseqüentemente o risco dificulta a alavancagem da empresa por meio do aumento das dívidas. Portanto para as duas teorias espera-se uma relação negativa.

2.3 ESTUDOS ANTERIORES

Mesmo após diversos estudos, pesquisas continuaram a serem feitas por pesquisadores sobre estrutura de capital. Eid Jr. (1996) propôs em seu trabalho, pesquisar o comportamento das empresas instaladas no Brasil em relação a custo e estrutura de capital, buscando identificar quais os instrumentos teóricos que melhor descrevem esse comportamento. Como resultado dos seus estudos, o autor constatou que as empresas captam recursos sem preocupar-se com a estrutura de capital, optando sempre pelos recursos mais viáveis economicamente. Para Eid Jr. (1996), um elevado número de empresas segue uma ordenação em anuência com a teoria da assimetria de informação.

Tedeschi (1997) em seu trabalho preocupa-se em identificar quais são os fatores determinantes da escolha da estrutura de capital das empresas não-financeiras no Brasil, e, em sua conclusão, afirmou que alguns aspectos confirmam o seu papel na determinação da estrutura de capital, tais como: a tangibilidade, o tamanho, as oportunidades de investimento e a rentabilidade. Em relação à captação de recursos externos parece haver uma existência de uma hierarquia na captação dos recursos, no período observado, que privilegia os recursos externos assim que os recursos gerados internamente acabam. Ele afirmou que os dados parecem confirmar a prevalência da “*pecking order*”.

Gomes e Leal (2000) estudaram quais são os determinantes da estrutura de capitais. Eles encontraram base para as teorias de *pecking order*, dos custos de insolvência e dos custos de agência. Eles afirmaram que as empresas menos endividadas são as que têm mais rentabilidade, e que empresas com lucros mais instáveis e menores em tamanho, são as mais alavancadas. Uma das conclusões desse artigo é que os custos de agência e de insolvência surgem como determinantes importantes da estrutura de capital e que a falta de recursos internos de baixo custo de longo prazo explicam por que empresas menores são mais alavancadas.

Em 2002, Perobelli e Famá propuseram um estudo de adaptação do modelo feito por Titman e Wessels (1988) para o caso aqui no Brasil com dois objetivos em vista: verificar os fatores indutores de endividamento para as empresas brasileiras; verificar a convergência entre os resultados (cargas fatoriais) do modelo proposto pelos autores, e estimado com restrições e os resultados analisados via análise fatorial apurada sem restrições. Os resultados obtidos demonstram que, no Brasil, empresas menores são mais propensas ao endividamento de curto prazo do que as empresas maiores, e empresas em crescimento tendem a utilizar menos financiamentos de curto prazo.

O estudo de Henrique *et al.* (2018) investigou os determinantes da estrutura de capital utilizando a técnica de regressão múltipla de dados, em uma amostra de 723 empresas. O período examinado foi de 2005 a 2014. Utilizando doze variáveis contábeis, nas quais cinco foram relacionadas ao endividamento e mais sete relacionadas à estrutura de capital, o estudo obteve como resultado: relações positivas em tangibilidade dos ativos e negativa para os retornos dos ativos; a liquidez corrente está relacionada negativamente com os indicadores de endividamento; o retorno aos investidores não foi possível confirmar sua relação com os indicadores

de endividamento; crescimento dos ativos é relacionada positivamente com o endividamento a curto prazo.

Já Britto, Serrano e Franco (2018), usaram os períodos de 2010-2017 para estudar quais fatores determinam a estrutura de capital nas empresas brasileiras. Em suas análises, utilizaram os fatores que já são propostos nas principais teorias: rentabilidade, risco, tamanho, tangibilidade e oportunidades de crescimento. Analogamente a esses fatores, empregaram um conjunto de *dummies* setoriais para evidenciar alguma característica específica de cada setor. Os testes evidenciaram que os setores não importavam na escolha da estrutura de capital, e que rentabilidade, risco e oportunidades de crescimento induzem o menor endividamento e que a tangibilidade não teve influência relevante sobre o nível de endividamento. Os resultados não permitem confirmar uma teoria específica da estrutura de capital.

Em seu trabalho Martucheli, Faria e Souza (2020) tiveram o objetivo de identificar quais os fatores intrínsecos das empresas e quais fatores macroeconômicos tem influência sobre a estrutura de capital das empresas no Brasil. Para a obtenção dos resultados, eles utilizaram os dados em painel em uma amostra de 284 empresas. O estudo identificou que as determinantes da estrutura de capital são as variáveis: ciclo financeiro, valor patrimonial, tangibilidade, liquidez geral e imediata, oportunidade de crescimento, giro do ativo e do patrimônio líquidos, margem EBIT, ROA, ROE, ROIC; e as variáveis macroeconômicas foram o crescimento do PIB e os impostos.

Pamplona, Silva e Nakamura (2021) verificaram os determinantes da estrutura de capital em indústrias brasileiras. Com uma amostra de 92 empresas, o estudo destacou períodos de crise e de prosperidade no cenário interno, utilizando a técnica estatística de regressão com dados em painel. Os resultados indicaram que as empresas têm se endividado mais nos períodos de crise, comparado aos períodos de prosperidade, e que as variáveis rentabilidade, tamanho, liquidez corrente, tangibilidade e *market to book value* foram significativas em ao menos um dos modelos operacionalizados. O estudo mostrou que a variável rentabilidade, além de apresentar maior influência na forma que as organizações estruturam seu capital e é também a determinante que mais sofre oscilações na comparação entre os períodos.

Em seu artigo, Henrique, Silva e Saporito (2021) procuraram conhecer o comportamento dos determinantes da estrutura de capital em relação à teoria do

trade-off e à teoria de *pecking order*. Por meio da regressão múltipla de dados em painel, foram utilizadas dezesseis variáveis contábeis, sendo cinco dependentes e onze independentes. Foi observado que com o painel de dados, os determinantes que tem uma influência mais acentuada nos níveis de endividamento das empresas são: liquidez corrente, tangibilidade, retorno aos acionistas, retorno sobre os ativos, crescimento das vendas, crescimento dos ativos, *market to book* e risco comercial medido pela volatilidade dos lucros. Os estudos analisados mostram que, apesar de muitas pesquisas na área, de várias metodologias e uma gama de variáveis, os resultados se apresentam muito diferentes.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta seção contém o processo utilizado para atingir o objetivo do presente estudo. É subdividida entre os seguintes tópicos: classificação da pesquisa, a população e a amostra da pesquisa, e procedimentos de coleta e análise dos dados.

3.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

Esta pesquisa é classificada como explicativa e descritiva, pois apresenta a identificação dos motivos que determinam a estrutura de capital das companhias listadas na B3. A pesquisa também é classificada como documental, pois recorre à utilização de fontes primárias a partir da base de dados do *Economática*® e [B]³. Quanto à abordagem, trata-se de um estudo quantitativo, pois tem o objetivo de verificar estatisticamente uma hipótese a partir da coleta de dados concretos e quantificáveis.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

Atualmente, existem apenas 16 *large caps* na bolsa de valores do Brasil, devido a essa pequena quantidade, para não ocorrer problemas amostrais, foi utilizado como amostra o índice *MidLarge Cap* da B3, que contém 68 empresas, sendo observada a formação procedente para o período de junho de 2022, utilizando os dados contábeis de 2021. Foram consideradas de início 68 empresas, porém pela dificuldade de comparabilidade e seus indicadores terem uma interpretação diferente, o setor financeiro foi excluído, restando 53 empresas.

Quadro 2 – Amostra do estudo

Empresa	Código	Empresa	Código
ALPARGATAS	ALPA4	KLABIN S/A	KLBN11
AMBEV S/A	ABEV3	LOCALIZA	RENT3
AMERICANAS	AMER3	LOCAMERICA	LCAM3
ASSAI	ASAI3	LOJAS RENNER	LREN3
AUREN	AURE3	MAGAZINE LUIZA	MGLU3
BRADSPAR	BRAP4	MARFRIG	MRFG3
BRASKEM	BRKM5	NEOENERGIA	NEOE3
BRF SA	BRFS3	PETROBRAS	PETR4
CARREFOUR BR	CRFB3	PETRORIO	PRIO3
CCR SA	CCRO3	PORTO SEGURO	PSS3
CEMIG	CMIG4	RAIADROGASIL	RADL3
COPEL	CPLE3	REDE DOR	RDOR3
COSAN	CSAN3	RUMO S.A.	RAIL3
CPFL ENERGIA	CPFE3	SABESP	SBSP3
CSNMINERAÇÃO	CMIN3	SÃO MARTINHO	SMTO3
DASA	DASA3	SID NACIONAL	CSNA3
ELETROBRÁS	ELET6	SMART FIT	SMFT3
ENERGISA	ENGI11	SUZANO S.A.	SUZB3
ENEVA	ENEV3	TAESA	TAEE11
ENGIE BRASIL	EGIE3	TELEF BRASIL	VIVT3
EQUATORIAL	EQTL3	TIM	TIMS3
GERDAU	GGBR4	TRAN PAULISTA	TRPL4
GRUPO NATURA	NTCO3	ULTRAPAR	UGPA3
HAPVIDA	HAPV3	USIMINAS	USIM5
HYPERA	HYPE3	VALE	VALE3
JBS	JBSS3	VAMOS	VAMO3
VIBRA	VBBR3	WEGE	WEGE3

Fonte: Elaboração própria.

3.3 PROCEDIMENTOS DE COLETA E ANÁLISE DOS DADOS

Em sintonia com outros trabalhos já desenvolvidos na literatura, este trabalho pretende verificar a dinâmica da relação entre o nível de endividamento das empresas e a tangibilidade, a rentabilidade, o tamanho, a liquidez corrente, o risco do negócio e a oportunidade de crescimento, e também como essas variáveis se comportam de acordo com as teorias *Trade-off* e *Pecking Order*

Neste estudo, a coleta de informações financeiras e patrimoniais foi feita na base de dados do *Economática*®. Após coletados, os dados foram organizados em planilha eletrônica. A análise dos dados da pesquisa proposta foi feita utilizando a técnica econométrica regressão linear múltipla com efeitos de mínimos quadrados ordinários, estimado com dados *cross section*, utilizando-se do aplicativo estatístico GRETL. Para análise, a variável dependente foi o endividamento total, obtido por meio da seguinte fórmula;

$$\text{ENDT} = (\text{passivo circulante} + \text{passivo não circulante}) / \text{ativo total}.$$

Em relação às variáveis independentes, foram utilizados seis indicadores: rentabilidade, tamanho, liquidez corrente, tangibilidade, risco do negócio e oportunidade de crescimento.

Quadro 3 – Cálculo das variáveis independentes (Continuação)

Variáveis independentes	Sigla	Cálculo	Autores
Rentabilidade	ROA	ROA= EBITDA/ ATIVO TOTAL	Nakamura <i>et al.</i> (2007); Bastos e Nakamura (2009)
Tamanho	TAM	TAM= Log ativo total	Bastos e Nakamura (2009)
Índice de liquidez	ILC	ILC= Ativo circulante/ passivo circulante	Nakamura <i>et al.</i> (2007); Bastos e Nakamura (2009)
Tangibilidade	TANG	TANG= (estoque + imobilizado)/ativo total	Bastos e Nakamura (2009)

Quadro 3 – Cálculo das variáveis independentes (conclusão)

Variáveis independentes	Sigla	Cálculo	Autores
Risco	RISCO	RISCO = Desvio padrão (EBIT)/Ativo total	Bastos e Nakamura (2009)
Oportunidade de crescimento	CRESC	CRESC = (receita líquida 1 – receita líquida 0) / receita líquida 0	Bastos e Nakamura (2009)

Fonte: Elaboração própria.

Para análise dos dados, foi utilizado o seguinte modelo de regressão:

$$\text{ENDT}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{ROA}_i + \beta_2 \text{TAM}_i + \beta_3 \text{ILC}_i + \beta_4 \text{TANG}_i + \beta_5 \text{RISCO}_i + \beta_6 \text{CRESC}_i + \mu_i$$

Em que: ENDT é o endividamento total da empresa, β_0 é o intercepto da reta; ROA é o índice de rentabilidade da empresa; TAM é o tamanho da empresa; ILC é o índice de liquidez corrente; TANG é a medida de tangibilidade dos ativos; RISCO é o risco da empresa; CRESC é o índice de crescimento da empresa e μ é o termo de erro.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADO

O presente capítulo apresenta e discorre sobre os resultados obtidos acerca dos determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

a) Estatísticas descritivas

Nesta seção foram analisadas as estatísticas descritivas das variáveis. Na Tabela 2 são apresentados médias, medianas, desvios padrões, máximos e mínimos e coeficiente de variação das variáveis dependentes e independentes estudadas no período de 2021.

Tabela 1 – Descrição estatística das variáveis

Variável	Média	Mediana	D.P.	C.V.	Mín	Máx
ENDT	63,5	66,4	16,6	0,261	0,675	93,3
TAM	7,63	7,62	0,411	0,054	6,88	8,99
ROA	9,52	6,71	15,0	1,579	-5,43	107,0
ILC	1,91	1,47	1,08	0,568	0,751	5,89
TANG	0,342	0,343	0,213	0,622	0,000	0,760
RISCO	0,0507	0,0338	0,0628	1,239	0,00610	0,427
CRESC	0,382	0,334	0,301	0,788	-0,0251	1,31

Fonte: Elaboração própria.

Analisando as estatísticas, constata-se que o endividamento médio das empresas observadas é de 63,5%. Ainda, de acordo com o coeficiente de variação, a variável tamanho (TAM) é a única que apresenta baixa dispersão, e todas as outras variáveis apresentam alto grau de dispersão, o que indica imprevisibilidade nos resultados.

b) Matriz de correlação e colinearidade

A Tabela 3 mostra a matriz de correlação das variáveis independentes inclusas no modelo. Constata-se que a maior correlação entre essas variáveis ocorre entre risco do negócio e ROA, com um valor de 0,9581, o que indica uma alta correlação.

Tabela 2 – Matriz de correlação das variáveis independentes

VARIÁVEIS	ENDT	TAM	ROA	ILC	TANG	RISCO	CRESC
ENDT	1,000						
TAM	0,206	1,000					
ROA	-0,583	-0,136	1,000				
ILC	-0,392	-0,361	0,494	1,000			
TANG	0,151	0,042**	-0,130	-0,048**	1,000		
RISCO	-0,466	-0,117	0,958	0,530	-0,036**	1,000	
CRESC	-0,163	0,007***	0,291	0,580	0,152	0,400	1,000

P – valor: 0,2759, *** Significante a 1%, ** Significante a 5%
 Fonte: Elaboração própria.

Apesar desses altos valores na matriz de correlação, que ocorrem nas relações: ROA e Risco (0,9581), ILC e risco (0,5307), ROA e ILC (0,4943), a Tabela 4 mostra os valores do fator de inflação da variância (FIV) para as variáveis do estudo. É recomendado que um FIV de até 10 seja aceito. Logo não há sinal de problemas com colinearidade no modelo.

Tabela 3 – FIV das variáveis independentes

Variável	FIV
TAM	1,211
ROA	3,797
ILC	1,780
TANG	1,119
RISCO	4,315
CRESC	1,754

Fonte: Elaboração própria.

c) Homocedasticidade

Para testar o pressuposto da homocedasticidade foi utilizado o teste de *White*, que não indicou a presença de heterocedasticidade nos resíduos de regressão. De acordo com a Estatística de teste: $TR^2 = 18,006807$, com $p\text{-valor} = P(\text{Qui-quadrado}(27) > 18,006807) = 0,903312$

Logo, a variância entre o termo de erro e a estimativa é constante.

4.2 ESTUDO DO ENDIVIDAMENTO UTILIZANDO A REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA

Nesta seção, os resultados são apresentados os resultados das regressões estimadas pelo Método de Regressão Linear Múltipla (MRLM).

Os resultados da regressão linear múltipla apresentados na Tabela 5 mostram que as variáveis explicativas são responsáveis por 28,26% da variância do endividamento total, conforme o R^2 ajustado, o que demonstra um valor abaixo do estudo de Maia, Castro e Lamounier (2018), no qual obtiveram um R^2 ajustado de 44,61%. As variáveis independentes ROA e RISCO foram as únicas que apresentaram significância na explicação da variável dependente e tiveram relação negativa e positiva, respectivamente, o que significa que quanto maior o endividamento, menor a rentabilidade, ao contrário do risco, que aumenta de acordo com o aumento do endividamento. A relação negativa do ROA foi de encontro com a teoria de *Pecking Order*, pois ela considera que as empresas têm preferência na ordem de financiamento, enquanto o risco do negócio, que apresentou relação positiva com o endividamento, contrariou tanto a teoria de *Pecking Order*, quanto a teoria de *Trade-off*.

Tabela 4 – Dados da regressão linear múltipla

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>t</i>	<i>p-valor</i>	
TAM	2,08209	4,67490	0,4454	0,6582	
ROA	-2,48068	0,520835	-4,763	<0,0001	***
ILC	-3,34496	2,40700	-1,390	0,1716	
TANG	0,191202	8,56278	0,02233	0,9823	
RISCO	417,991	105,264	3,971	0,0003	***
CRESC	-5,04499	7,50653	-0,6721	0,5050	
R ² ajustado	0,28254				
F (6, 44)	4,28179				
P-valor (F)	0,00176				

*** Significante a 1%.

Fonte: Elaboração própria.

Observa-se que às variáveis tamanho (TAM) e tangibilidade (TANG), têm relação positiva com a variável dependente ENDT, portanto, corroboram com as teorias de *Trade-off* e *Pecking Order*, porém por não haver significância nas variáveis, não é possível confirmar ou rejeitar as hipóteses das teorias.

Quanto as variáveis índice de liquidez corrente (ILC) e oportunidade de crescimento (CRESC), as duas tiveram relação negativa com a variável dependente, o que termina por respaldar a teoria de *Pecking Order*. Quanto à teoria de *Trade-off*, apenas a variável CRESC possui o mesmo sinal da teoria, todavia, assim como aconteceu com as variáveis TAM e TANG, CRESC e ILC não possuem significância, assim não é possível confirmar ou rejeitar as teses das teorias.

A teoria nos diz que os determinantes da estrutura de capital podem justificar o endividamento das empresas porém, neste estudo observa-se que o ROA e o risco das empresas que são os fatores que apresentam uma relação significativa com o endividamento total.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho investigou os fatores determinantes da estrutura de capital das *large caps* listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), com foco em averiguar como as determinantes da estrutura de capital se comportam de acordo com a teoria de *Trade-off* ou de *Pecking Order*, e também se as variáveis oportunidade de crescimento, tamanho, tangibilidade, risco do negócio, liquidez corrente e retorno sobre o ativo têm relação com o endividamento total da empresa.

Essas teorias consideram que rentabilidade, risco, tangibilidade, oportunidade de crescimento, tamanho e índice de liquidez corrente são possíveis determinantes para a estrutura de capital. Porém, o presente estudo observou, por meio da regressão linear múltipla, a significância abaixo de 1% apenas para as determinantes de rentabilidade e risco. Isso significa que esses dois fatores devem ser levados em consideração ao decidir a formação da estrutura de capital da empresa.

Os estudos mostraram que apenas a determinante risco de negócio teve um sinal contrário à teoria *Pecking Order*. As demais determinantes se mostraram condizentes com a teoria. Ao comparar com a teoria de *Trade-off*, foram encontradas discordâncias com relação às variáveis ROA, risco e oportunidade de crescimento, enquanto houve consonância com as variáveis tamanho e tangibilidade. Isso nos mostra que a teoria de *Pecking Order* explica melhor o funcionamento da amostra.

A importância do trabalho é demonstrada ao perceber que, apesar de uma ampla quantidade de trabalhos abordarem a estrutura de capital, poucos possuem enfoque nas grandes empresas. Além disso, é encontrado pouco consenso sobre esse assunto, que é relevante devido a sua influência sobre o risco de falência e sobre o valor de mercado da empresa. O estudo apresenta limitações com relação à quantidade de empresas do tipo *large caps* listadas na B3. Como sugestão para trabalhos futuros, utilizar variáveis macroeconômicas e um período de análise maior.

REFERÊNCIAS

AMARAL, H.; CARVALHO, G.; RIBEIRO, J. **Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas que compõe o Índice *Small Caps* da B3**. Disponível em: <https://congressosp.fipecafi.org/anais/18UspInternational/ArtigosDownload/1201.pdf>. Acesso em: 13 abr. 2022.

AMARAL, A.; COSTA, A.; FORTE, D.; NAKAMURA, W. Determinantes de estrutura decapital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 18, n.44, p. 72-85, 2007.

ANDRADE, G. **Determinantes da Estrutura de Capital das empresas da B3: uma análise à luz do modelo de regressão quantílica**. 36. Monografia - Ciências Contábeis, UFPB, 2020.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS. NBR 14653: Avaliação de Bens - Parte 1 - Procedimentos Gerais e Parte 2 – Imóveis Urbanos. Rio de Janeiro, 2011.

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

BASTOS, D.; DAVID, M.; BERGMANN, D. R. Determinantes da estrutura decapital das companhias abertas na América Latina no período 2001-2006. In: **Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração**, 32., 2008, Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.

BRITTO, P.; FRANCO, V.; SERRANO, A. Determinantes da Estrutura de Capital de Empresas Brasileiras de capital aberto em período de crise. **Revista Ambiente Contábil**, Rio Grande do Norte, v. 10, n. 2, p. 364-383, 2018.

CARRIJO, WESLEY. Capital próprio e capital de terceiros: Entenda a diferença. **Jornal Contábil**. 28 jul. 2020. Disponível em: <https://www.jornalcontabil.com.br/capital-proprio-e-capital-de-terceiros-entenda-a-diferenca>. Acesso em: 15 dez. 2022

DAHER, C.; MEDEIROS, O. Testing Alternative Theories on the Capital Structure of Brazilian Firms. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v.12, n.1, p. 177-199, 2008.

DURAND, D. **Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement**. Nova York: NBER, 1952

ELD, W. Custo e estrutura de capital: o comportamento das empresas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 36, n.4, p. 51-59, 1996.

FAMA, E.; FRENCH, K. Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. **The Review of Financial Studies**, v. 15, n. 1, p. 1-33, 2002.

FARIA, C.; MARTUCHELI, C.; SOUZA, A. Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras: uma análise de dados em painel. **Revista Evidênciação Contábil & Finanças**. João Pessoa, v.8, n. 2, p. 26-42, maio/ago., 2020.

GOMES, G.; LEAL, R. Determinantes da Estrutura de Capitais das Empresas Brasileiras com Ações Negociadas em Bolsas de Valores. **Relatórios Coppead**, Rio de Janeiro, 2001.

HENRIQUE, M.; SILVA, S.; SILVA, S.; SOARES, W. Determinantes da Estrutura de Capital de Empresas Brasileiras: Uma Análise Empírica das Teorias de Pecking Order e Trade-Off no Período de 2005 e 2014. **Revista Ibero Americana de Estratégia**, v. 17, n. 1, p. 130-144, 2018.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, Michigan, v. 3, n. 4, 1976.

KAVESKI, I.; ZITTEI, M.; SCARPIN, J. **Trade Off e Pecking Order: Uma Análise das Empresas de Capital Aberto da América Latina**. Disponível em: <https://congressosp.fipecafi.org/anais/artigos142014/365.pdf>. Acesso em: 05 maio 2022.

LONCAN, T.; CALDEIRA, J. Estrutura de capital, liquidez de caixa e valor da empresa: estudo de empresas brasileiras cotadas em bolsa. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 25, n. 64, p. 46-59, 2014.

CASTRO, L.; LAMOUNIER, W.; MAIA, L. Determinantes da estrutura de capital das instituições financeiras do Brasil. Disponível em: <https://congressosp.fipecafi.org/anais/18Usplnternational/ArtigosDownload/1078.pdf>. Acesso em: 17 dez. 2022.

MATIAS, Alberto Borges. **Finanças Corporativas de Longo Prazo: criação de valor com sustentabilidade financeira**. São Paulo: Atlas, 2007.

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

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

MUSSO, A. **Classificação de valor de mercado (Small, Mid e Large Caps)**. Disponível em: <https://tc.com.br/blog/renda-variavel/valor-de-mercado-empresas-bolsa>. Acesso em: 13 abr. 2022.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575-592, 1984.

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

MYERS, S. **Financing of Corporations**. Handbook of the Economics of Finance. Amsterdam: Elsevier B.V, 2003.

NAKAMURA, W.; PAMPLONA, E.; SILVA, T. Determinantes da estrutura de capital de empresas industriais brasileiras nos períodos de prosperidade e crise econômica. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 40, n. 2, p.135-152, 2021.

NAKAMURA, W.; CORREA, C. A.; BASSO, L. F. C. 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** , v. 14, n. 4, p. 106-133, 2013.

PEGETTI, A. **Estrutura de capital: uma revisão da teoria moderna de Modigliani e Miller**. Disponível em: http://www.fals.com.br/revela/revela028/edicoesanteriores/ed13/REVELA13_1.pdf. Acesso em: 25 abr. 2022.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **RAUSP Management Journal**, v. 37, n. 3, p. 33-46, 2002.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Fatores Determinantes da Estrutura de Capital para Empresas Latino-Americanas. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 7, n.1, p. 09-35, jan./mar, 2003.

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

REIS, T. **Large caps: conheça as empresas de alta capitalização na bolsa**. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/large-caps/>. Acesso em: 13 abr. 2022.

REIS, T. **Trade off: o que é? Entenda esse importante conceito econômico**. Disponível em: [Trade off: o que é? Entenda esse importante conceito econômico \(suno.com.br\)](https://www.suno.com.br/artigos/trade-off/). Acesso em: 13 abr. 2022.

SEMEDO, I. **Teorias da estrutura de capital das empresas: uma aplicação às empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisboa**. Dissertação - Gestão Financeira, Instituto Superior de Gestão, 2015.

SILVA, Vivian; SOUZA, Paulo; SARDEIRO, Luciana. Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras de Capital Aberto à Luz das Teorias do Trade-Off, Pecking Order e Market Timing. In : XVI CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, 2019, São Paulo. **Anais**. São Paulo: 2019.

STEIN, F. A estrutura de capitais e suas quatro principais teorias: um estudo bibliográfico. **Revista de Contabilidade Dom Alberto**. São Paulo, v. 1, n.3, 2013.

TEDESCHI, P. **Estrutura de capital**: uma investigação sobre seus determinantes no Brasil. São Paulo: 1997. Disponível em: < 1199900142.pdf (fgv.br)> Acesso em: 26 abr. 2022.

THE CAPITAL ADVISOR. **Large caps**. Disponível em:
<https://comoinvestir.thecap.com.br/large-caps#:~:text=Large%20Caps%20%C3%A9%20uma%20empresa,o%20mercado%20no%20qual%20atua>. Acesso em: 25 abr. 2022.

EDUARDO CÉZAR AUGUSTO BRANDÃO

DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS LARGE CAPS DA [B]³

Esta monografia foi julgada adequada para obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis, e aprovada em sua forma final pela Banca Examinadora designada pela Coordenação do TCC em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba.

BANCA EXAMINADORA

Documento assinado digitalmente
 MOISES ARAUJO ALMEIDA
Data: 21/12/2022 16:29:36-0300
Verifique em <https://verificador.iti.br>

Presidente: Prof. Dr. Moisés Araújo Almeida

Instituição: UFPB

Anna Paola Fernandes Freire

Membro: Prof.^a Dr.^a Anna Paola Fernandes Freire

Instituição: UFPB

Membro: Prof.^a Ma. Alexsandra da Silva

Instituição: Ministério da Cidadania

Documento assinado digitalmente
 ALEXSANDRA DA SILVA
Data: 19/12/2022 16:29:54-0300
Verifique em <https://verificador.iti.br>

João Pessoa, 07 de dezembro de 2022.

Catálogo na publicação
Seção de Catalogação e Classificação

B817d Brandao, Eduardo Cezar Augusto.

Determinantes da estrutura de capital das large caps da [B]³ / Eduardo Cezar Augusto Brandao. - João Pessoa, 2022.

36 f. : il.

Orientação: Moisés Araújo Almeida.

TCC (Graduação) - UFPB/CCSA.

1. Ciências Contábeis. 2. Brasil, Bolsa, Balcão (B3). 3. Estrutura de capital. 4. Teorias da estrutura de capital. 5. Teoria do trade-off. 6. Teoria da Pecking Order. 7. Empresas de grande porte. I. Almeida, Moisés Araújo. II. Título.

UFPB/CCSA

CDU 657