

Determinantes da Estrutura de Capital das Companhias Abertas na América Latina no Período 2001-2006

Autoria: Douglas Dias Bastos, Marcelino David, Daniel Reed Bergmann

RESUMO

Pesquisas recentes têm evidenciado que os fatores específicos dos países, como ambiente legal, institucional e econômico exercem influência na estrutura de capital das empresas de diversos países desenvolvidos e em desenvolvimento. O presente estudo investiga os determinantes da estrutura de capital, utilizando a técnica econométrica de painel de dados, para uma amostra de 388 empresas, de diversos setores, pertencentes às sete maiores economias da América Latina (México, Brasil, Argentina, Chile e Peru), no período entre 2001 e 2006. A partir de seis indicadores de nível de endividamento, foi evidenciado que os fatores específicos da firma: liquidez corrente, rentabilidade, *market to book value* e tamanho apresentaram os resultados mais significantes para a estrutura de capital das empresas, sendo a teoria do *Pecking order* aquela que melhor explica os resultados obtidos. Os resultados para os fatores macroeconômicos e institucionais não foram tão robustos, exceto para as variáveis crescimento do PIB, e em menor grau para as *proxies* sobre relevância do mercado de capitais, carga fiscal e tempo de abertura de um novo negócio. Os demais fatores macroeconômicos e institucionais foram estatisticamente não significantes.

1 INTRODUÇÃO

A moderna teoria de estrutura de capital surgiu com o célebre trabalho de Modigliani e Miller (1958), em que os autores (M&M) apontaram na direção de que, em certas condições, a forma de financiamento das firmas é irrelevante. Desde então, diversas pesquisas sobre o tema foram conduzidas, tendo como ponto de partida as conclusões de M&M.

Os determinantes da estrutura de capital não estão restritos apenas aos fatores específicos das firmas. Como fatores específicos da firma incluem-se, entre outros, o nível de tangibilidade, tamanho, rentabilidade, risco, oportunidades de crescimento, nível de imposto de renda, benefícios fiscais. Cada um desses fatores pode ser considerado um determinante da estrutura de capital, porém seu comportamento pode variar de acordo com o referencial teórico abordado. Entretanto, outros fatores podem ou devem influir no nível de endividamento das firmas, como, por exemplo, o ambiente no qual a firma está inserida.

A partir do fim dos anos 90, tem surgido uma série de estudos que analisam a influência institucional (*Law and Politics*) sobre o desempenho financeiro das firmas, o que propiciou o surgimento de uma nova área do conhecimento denominada *Law and Finance*. Dentre os estudos mais relevantes, destacam-se (DEMIRGÜÇ-KUNT; MAKSIMOVIC, 1998; LA PORTA *et al.*, 1998). Para Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1998), a literatura sobre finanças corporativa tem evidenciado que as imperfeições de mercado, causadas pelos conflitos de interesses entre os agentes econômicos, bem como a assimetria de informações entre gestores e investidores, limitam o potencial de investimento das firmas. A magnitude dessas imperfeições depende, em parte, da efetividade do sistema legal e financeiro dos países, implicando haver diferenças sistemáticas entre os países, e conseqüentemente, impactando a maneira pela qual as firmas obtêm financiamentos para seus projetos de investimentos.

Por conta da influência ambiental sobre o desempenho das firmas, tem-se observado um maior número de estudos teóricos e empíricos que consideram não apenas empresas de um único país, mas empresas de um bloco de países (RAJAN; ZINGALES, 1995; WALD, 1999; BOOTH *et al.*, 2001; TERRA, 2002; JONG; KABIR; NGUYEN, 2007). Assim, a tendência já verificada é expandir os estudos sobre os determinantes de estrutura de capital para

empresas de blocos de países, a fim de encontrar evidências da influência ambiental sobre a estrutura de capital de firmas de um determinado país. As variáveis predominantemente utilizadas nesses estudos são macroeconômicas e institucionais.

O presente estudo, portanto, analisa os determinantes da estrutura de capital de companhias abertas da América Latina, levando-se em conta os fatores específicos da firma, bem como os fatores macroeconômicos e institucionais de cada país. O estudo compreende o período entre 2001 e 2006, à luz de quatro teorias sobre estrutura de capital: 1) Teoria do *Trade Off*; 2) Assimetria de informações; 3) Teoria do *Pecking Order* e 4) Teoria de Agência. Os países que compõem o estudo estão entre as sete maiores economias da América Latina, mensuradas pelo PIB nominal de 2005, em dólares. São eles em ordem decrescente do PIB: México, Brasil, Argentina, Chile e Peru. Esse grupo de países representa 76% do PIB da América Latina (Dados do Banco Mundial – 2005).

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Dentre os assuntos abordados pela teoria de finanças corporativas, a parte sobre estrutura de capital é um dos mais complexos e polêmicos. Não obstante haver uma série de pesquisas teóricas e empíricas, tal assunto não possui uma resposta pronta e unânime sobre qual é a melhor ou mais adequada estrutura de capital para uma organização (MYERS, 1984; BRADLEY; JARRELL; KIM, 1984; TITMAN; WESSELS, 1988; RAJAN; ZINGALES, 1995; SHYAM-SUNDER; MYERS, 1999; HOVAKIMIAN; OPLER; TITMAN, 2001).

2.1 TEORIA DO *TRADE OFF*

Essa corrente teórica chamada de *Trade off* ou Contrabalanço acredita haver uma estrutura ótima de capital (uma combinação ótima de capital próprio e capital de terceiros) capaz de maximizar o valor da empresa.

De acordo com a teoria do *Trade off* ou contrabalanço, as empresas buscam um ponto ótimo de endividamento considerando tanto o benefício fiscal como os custos de dificuldades financeiras. Diante disso, considera-se o valor da empresa composto por três partes: 1) Valor da empresa desalavancada (financiada completamente por capital próprio) mais o 2) Valor do benefício fiscal (juros da dívida que propiciam dedução do imposto de renda) menos o 3) Valor das dificuldades financeiras (custos diretos e indiretos de falência e custos de agência) (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2006).

Myers (1984) analisa a teoria do *Trade off* mostrando que conforme a empresa vai elevando seu endividamento, vai ampliando, também, seu benefício fiscal, o que leva a empresa a aumentar seu valor. Entretanto, conforme aumenta-se o endividamento, aumentam-se também os custos de dificuldades financeiras. Portanto, para esta teoria a empresa deve ir mensurando os impactos do benefício fiscal e das dificuldades financeiras, de tal modo que atinja um ponto de endividamento que maximize o valor da empresa.

Brealey, Myers e Allen (2006) mencionam, além da influência que os acionistas exercem principalmente quando a empresa está passando por dificuldades financeiras, os custos de dificuldades financeiras, compostos por custos diretos e indiretos de falência.

Bradley, Jarrell e Kim (1984) investigaram empiricamente os determinantes da estrutura ótima de capital e concluíram que quanto maior a variabilidade da receita operacional da empresa, menor é seu endividamento; quanto maior os gastos com Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), menor será seu endividamento. Outras conclusões importantes consistem no relacionamento positivo entre benefício fiscal não relativo à dívida e índice de endividamento, contrariando a teoria que sugere uma relação negativa (DeANGELO;

MASULIS, 1980), como também uma forte influência da composição média de estrutura de capital da indústria sobre a estrutura de capital das empresas.

Titman e Wessels (1988) analisam os determinantes da escolha da estrutura de capital. Os autores concluem que empresas “únicas”, ou seja, possuidoras de ativos específicos, que podem impor altos custos a seus clientes e fornecedores, possuem baixos índices de endividamento. O que explica tal situação é a presença dos custos de transação, que exercem um importante papel na escolha da estrutura de capital. Por fim, o trabalho não encontra suporte empírico dos benefícios fiscais não relacionados à dívida, volatilidade, ativos colaterais (garantias) e crescimento futuro sobre o nível de endividamento.

2.2 TEORIA DOS CUSTOS DE AGÊNCIA

Para Jensen e Meckling (1976), pode-se entender a empresa como um conjunto de contratos. Um dos direitos contratuais é um direito residual (de participação acionária) sobre os ativos e fluxos de caixa da empresa. Assim, os administradores e os acionistas, se deixados a si mesmos, procurarão agir em defesa de seus interesses próprios.

Os acionistas, todavia, podem desencorajar os administradores a desviar-se dos interesses dos acionistas mediante a concepção de incentivos apropriados para os administradores, monitorando a seguir seu comportamento. Tal procedimento é caro e complicado, sendo os custos de resolução de conflitos de interesse entre administradores e acionistas conhecidos por *agency costs* – custos de agência. Esses custos são formados pelos custos de monitoramento pelos acionistas e pelos custos de implantação de mecanismos de controle (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE; 2002).

De acordo com Jensen (1986), uma importante decorrência da Teoria de Agência está na análise da estrutura de capital, ou seja, a partir de um certo nível de endividamento, uma determinada empresa poderia ter mais oportunidades de crescimento. Os autores analisam os custos de agência do capital próprio e da dívida. Os custos de agência do capital próprio compõem: consumo de mordomias por parte dos administradores (se eles tiverem pouca participação acionária) e principalmente o custo relacionado ao fluxo de caixa livre. Menor deve ser tal fluxo, a fim de diminuir o comportamento arbitrário do administrador. Uma outra forma de diminuir os custos de agência seria aumentar a participação acionária dos administradores. Porém, tal forma implicaria um risco para o administrador em termos de redução da diversificação de seus investimentos pessoais, que exigiria outras compensações.

Desse modo, Jensen (1986) defende um maior nível de endividamento, uma vez que obriga os administradores a serem mais eficientes, sem contar que as dívidas reduzem os custos de agência do fluxo de caixa livre, tornando menos arbitrárias as decisões dos administradores. Nesse sentido, o trabalho de Jensen (1986) traz à tona o comportamento oportunista dos gestores, a partir do Fluxo de Caixa Livre (FCL). Gestores de empresas que possuem um elevado montante de fluxo de caixa livre podem tomar decisões que destroem valor da empresa. Tais decisões podem vir na forma de aceitação de projetos com VPLs negativos ou mesmo adquirir outras empresas ou unidades de negócios, a fim de aumentar seu poder na empresa (fato conhecido como construção de impérios), obtendo regalias. Assim sendo, uma forma de limitar esse comportamento dos gestores é a empresa aumentar sua proporção de dívidas, fazendo com que os gestores percam seu livre arbítrio com relação aos recursos financeiros da empresa. Entretanto, a flexibilidade que a empresa possui ao manter baixos índices de alavancagem financeira é perdida, o que pode comprometer a necessidade de flexibilidade para a tomada de decisões em períodos futuros.

2.3 INFORMAÇÕES ASSIMÉTRICAS E TEORIA DO *PECKING ORDER*

A teoria de sinalização foi introduzida, primeiramente por Ross (1977), que analisou a assimetria de informação entre gestores e investidores, sobre a distribuição de dividendos, a fim de a empresa sinalizar para o mercado sobre suas intenções futuras. Ross observou que mudanças na estrutura de capital e distribuição de dividendos alteram a percepção do mercado com relação ao futuro da empresa.

Brealey, Myers e Allen (2006) analisam a assimetria de informação entre gestores e investidores e mostram que empresas que estão otimistas com relação ao futuro levantam recursos por meio de emissão de dívidas. Considerando duas empresas idênticas, a empresa otimista em relação aos seus investimentos futuros evitará levantar recursos via emissão de ações, pois o mercado subavaliará suas ações, e nessas condições haverá uma transferência de riquezas dos acionistas antigos para os novos acionistas, que se beneficiarão de ações desvalorizadas e projetos de investimentos positivos. Portanto, a empresa emitirá dívidas. Já no caso de uma empresa estar pessimista com relação aos seus projetos de investimentos futuros, emitirá ações, justamente para compartilhar as perdas com novos acionistas.

A teoria do *Pecking Order* surge com os trabalhos de Myers e Majluf (1984) e Myers (1984) que consideram a empresa como possuidora de ativos já estabelecidos e oportunidades de crescimento, em que a estrutura de capital é função da mudança dos pesos relativos desses dois componentes que formam a empresa. Assim, a empresa deveria utilizar dívidas para financiar esses ativos estabelecidos e ações para financiar novas oportunidades de crescimento. Portanto, a teoria do *Pecking order* (MYERS, 1984) começa a partir da assimetria de informação, na qual os gestores conhecem mais a respeito das oportunidades, riscos e valores da empresa do que os agentes externos à empresa.

Para Myers (1984):

- 1) As firmas preferem recursos financeiros internos;
- 2) As firmas ajustam suas políticas de dividendos às suas oportunidades de investimentos, com o objetivo de evitar mudanças inesperadas no pagamento de dividendos;
- 3) O fluxo de caixa gerado, formado por uma política de dividendos rígida, lucratividade variável e oportunidades de investimentos, pode ser maior ou menor que o gasto de capital. Se for maior, a firma liquida dívidas ou investe no mercado de títulos de dívida. Se menor, a firma recorre ao caixa ou vende títulos de dívida;
- 4) Se recursos financeiros externos são requeridos, a firma emite títulos de dívida, isto é, a firma recorre às dívidas, depois aos títulos híbridos e por fim, se necessário, emite ações.

Para essa corrente teórica, não há uma bem definida estrutura de capital, ou seja, não existe um nível ótimo de endividamento para a empresa, ao contrário do que indica a teoria do *Trade off*. Logo, a partir do *Pecking order*, é possível entender por que empresas com alta lucratividade preferem contrair menos dívida. Isso ocorre em razão de que o lucro gerado é utilizado como fonte de financiamento, ao passo que empresas menos lucrativas acabam necessitando de capital de terceiros para financiar seus projetos.

Hovakimian, Opler e Titman (2001) indicam que os lucros passados constituem-se em importante fonte de financiamento, consistente com a teoria do *Pecking order*, entretanto, as mudanças no nível de endividamento foram interpretadas pelos autores como uma teoria do *Trade off* dinâmica, pois tais mudanças visam atingir um nível ótimo de endividamento no longo prazo. A tendência das empresas em perseguir esse nível ótimo parece ser mais relevante quando elas escolhem entre recompra de ações ou diminuição das dívidas, do que propriamente a emissão de ações e dívidas.

Outro estudo relevante foi realizado por Frank e Goyal (2003) que testaram a teoria do *Pecking order* a partir de uma amostra de 768 empresas americanas de capital aberto. O estudo evidencia que as empresas procuram fortemente levantar fundos externamente, e que

tais fundos vêm, na maioria das vezes, na forma de emissão de ações. Os autores também encontraram que os fatores diretamente relacionados à alavancagem financeira como valor *market to book*, receita de vendas, lucratividade, total de ativos fixos não explicavam a estrutura de capital das empresas. Por fim, a teoria do *Pecking order* é motivada pela assimetria de informação, e como tal, estaria alinhada com empresas de pequeno porte que apresentam elevadas oportunidades de crescimento. Contudo, o resultado do estudo mostra o contrário, fazendo com que a teoria do *Pecking order* opere melhor para grandes empresas que atuam em ambientes estáveis.

2.4 ESTUDOS SOBRE ESTRUTURA DE CAPITAL ENVOLVENDO DIVERSOS PAÍSES

Para Rajan e Zingales (1995), a estrutura de capital das empresas dependem de quatro fatores principais relacionados às características das empresas:

- 1) Tamanho: grandes empresas tendem a possuir um nível de endividamento maior;
- 2) Ativos Tangíveis: empresas que possuem altas taxas de ativos fixos em relação aos seus ativos totais apresentam maior nível de endividamento;
- 3) Lucratividade: empresas mais lucrativas possuem um índice de endividamento menor;
- 4) Valor de mercado sobre valor contábil: empresas com alto valor de mercado em relação ao valor contábil possuem menor nível de endividamento.

Wald (1999) em um estudo sobre a estrutura de capital das empresas na França, Alemanha, Japão, Reino Unido e Estados Unidos, concluiu que apesar dos fatores específicos das empresas serem similares no nível de endividamento, os fatores institucionais diferem significativamente entre os países. Especificamente, as diferenças surgiram da correlação entre dívida de longo prazo e o risco do negócio, lucratividade e tamanho e crescimento. Tais diferenças podem ser explicadas pela política tributária dos países, problemas de agência, incluindo diferenças nos custos de falência, assimetria de informações e conflitos entre acionistas e credores.

Booth *et al.* (2001) analisaram a estrutura de capital de empresas dos países em desenvolvimento. Os autores concluem que as variáveis relevantes que ajudam a explicar a estrutura de capital nos EUA e na Europa são também relevantes para as empresas de países em desenvolvimento, apesar da grande diferença de fatores institucionais entre os países em desenvolvimento. Os custos de agência e a assimetria de informações exercem um forte impacto nas decisões de financiamento das empresas, muito por conta da fraqueza institucional desses países. De forma geral, os índices de endividamento das empresas de países em desenvolvimento parecem ser afetados pelas mesmas variáveis que impactam o endividamento de empresas de países desenvolvidos. Contudo, existem diferenças sistemáticas, em que fatores específicos do país como crescimento econômico, taxa de inflação e desenvolvimento do mercado de capitais afetam, sobremaneira, o endividamento das empresas nos diferentes países em desenvolvimento.

Chang e Maquieira (2001) pesquisaram os determinantes da estrutura de capital das empresas latino-americanas emissoras de ADRs, no período entre 1994 e 1996. Os resultados mostram uma relação inversa entre oportunidades de crescimento e grau de alavancagem financeira, de acordo com a teoria do *Pecking order*. A variável tamanho está positivamente associada ao endividamento, como a maioria das pesquisas empíricas da área evidencia, corroborando a teoria do *Trade off*. A variável rentabilidade está inversamente relacionada ao endividamento, conforme a teoria do *Pecking order*. Finalmente, a tangibilidade apresentou resultado contrário às correntes teóricas, tendo uma relação negativa com o endividamento.

Jong, Kabir e Nguyen (2007) apontaram a importância dos fatores específicos da firma e fatores específicos do país sobre o endividamento de empresas de 42 países. Os resultados

indicam que os fatores específicos de estrutura de capital da firma diferem entre os países. Analisando o impacto direto dos fatores específicos dos países, a evidência sugere que proteção aos direitos do credor, desenvolvimento do mercado de capitais e crescimento econômico exercem forte influência sobre a estrutura de capital das empresas. Em relação ao impacto indireto dos fatores dos países, encontram-se evidências sobre os aspectos legais, proteção dos acionistas e medidas macroeconômicas. Assim sendo, países com sistema legal eficiente e ambiente econômico estável possibilitam às empresas maior endividamento.

Terra (2007) verificou a influência dos fatores macroeconômicos (crescimento real do PIB, taxa de inflação, taxa real de juros e retorno real do mercado de ações) sobre a estrutura de capital das empresas na América Latina, no período entre 1986 a 2000. Os resultados sugerem que fatores específicos de países, institucionais ou macroeconômicos, embora significativos na explicação da estrutura de capital, não parecem importar decisivamente em tais decisões. Ao contrário de estudos anteriores, documentou-se que o poder explicativo de tais fatores é compensado pelos muito mais importantes fatores específicos de empresas. Dada a evidência obtida na análise de dados em painel, ainda há fatores idiossincráticos desconhecidos, que parecem ser decisivos na determinação da alavancagem financeira da empresa.

3 METODOLOGIA DE PESQUISA

Este estudo apresenta a seguinte pergunta-problema:

Quais são os determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina, considerando os fatores específicos das empresas e fatores macroeconômicos e institucionais dos países?

3.2 HIPÓTESES DE PESQUISA

Neste estudo, a formulação das hipóteses tomou por base o referencial teórico abordado na seção anterior, bem como estudos empíricos já realizados. As hipóteses abrangem 8 (oito) fatores ou atributos específicos das empresas e 6 (seis) fatores macroeconômicos e institucionais de cada país analisado. Portanto, há dois grupos nos quais as hipóteses estão inseridas:

1) Grupo 1:

Fatores específicos das empresas	Relação esperada sobre o nível de endividamento, de acordo com o referencial teórico			
	Hipóteses (Teoria do <i>Trade off</i>)	Hipóteses (Assimetria de Informações)	Hipóteses (Teoria do <i>Pecking order</i>)	Hipóteses (Teoria de Agência)
Liquidez Corrente	Indeterminado	Negativo	Negativo	Indeterminado
Tangibilidade	Positivo	Positivo	Positivo	Positivo
Rentabilidade do Ativo (ROA)	Positivo	Positivo/Negativo	Negativo	Positivo
<i>Market to Book value</i>	Negativo	Negativo	Positivo/Negativo	Negativo/Positivo
Oportunidades de Crescimento	Negativo	Negativo	Positivo/Negativo	Negativo/Positivo
Pagamento IR	Positivo	Indeterminado	Indeterminado	Indeterminado

Tamanho	Positivo	Negativo/Positivo	Negativo/Positivo	Positivo
Risco do Negócio	Negativo	Negativo	Negativo	Negativo

Quadro 1: Hipóteses de pesquisa sobre os fatores específicos das firmas

Fonte: Elaborado pelo autor

Os fatores específicos das empresas foram escolhidos em função de diversos estudos empíricos realizados (BRADLEY; JARRELL; KIM, 1984; TITMAN; WESSELS, 1988; RAJAN; ZINGALES, 1995; BOOTH *et al.*, 2001; TERRA, 2002; BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007; NAKAMURA *et al.*, 2007).

2) Grupo 2:

Fatores Macroeconômicos e Institucionais	Relação esperada sobre o nível de endividamento, de acordo com o referencial teórico – Hipóteses
Crescimento do PIB	Negativo
Renda per Capita	Indeterminado
Taxa Anual de Inflação	Positivo
Participação das Cias de Capital Aberto na Economia	Negativo
Carga Fiscal	Indeterminado
Tempo Médio para Abertura de um Negócio no País	Negativo

Quadro 2: Hipóteses de pesquisa sobre os fatores macroeconômicos e institucionais

Fonte: Elaborado pelo autor

Para esse grupo, a escolha dos fatores baseou-se em diversos estudos (LA PORTA *et al.*, 1998; DEMIRGÜÇ-KUNT; MAKSIMOVIC, 1998; WALD, 1999; BOOTH *et al.*, 2001; TERRA, 2007; JONG; KABIR; NGUYEN, 2007).

De acordo com Booth *et al.* (2001), distinguir empiricamente as hipóteses entre as correntes teóricas tem se mostrado uma tarefa difícil. Em muitas situações, o comportamento de uma variável ora pode ser explicado por uma teoria, ora por outra. Também as correntes teóricas são conflitantes em buscar explicações para o comportamento de algumas variáveis.

3.4 FONTE E COLETA DE DADOS

Os dados sobre os fatores específicos das firmas foram coletados diretamente da Economática[®], que fornece tanto dados contábeis como de mercado. Portanto, tratam-se de dados secundários. Tais dados compreendem as variáveis econômico-financeiras das companhias de capital aberto, com exceção de bancos, companhias de seguro e *holdings*, devido às peculiaridades desses setores quanto aos níveis de alavancagem financeira. Os dados anuais são provenientes de Balanços Patrimoniais, Demonstrações do Resultado do Exercício e informações de mercado disponíveis no próprio banco de dados. Foram eliminadas da amostra empresas que possuíam em algum momento do período analisado patrimônio líquido negativo, bem como valores que fugiam ou destoavam da média (*outliers*). O período de análise compreende os anos de 2001 a 2006, sendo todos os valores contábil-financeiros expressos em dólares americano, a fim de facilitar as comparações.

A amostra é não probabilística, uma vez que a coleta foi intencional, compreendendo 388 companhias abertas das sete maiores economias da América Latina (em ordem decrescente do PIB, em dólares): México, Brasil, Argentina, Chile e Peru, à luz das quatro

teorias de estrutura de capital que este trabalho analisa: 1) Teoria do *Trade Off*; 2) Assimetria de informações; 3) Teoria do *Pecking Order* e 4) Teoria de Agência.

Os dados relacionados às variáveis macroeconômicas e institucionais foram coletados do *site* do Banco Mundial, como também do relatório *Doing Business* do Banco Mundial, do *site* das Organizações das Nações Unidas – ONU e dos relatórios econômicos da Comissão Econômica para a América Latina – CEPAL.

3.5 DEFINIÇÃO OPERACIONAL DAS VARIÁVEIS

As variáveis que compõem o presente estudo são:

Variáveis Dependentes: Endividamento:

Variável de Pesquisa	Fórmula
ETC: Endividamento Total a Valor Contábil	= (Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo) / Ativo Total
ETM: Endividamento Total a Valor de Mercado	= (Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo) / Ativo a Valor de Mercado
ECPC: Endividamento de Curto Prazo a Valor Contábil	= Passivo Circulante / Ativo Total
ELPC: Endividamento de Longo Prazo a Valor Contábil	= Exigível a Longo Prazo / Ativo Total
ECPF: Endividamento Financeiro Oneroso de Curto Prazo	= Debêntures e Financiamentos de Curto Prazo / Ativo a Valor de Mercado
ELPF: Endividamento Financeiro Oneroso de Longo Prazo	= Debêntures e Financiamentos de Longo Prazo / Ativo a Valor de Mercado

Quadro 3: Variáveis dependentes - Nível de Endividamento

Fonte: Elaborado pelo autor

A escolha das variáveis dependentes procurou abranger, além do endividamento total a valor contábil e de mercado, variáveis que expliquem o endividamento de curto e longo prazo.

Variáveis Independentes: Específicas da Empresa:

Variável de Pesquisa	Fórmula
Índice de Liquidez Corrente	= Ativo Circulante / Passivo Circulante
Tangibilidade	= (Ativo Imobilizado + Estoques) / Ativo Total
Retorno do Ativo (ROA)	= EBIT / Ativo Total
<i>Market to Book value</i>	= Valor de Mercado do PL / Valor Contábil do PL
Oportunidades de Crescimento	= (Vendas no período 1 – Vendas no período 0) / Vendas no período 0
Nível de Pagamento de Imposto de Renda	= Valor de Imposto de Renda / EBT
Tamanho da Firma	= Log (Receita Operacional Líquida)
Risco do Negócio	= Desvio Padrão do EBIT / Ativo Total

Quadro 4: Variáveis independentes - Específicas da Firma

Fonte: Elaborado pelo autor

Variáveis Independentes: Macroeconômicas e Institucionais:

Variável de Pesquisa	Fórmula
Crescimento do PIB	= Média anual do crescimento do PIB entre 2001 e 2006
Renda <i>per Capita</i>	= Log (Média do PIB / População Total)
Taxa Anual de Inflação	= Média da Taxa Anual de Inflação
Participação das Empresas de Capital Aberto na Economia	= Total em \$ do Valor de Mercado das Empresas de Capital Aberto / PIB
Carga Fiscal	= Total de Tributos Arrecadados / PIB
Tempo Médio para Abertura de um Negócio no país	= Log do número de dias

Quadro 5: Variáveis independentes - Macroeconômicas e Institucionais

Fonte: Elaborado pelo autor

3.6 TRATAMENTO E TESTES ESTATÍSTICOS

Para este estudo, utiliza-se a técnica econométrica de painel de dados equilibrado. Utilizou-se o software econométrico *Gretl*, versão 1.7.1.

Um conjunto de dados em painel (ou dados longitudinais) consiste em uma série de tempo para cada membro do corte transversal do conjunto de dados. São conjuntos de dados nos quais as mesmas unidades de corte transversal (N) são acompanhadas ao longo do tempo (T), sendo cada vez mais usados no trabalho empírico, por apresentar diversas vantagens: leva em conta as diferenças individuais específicas; menor nível de multicolinearidade; estudo da dinâmica da mudança e análise de modelos comportamentais mais complexos (WOOLDRIDGE, 2006).

O modelo econométrico utilizado é o *Pooled*. Tal modelo trata os dados de forma agrupada, desconsiderando as dimensões de tempo, bem como a heterogeneidade dos indivíduos. Este modelo ainda mantém as premissas clássicas da regressão linear múltipla, sendo seus estimadores eficientes e não viesados, obtidos pelos Mínimos Quadrados Ordinários (OLS – *Ordinary Least Squares*). Para minimizar a desconsideração da heterogeneidade dos indivíduos, Greene (2008) propõe o *Pooled* estratificado, em que os indivíduos são estratificados (agrupados) em função de alguma similaridade. Neste estudo os indivíduos (empresas) são estratificados por indústria (variável *dummy*) e país (variável *dummy*), sendo a referência para indústria o setor manufatureiro e a referência para país o Brasil. Dessa maneira, omite-se tais referências para evitar a situação de perfeita colinearidade. Portanto, haverá um coeficiente para cada indústria e país, e seu resultado reflete as características únicas ou específicas da indústria e do país, as quais pertencem as empresas. O modelo *Pooled* estratificado se aproxima bastante do modelo de efeitos fixos (LSDV – *Least Squares Dummy Variable*), pois no LSDV cada indivíduo é representado por uma variável *dummy*. Contudo, utilizar o modelo de efeitos fixos neste estudo não seria viável, dado o tamanho relativamente grande da amostra.

Foram construídas as regressões lineares múltiplas a partir das seis variáveis dependentes (nível de endividamento das empresas) como função de variáveis independentes relacionadas a variáveis específicas de cada empresa, variáveis binárias do setor de atividade econômica (indústria), variáveis macroeconômicas e institucionais e variáveis binárias do país de origem, conforme o modelo a seguir:

$$NE_{it} = \beta_{1i} + \sum_{f=1}^F \beta_{1f} X_{ift} + \sum_{e=1}^E \beta_{2e} W_{iet} + \sum_{p=1}^P \beta_{3p} Z_{ipt} + \sum_{s=1}^S \beta_{4s} Y_{ist} + u_{it}$$

Onde:

NE_{it} é o nível de endividamento (variável dependente) para i^n alavancagem financeira da firma no período t^n

β_{1i} é a constante específica das empresas brasileiras pertencente ao setor de manufatura no modelo de *Pooled* estratificado;

X_{ift} é a matriz de F variáveis independentes específicas de cada empresa;

W_{iet} é a matriz de E variáveis econômicas e institucionais;

Z_{ipt} é a matriz de P variáveis binárias do país de origem;

Y_{ist} é a matriz de S variáveis binárias do setor de atividade econômica;

u_{it} é o elemento de erro combinado da série temporal e do corte transversal;

4 RESULTADOS DA PESQUISA E DISCUSSÕES

As 388 companhias abertas dos seguintes países: México, Brasil, Argentina, Chile e Peru foram distribuídas entre 14 indústrias, de acordo com o código de identificação industrial americano – SIC (*Standard Industrial Code*), atingindo o nível de três dígitos quanto à diferença entre as indústrias. A distribuição das empresas é retratada na Tabela 1, abaixo:

Tabela 1: Distribuição de empresas por indústria e país

PAÍS \ SETOR	México	Brasil	Argentina	Chile	Peru	TOTAL	% TOTAL
Administração de empresas e empreendimentos	1	8	1	1	3	14	3,61
Agricultura, pecuária, pesca	1	–	3	8	5	17	4,38
Assistência médica e social	1	1	–	3	–	5	1,29
Comércio atacadista	3	–	2	6	–	11	2,83
Comércio varejista	11	5	1	6	1	24	6,19
Construção	6	8	3	1	1	19	4,90
Eletricidade, gás e água	–	24	3	16	4	47	12,11
Hotel e restaurante	3	–	–	–	2	5	1,29
Imobiliária e locadora	–	–	1	5	1	7	1,80
Manufatureira	31	71	22	36	17	177	45,62
Informação	5	12	1	4	2	24	6,19
Mineração	3	3	3	2	12	23	5,93
Serviços profissionais, científicos e técnicos	–	2	1	1	–	4	1,03
Transporte e armazenamento	1	2	2	6	–	11	2,83
TOTAL	66	136	43	95	48	388	100,00
% TOTAL	17,01	35,05	11,08	24,49	12,37	100,00	

Fonte: Elaborada pelo autor

Verifica-se que o Brasil contribui com pouco mais de 35% do total da amostra de empresas, seguido pelo Chile com 24,49%. O país com o menor número de empresas é a Argentina, com pouco mais de 11%. Com relação à indústria, mais de 45% do total da amostra de empresas pertencem ao setor manufatureiro, seguido com certa distância, pelo setor de eletricidade, gás e água, com pouco mais de 12%. Os demais setores ficaram com uma representatividade abaixo de 10%.

4.1 DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL PARA A AMÉRICA LATINA

Os determinantes da estrutura de capital para a América Latina são analisados, na Tabela 2, considerando os fatores específicos da firma, como também os fatores macroeconômicos e institucionais. Foram incluídas variáveis *dummies* para as indústrias e para os países, com exceção da indústria manufatureira e do Brasil, que são as referências. Assim sendo, o intercepto retrata o resultado para empresas brasileiras do setor de manufatura.

O Índice de Liquidez Corrente apresentou relação negativa e significativa com o endividamento para todos os seis níveis de endividamento. Esse resultado confirma as hipóteses referentes às teorias sobre Assimetria de informações e *Pecking order*, de que há uma relação negativa entre liquidez e endividamento. Um maior índice de liquidez corrente funciona como fundos internos para financiar principalmente ativos circulantes.

A Tangibilidade apresentou relação negativa e significativa com os endividamentos contábil total e de curto prazo. Esse resultado refuta as hipóteses teóricas, devendo haver outras causas ainda desconhecidas que induzam a tal comportamento. Por outro lado, esse determinante apontou relação positiva significativa com o endividamento contábil de longo prazo e com o financeiro oneroso de longo prazo. Essa relação positiva reforça as hipóteses das teorias do *Trade off*, Assimetria de informações, *Pecking order* e Agência. Os resultados aqui evidenciados sugerem que o comportamento da variável Tangibilidade alinha-se com a teoria, quando se considera o endividamento de longo prazo.

A Rentabilidade Operacional (ROA) indicou uma relação negativa e significativa para todos os seis níveis de endividamento. Esse resultado confirma fortemente a teoria do *Pecking order*.

O indicador *Market to Book value* mensura oportunidades de crescimento, apresentando uma relação positiva e significativa para os endividamentos contábil total, de curto e de longo prazo. Tal evidência aceita, em parte, as Hipóteses da teoria do *Pecking order* e Agência. À luz do *Pecking order*, as empresas com maiores oportunidades de crescimento necessitam de fundos que muitas vezes não são suficientemente gerados pelos lucros retidos. Já para a teoria de Agência, empresas que possuem muitas oportunidades de crescimento devem aumentar seu grau de alavancagem financeira para limitar a autonomia ou a liberdade dos gestores. Para os endividamentos total a valor de mercado e financeiro oneroso (curto e longo prazo), os resultados revelaram um relacionamento negativo e significativo. Essas evidências aceitam as hipóteses do *Trade off*, Assimetria de informações e, parcialmente, as teorias de Agência e *Pecking order*.

O indicador sobre Oportunidades de crescimento apontou relação significativa com o endividamento contábil de curto prazo e oneroso financeiro de curto prazo. Em tese, esse indicador deve comportar-se da mesma forma que o indicador *Market to Book*, pois ambos refletem oportunidades de crescimento para a empresa em termos de novos investimentos. Esse resultado também corrobora, parcialmente, todas as hipóteses dessa variável sobre a estrutura de capital.

O Pagamento de Imposto de Renda (IR) apresentou um relacionamento negativo e significativo com os endividamentos total contábil, a valor de mercado e financeiro oneroso de curto e longo prazo. Essas evidências contrariam a teoria do *Trade off*, que postula que as empresas, de uma forma geral, endividam-se mais, por conta do benefício fiscal da dívida. Para as outras correntes teóricas, a questão do pagamento de imposto não é relevante para a decisão de endividamento.

Para a variável Tamanho, observou-se uma relação positiva e significativa com os endividamentos contábil total e de longo prazo e com o endividamento total a valor de mercado e financeiro oneroso de longo prazo. Esses resultados estão em consonância com as teorias do *Trade off* e Agência e, em parte, com as teoria de Assimetria de informações e *Pecking order*. Em função disso, as empresas maiores obtêm com mais facilidade recursos financeiros de longo prazo, talvez por conta do menor risco, da menor probabilidade de falência e do custo mais baixo desse tipo de recurso. Já as empresas menores recorrem mais às dívidas de curto prazo, pois estão mais limitadas para alcançar recursos de longo prazo.

O Risco dos negócios apresentou um relacionamento negativo e estatisticamente significativo com o endividamento contábil de longo prazo. Esse resultado corrobora todas as teorias analisadas neste estudo, uma vez que o risco influi diretamente na busca por dívidas de longo prazo. Assim, empresas que possuem um nível de risco maior são mais cautelosas em contrair dívidas, principalmente de longo prazo. Os endividamentos contábil de curto prazo, total contábil e oneroso financeiro de curto prazo apresentaram uma relação positiva. Empresas com maior risco possuem maior quantidade de obrigações contábeis de curto prazo e/ou dívidas financeiras onerosas de curto prazo.

O crescimento do PIB apresentou coeficientes negativos e significantes para o endividamento total a valor de mercado e financeiro oneroso para curto e longo prazo, indicando que quando há crescimento econômico de um país, as empresas diminuem seus endividamentos. Nesse caso, a estratégia adotada pelas empresas é a utilização de fontes internas como lucros retidos, por exemplo. Essa constatação está de acordo com a teoria do *Pecking order* (MYERS, 1984). O crescimento econômico promove um aumento de recursos internos para o financiamento interno, evitando uma sub-valorização de mercado por conta da assimetria de informação. Também, as empresas podem recorrer ao mercado de capitais, a fim de aproveitar o bom momento econômico para se capitalizar.

A Renda *per capita* não apontou relação significativa com o endividamento. Essa medida revela, entre outras informações, a riqueza de um país, e está diretamente relacionada ao estágio de desenvolvimento de um país. Booth *et al.* (2001) constatou que empresas de países em desenvolvimento apresentam uma amplitude extensa de grau de endividamento, ou seja, países que possuem empresas altamente endividadas e países que possuem empresas com baixo endividamento. Por outro lado, em países desenvolvidos não é verificada essa dispersão, de forma que as empresas desses países apresentam um nível de endividamento mais homogêneo. Para os países da AL, os resultados para a variável Renda *per capita* não permitem concluir de forma satisfatória a relação entre essa variável e o nível de endividamento.

A inflação não indicou resultados significantes, embora fosse esperada uma relação positiva com o endividamento contábil, pois a inflação crescente deprecia os montantes nominais das dívidas, ficando, assim, mais atraentes ao tomador de recursos. Para Terra (2007), uma possível explicação seria que os contratos de dívida são indexados de alguma forma ao nível de preços, então os possíveis ganhos de capital (vantagem de utilizar dívidas) seriam eliminados, não havendo qualquer influência da inflação sobre o grau de alavancagem financeira.

A participação das companhias de capital aberto é uma *proxy* importante do porte e relevância do mercado de capitais de um país, de acordo com Booth *et al.* (2001). Para o

endividamento total contábil, houve uma relação negativa e significativa para as empresas da América Latina, aceitando-se a hipótese referente a esse relacionamento. Tal indicador é uma boa medida da qualidade institucional, uma vez que quanto mais importante for esse mercado, melhor o ambiente institucional de um país. Dessa maneira, um relevante mercado de capitais representa uma opção de financiamento para as empresas, que pode apresentar um menor custo, e portanto, tornar as empresas menos endividadas. Esse resultado evidencia que um mercado de capitais robusto incentiva as empresas a utilizá-lo mais intensamente, posto que os custos de transação diminuem e a transparência torna-se maior à medida que aumenta a liquidez do mercado acionário.

A Carga Fiscal apresentou uma relação negativa e significativa com o endividamento contábil de curto prazo, rejeitando a hipótese acerca da influência positiva sobre o endividamento. Quanto maior a carga fiscal de um país, maior poderia ser o nível de endividamento das empresas à luz da teoria do *Trade off*, por conta do benefício fiscal relativo às dívidas. No entanto, outros fatores podem explicar o comportamento da carga fiscal. Uma elevada carga fiscal pode comprometer a eficiência dos negócios, principalmente se um país tiver elevados déficits fiscais. Também, uma elevada carga fiscal pode onerar o custo de capital de terceiros, tornando-o caro e desestimulando sua captação. Portanto, a relação negativa evidenciada parece ser explicada por essas duas constatações, daí talvez, as empresas da amostra apresentaram baixo nível de endividamento financeiro oneroso de curto prazo.

O Tempo de negócio, que mensura quantos dias, em média, leva-se para abrir uma empresa é uma boa medida do ambiente institucional de um país. Assim, países em que há uma demora para a abertura de novos negócios podem não possuir um ambiente institucional sólido e saudável, fazendo com que as empresas sejam menos endividadas em razão dos custos de transação ou institucionais. Portanto, a hipótese acerca desse relacionamento é negativa. Os resultados encontrados para a AL mostram uma relação positiva e significativa para o endividamento financeiro oneroso de curto prazo, rejeitando a hipótese formulada. Em ambientes institucionais mais frágeis, as empresas buscam dívidas de curto prazo.

Quanto às diferenças entre as indústrias, verificam-se diferenças significantes em muitas delas, indicando haver características únicas (idiossincráticas) para cada uma dessas indústrias. O endividamento contábil total apresentou o maior número de diferenças significantes entre as indústrias.

Os coeficientes para os países são em sua maioria negativos e significantes, confirmando haver características únicas para cada um desses países, que os tornam diferentes. Tais características devem ser devidas aos próprios fatores institucionais. Reforçando essa idéia, Booth *et al.* (2001) concluem que as diferenças na estrutura de capital da empresas devem-se, de fato, às características institucionais próprias de cada país.

Tabela 2: Determinantes da estrutura de capital – AMÉRICA LATINA

VARIÁVEL	ETC	ECPC	ELPC	ETM	ECPF	ELPF
Constante	0,4690** (0,2059)	0,5422*** (0,1642)	- 0,0732 (0,1850)	0,9920*** (0,2314)	0,2033 (0,1388)	- 0,1005 (0,1896)
Índ. Liq. Cor.	- 0,0625*** (0,0024)	- 0,0479*** (0,0019)	- 0,0145*** (0,0022)	- 0,0639*** (0,0028)	- 0,0256*** (0,0016)	- 0,0137*** (0,0023)
Tangibilidade	- 0,0448** (0,0177)	- 0,0982*** (0,0141)	0,0534*** (0,0159)	0,0053 (0,0199)	- 0,0024 (0,0119)	0,0738*** (0,0162)
ROA	- 0,5296*** (0,0444)	- 0,2183*** (0,0354)	- 0,3113*** (0,0399)	- 0,6772*** (0,0499)	- 0,1485*** (0,0299)	- 0,1071*** (0,0408)
Mkt to Book	0,0288*** (0,0029)	0,0121*** (0,0023)	0,0166*** (0,0026)	- 0,0621*** (0,0033)	- 0,0119*** (0,0019)	- 0,0208*** (0,0027)
Op. Crescim.	- 0,0012 (0,0072)	- 0,0115** (0,0058)	0,0102 (0,0065)	- 0,0087 (0,0082)	- 0,0099** (0,0049)	- 0,0071 (0,0066)

Pgto IR	- 0,0123*	- 0,0033	- 0,0090	- 0,0141*	- 0,0136***	- 0,0142**
	(0,0067)	(0,0053)	(0,0060)	(0,0075)	(0,0046)	(0,0063)
Tamanho	0,0189***	- 0,0009	0,0199***	0,0111***	0,0004	0,0236***
	(0,0019)	(0,0015)	(0,0017)	(0,0022)	(0,0013)	(0,0018)
Risco	0,01409	0,4702***	- 0,3292***	0,2542**	0,1637**	- 0,1470
	(0,0979)	(0,0780)	(0,0879)	(0,1100)	(0,0659)	(0,0900)
Cresc. PIB	- 0,0014	- 0,0007	- 0,0006	- 0,0048**	- 0,0021*	- 0,0030*
	(0,0017)	(0,0013)	(0,0015)	(0,0019)	(0,0011)	(0,0015)
Renda p/ Cap	- 0,0070	0,0020	- 0,0091	- 0,0026	0,0255	- 0,0155
	(0,0290)	(0,0231)	(0,0261)	(0,0326)	(0,0196)	(0,0267)
Inflação	0,0014	0,0000	0,0014	0,0003	0,0005	0,0003
	(0,0010)	(0,0008)	(0,0009)	(0,0012)	(0,0007)	(0,0010)
Part. Cap. Ab.	- 0,0494*	- 0,0157	- 0,0336	- 0,1195***	0,0164	- 0,0010
	(0,0267)	(0,0213)	(0,0240)	(0,0300)	(0,0180)	(0,0245)
Carga Fiscal	0,2006	0,0383	0,1622	- 0,3774	- 0,9764***	- 0,1237
	(0,5204)	(0,4150)	(0,4677)	(0,5849)	(0,3509)	(0,4793)
Tempo Neg.	- 0,0036	- 0,0160	0,0124	- 0,0136	0,0314**	0,0309
	(0,0205)	(0,0163)	(0,0184)	(0,0231)	(0,0139)	(0,0190)
México	- 0,1297	- 0,0878	- 0,0418	- 0,2710***	- 0,1827***	0,0008
	(0,0841)	(0,0671)	(0,0756)	(0,0946)	(0,0567)	(0,0775)
Argentina	- 0,0846	- 0,0885	0,0038	- 0,2672**	- 0,1315*	0,1108
	(0,1126)	(0,0898)	(0,1012)	(0,1265)	(0,0759)	(0,1036)
Chile	- 0,0521	- 0,1030	0,0509	- 0,1846**	- 0,1654***	0,0413
	(0,0811)	(0,0647)	(0,0729)	(0,0912)	(0,0546)	(0,0746)
Peru	- 0,1151	- 0,1090	- 0,0061	- 0,2524**	- 0,2483***	- 0,1207
	(0,1031)	(0,0822)	(0,0927)	(0,1159)	(0,0695)	(0,0949)
Adm. Emp Ser.	0,0558***	- 0,0229*	0,0788***	0,0881***	- 0,0349***	0,1168***
	(0,0166)	(0,0132)	(0,0149)	(0,0186)	(0,0111)	(0,0152)
Agric. pecuár e pesca	- 0,0993***	- 0,0704***	- 0,0289**	- 0,0407**	- 0,0468***	- 0,0290**
	(0,0147)	(0,0117)	(0,0132)	(0,0165)	(0,0098)	(0,0135)
Assist. Médica	- 0,0378	- 0,0417*	0,0038	- 0,0344	- 0,0279	0,0035
	(0,0279)	(0,0222)	(0,0251)	(0,0314)	(0,0187)	(0,0256)
Com. Atacad.	0,0227	0,1073***	- 0,0845***	0,0266	0,0029	- 0,0783***
	(0,0189)	(0,0151)	(0,0170)	(0,0213)	(0,0127)	(0,0173)
Com. Varej.	- 0,0493***	0,0484***	- 0,0978***	- 0,0641***	- 0,0435***	- 0,0787***
	(0,0128)	(0,0102)	(0,0115)	(0,0144)	(0,0086)	(0,0117)
Construção	0,0569***	0,0067	0,0501***	0,1340***	0,0005	0,0148
	(0,0154)	(0,0123)	(0,0138)	(0,0173)	(0,0103)	(0,0141)
Eletricidade, gás e água	- 0,0095	- 0,1220***	0,1125***	0,0012	- 0,0641***	0,0595***
	(0,0095)	(0,0075)	(0,0085)	(0,0106)	(0,0063)	(0,0087)
Hotel e Restaur.	- 0,1003***	- 0,1282***	0,0279	- 0,0342	- 0,0279	0,0826***
	(0,0297)	(0,0237)	(0,0267)	(0,0334)	(0,0199)	(0,0272)
Imobiliária e locadora	- 0,0273	- 0,1021***	0,0747***	- 0,0122	- 0,0569***	0,1153***
	(0,0245)	(0,0195)	(0,0220)	(0,0275)	(0,0164)	(0,0225)
Informação	- 0,0069	- 0,0384***	0,0314***	- 0,0169	- 0,0174**	0,0293***
	(0,0122)	(0,0098)	(0,0110)	(0,0138)	(0,0082)	(0,0112)
Mineração	- 0,0441***	- 0,0786***	0,0344***	- 0,0366**	- 0,0423***	0,0245*
	(0,0140)	(0,0111)	(0,0126)	(0,0157)	(0,0094)	(0,0128)
Serv. Profiss., téc. e cient.	0,0251	0,0266	- 0,0014	0,0997***	- 0,0449**	- 0,0455*
	(0,0280)	(0,0223)	(0,0252)	(0,0315)	(0,0188)	(0,0257)
Transporte e armazen.	0,0463**	- 0,0241	0,0704***	0,0886***	- 0,0631***	0,0699***
	(0,0191)	(0,0152)	(0,0171)	(0,0214)	(0,0129)	(0,0176)
Observações	2088	2088	2088	2088	2078	2078
R² Ajustado	0,5010	0,4177	0,3628	0,6023	0,3334	0,3386
F (31, 2056)	68,233	49,305	39,339	102,992	34,514§	35,308§
(p-valor)	(0,0000)	(0,0000)	(0,0000)	(0,0000)	(0,0000)	(0,0000)

*** Significativo ao nível de 1%; ** Significativo ao nível de 5%; *Significativo ao nível de 10%

Erro-Padrão entre parênteses. Teste de White significativo a 1%. Fator de Inflação da Variância (FIV) < 10,0.

§ Teste F (31, 2046) Fonte: Elaborada pelo autor

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho procurou investigar os determinantes da estrutura de capital das empresas pertencentes a cinco países da América Latina (México, Brasil, Argentina, Chile e Peru), países esses que estão entre as sete maiores economias da região. São países que apresentam realidades econômicas, políticas e sociais semelhantes, sendo assim, possuidores de ambientes institucionais um tanto parecidos entre si. Esse cenário é relevante, uma vez que, além dos fatores específicos da empresa, o estudo busca respostas também nos fatores econômicos e institucionais na determinação da estrutura de capital das empresas inseridas nesses países.

Quando se considera a América Latina, as variáveis que apresentaram resultados significantes e suportados pelas teorias foram Índice de liquidez corrente, ROA, *Market to book* e Tamanho. As teorias da Assimetria de informações e *Pecking order* foram as mais robustas em explicar a estrutura de capital das empresas mexicanas. Os tipos e prazos de endividamento mostraram que há diferenças no relacionamento com as variáveis independentes, e que de fato, é relevante saber como tais variáveis impactam a estrutura de capital das empresas. A variável *dummy* indústria indicou que há diferenças nos graus de endividamento entre elas. A variável *dummy* país também indicou que há diferenças nos graus de endividamento entre os países.

Com relação aos fatores macroeconômicos e institucionais, a variável Crescimento do PIB foi a mais relevante em termos estatísticos, tendo uma relação negativa com o endividamento total a valor de mercado e financeiros onerosos, corroborando a hipótese em questão. Esse resultado está coerente com outros estudos, ao revelar que em tempos de crescimento econômico, as empresas diminuem suas alavancagens financeiras por conta da maior disponibilidade de recursos internos, de acordo com a teoria do *Pecking order*.

Ainda, no Brasil, são poucos os estudos que procuram investigar os fatores institucionais, ao contrário do que ocorre em outros países. Esta pesquisa contribui em mostrar que os fatores macroeconômicos e institucionais não podem mais ser desconsiderados, pelo contrário, são fatores que ajudam a explicar o comportamento das empresas, embora ainda haja muito que se pesquisar nesse campo.

REFERÊNCIAS

- BOOTH, Laurence; *et al.* Capital structures in developing countries. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 1, p. 87-130, Feb. 2001.
- BRADLEY, M.; JARRELL, G.; KIM, E. On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 857-878, July 1984.
- BREALEY, R.; MYERS, S.; ALLEN, F. **Principles of Corporate Finance**. 8th ed. Irwin: Mc Graw Hill, 2006.
- BRITO, G.; CORRAR, L.; BATISTELLA, F. Fatores determinantes da Estrutura de Capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças da USP**, São Paulo, n. 43, p. 9-19, jan./abr. 2007.
- CHANG, J.; MAQUIEIRA, C. Determinantes de la estructura de endeudamiento de empresas latinoamericanas emisoras de ADRs. **Estudios de Administración**, v. 8, n. 1, p. 55-87, otoño 2001.
- DeANGELO, H.; MASULIS, R. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. **Journal of Financial Economics**, v. 8, n. 1, p. 3-30, Mar. 1980.

- DEMIRGÜÇ-KUNT, A; MAKSIMOVIC, V. Law, Finance and Firm Growth. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 6, p. 2107-2137, Dec. 1998.
- FRANK, M.; GOYAL, V. Testing the pecking order theory of capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 67, n. 2, p. 217-248, Feb. 2003.
- GREENE, W. H. **Econometric Analysis**. 6th ed. New Jersey: Prentice Hall, 2008.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297-355, Mar. 1991.
- HOVAKIMIAN, A.; OPLER, T.; TITMAN, S. The Debt-Equity choice. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 36, n. 1, p. 1-24, Mar. 2001.
- JENSEN, M. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.
- JONG, A.; KABIR, R.; NGUYEN, T. Capital structure around the world: the roles of firm and country specific determinants. **European Finance Association Annual Meeting (Zurich)**, Oct. 2007.
- LA PORTA, R.; *et al.* Law and Finance. **The Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, Dec. 1998.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The costs of capital, corporation finance, and the theory of investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.
- MYERS, S. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575-592, July 1984.
- MYERS, S.; MAJLUF, N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-222, June 1984.
- NAKAMURA, Wilson T.; *et al.* Determinantes de Estrutura de Capital no mercado brasileiro – Análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista de Contabilidade e Finanças da USP**, São Paulo, n. 44, p. 72-85, maio/ago. 2007.
- RAJAN, R.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, Dec. 1995.
- ROSS, S. A. The determination of financial structure: The incentive signalling approach. **Bell Journal of Economics**, n. 8, p. 23-40, Spring 1977.
- ROSS, S.; WESTERFIELD, R.; JAFFE, J. **Administração Financeira – Corporate Finance**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- SHYHAM-SUNDER, L; MYERS, S. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 51, n. 2, p. 219-244, 1999.
- TERRA, P.R.S. An empirical investigation on the determinants of capital structure in Latin America. In: XXVI ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 2002, Salvador. **Anais do XXIX ENANPAD**, Salvador, 2002. CD-ROM.
- _____. Estrutura de capital e fatores macroeconômicos na América Latina. **Revista de Administração da USP**, São Paulo, v. 42, n. 2, p. 192-204, abr./maio/jun. 2007.
- TITMAN, S.; W., Roberto. The determinants of capital structure choice. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 1, p. 1-19, Mar. 1988.
- WALD, J. K. How firm characteristics affect capital structure: An international comparison. **The Journal of Financial Research**, v. 22, n. 2, p. 161-187, Summer 1999.
- WOOLDRIDGE, J.M.. **Introdução à Econometria – Uma abordagem moderna**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.