

ESTRUTURA DE CAPITAL NA AMÉRICA LATINA E NOS ESTADOS UNIDOS: UMA ANÁLISE DE SEUS DETERMINANTES E EFEITO DOS SISTEMAS DE FINANCIAMENTO

CAPITAL STRUCTURE IN LATIN AMERICA AND UNITED STATES: AN ANALYSIS OF ITS DETERMINANTS AND EFFECT OF FINANCIAL SYSTEMS

Veronica Favato

Mestre em Administração - Universidade Federal de Uberlândia

Recebido em: 07/07/2008

Aprovado em: 15/10/2008

Pablo Rogers

Professor na área de Finanças e Econometria da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia

RESUMO

Esse artigo tem como objetivo investigar, em nível microeconômico, a influência de atributos teóricos relevantes, sugeridos pela *Pecking Order Theory* (POT) e pela *Static Tradeoff Theory* (STT), sobre a estrutura de capital das empresas na América Latina e nos Estados Unidos. Concomitantemente, em nível macroeconômico, busca-se analisar o efeito dos sistemas financeiros sobre a estrutura de capital das empresas. Foram consideradas, no estudo, 769 empresas não-financeiras de capital aberto de cinco países – Argentina, Brasil, Chile, México e Estados Unidos –, com dados retirados do sistema Economática® no período compreendido entre 1996 a 2005. A partir de três variáveis de endividamento, foram estimados modelos, por meio dos Mínimos Quadrados Ordinários com erros padrão consistentes à heteroscedasticidade, conforme White, relacionando variáveis *proxies* independentes dos atributos investigados e uma *dummy*, com intuito de mensurar o impacto dos sistemas de financiamento sobre a estrutura de capital. Em linhas gerais, os resultados obtidos corroboram o forte impacto dos sistemas de financiamento, e algumas hipóteses da POT e da STT em relação à influência do tamanho da empresa, a oportunidades de crescimento, à tangibilidade dos ativos, à lucratividade e aos riscos envolvidos sobre a estrutura de capital das empresas na América Latina e nos EUA.

Palavras-chave: estrutura de capital, financiamento, América Latina.

ABSTRACT

This article aims to investigate in a microeconomic level, the influence of relevant theoretical attributes, suggested by the *Pecking Order Theory* (POT) and the *Static Tradeoff Theory* (STT), on the capital structure of companies in Latin America and the United States. Accordingly, in a macroeconomic level, it seeks to examine the effect of financial systems on the capital structure of companies. 769 non-financial open capital companies from five countries were considered: Argentina, Brazil, Chile, Mexico and the United States, with data from the Economática® system in the period from 1996 to 2005. Based on three variables of debt models were estimated, through the Ordinary Least Squares, with the standard errors according to White's heteroscedasticity, relating proxy variables independent from the attributes and a dummy in order to measure the impact of the financial systems on the capital structure. The results corroborate the strong impact of the financial systems, and some cases of POT and STT related to the size of the company, opportunities to grow, asset tangibility, profitability and risks involved on the capital structure of companies in Latin America and USA.

Keywords: capital structure, financing, Latin America.

Endereços dos autores:

Veronica Favato

Rua Frei Caneca 348, ap. 74, Consolação - CEP 01307-000 - São Paulo-SP - e-mails: veronicafavato@yahoo.com ou veronica.silva@gymail.br

Pablo Rogers

Rua Rondon Pacheco, 4.315 - Bloco D - Apto 302, Conj. Bandeirantes - CEP 368400-766 - Uberlândia-MG - e-mail: pablo@fagen.ufu.br

1. INTRODUÇÃO

Estrutura de capital é uma área extremamente controversa em finanças. Pesquisas nos últimos 40 anos, baseadas no Modelo Tradicional, no Modelo de Modigliani & Miller (MM), na *Pecking Order Theory* (POT) e na *Static Tradeoff Theory* (STT), geraram poucas orientações sobre como escolher entre *debt* e *equity*. Apesar da polêmica em torno da existência de uma estrutura ótima de capital, embate este travado principalmente entre o Modelo Tradicional e o Modelo de MM, a abordagem produzida pela POT e pela STT sugerem que as empresas escolhem sua estrutura de capital de acordo com determinados atributos teóricos relevantes, tais como tamanho da empresa, oportunidades de crescimento do negócio, tangibilidade dos ativos, lucratividade e riscos envolvidos, entre outros. A relevância desses atributos sobre a decisão de financiamento deriva dos impactos que eles seriam capazes de exercer sobre os custos e benefícios associados à emissão de ações ou de dívida. Dessa forma, não haveria uma estrutura de capital ótima, mas uma estrutura de capital mais apropriada a cada perfil de empresa.

Além do impacto destes determinantes em cada empresa, ainda existem fatores indutores do endividamento, inerentes à especificidade de cada país, condicionados aos modelos de financiamento específicos, sejam eles baseados em crédito, sejam no mercado de capitais. Ressalta-se, ainda, para cada modelo de financiamento, o papel dos governos quanto aos incentivos e às restrições de crédito, além do interesse crescente, perante privatizações, crises de dívida e globalização dos mercados financeiros, em desenvolver o mercado de capitais, particularmente nos países em desenvolvimento. Assim, a questão microeconômica dos fatores que definem as escolhas das empresas com relação à sua estrutura de capital não pode estar desvinculada da questão macroeconômica, sobre a escolha do modelo mais eficiente de sistema financeiro a fim de promover o desenvolvimento econômico.

A maior parte dos trabalhos empíricos tem se concentrado em países desenvolvidos, em particular, nos Estados Unidos. Neste artigo, discute-se também a estrutura de capital na América Latina e confronta-se o papel dos sistemas financeiros como determinantes da estrutura de capital em alguns países da região e nos Estados Unidos. Os países da

América Latina são particularmente interessantes, pois, além de serem economias em desenvolvimento, atravessaram ambientes macroeconômicos diferentes em um período de tempo relativamente curto. Se o ambiente econômico é importante para as decisões de estrutura de capital, é provável que a América Latina tenha sentido tais efeitos.

Assim, o artigo tem como objetivo responder às seguintes questões: **(1) em nível microeconômico** – qual a influência dos determinantes de estrutura de capital na América Latina e nos Estados Unidos?; **(2) em nível macroeconômico** – qual o impacto de diferentes sistemas financeiros sobre a estrutura de capital de cada país?

A próxima seção é dedicada à fundamentação teórica por detrás do estudo. A metodologia é enfocada na seção três, onde são explicitados a amostra e os aspectos metodológicos utilizados. Na seção quatro, são abordados e analisados os resultados do estudo. Finalmente, na seção cinco, são apontadas conclusões do estudo.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

De acordo com o ponto de vista do Modelo Tradicional, uma combinação ótima de capital de terceiros e capital próprio pode ser obtida e deve ser buscada pelas empresas como forma de maximizar seu valor de mercado. A maximização de valor opera-se por meio da minimização do custo total do capital empregado pela firma para financiar suas atividades. Durand (1952) foi um dos pioneiros na investigação destas possibilidades. Segundo ele, se os investidores concordarem com um método de precificação da empresa baseado em seu fluxo de caixa esperado, trazido a valor presente, será possível, mantido constante o fluxo de caixa esperado, aumentar o valor da firma por intermédio da redução da taxa de desconto, ou seja, do custo de oportunidade do capital empregado. Entretanto, ele admitiu não ser necessariamente possível reduzir o custo do capital por meio de mudanças nas proporções de capital próprio e de terceiros no passivo da empresa.

Contrapondo-se ao modelo de Durand (1952), Modigliani & Miller (1958 e 1959) contribuíram para o entendimento de questões relacionadas ao financiamento. Sob as hipóteses de um mercado perfeito

(ausência de custos de falência, todas as empresas situam-se na mesma faixa de risco, ausência de tributação pessoal, ausência de crescimento dos fluxos de caixa nas empresas, ausência de assimetria de informações e custos de agência), não existiria uma estrutura de capital ótima, ou seja, todas as combinações possíveis entre dívida e capital próprio levariam a empresa ao mesmo custo médio ponderado de capital e ao mesmo valor.

Entretanto, havendo a dedução dos juros no imposto pago, o valor de mercado de uma empresa cresceria à medida que ela se endividasse, já que o aumento do endividamento implicaria em aumento do benefício fiscal apurado. Assim, todas as empresas deveriam financiar-se unicamente com recursos de terceiros. Modigliani & Miller (1963) reconheceram, em trabalho posterior, que, quanto maior for o grau de endividamento, maior a economia de imposto de renda, e, portanto, maior o valor da empresa.

Adicionalmente, coloca-se que, na prática, a assimetria de informações afeta as escolhas entre financiamento externo e interno, e entre emissão de ações (*equity*) e empréstimos (*debt*). Estas escolhas são abordadas pela *Pecking Order Theory* (POT), inicialmente mencionada por Myers (1984). Em seu artigo, Myers (1984) tentou identificar o que leva as empresas a estabelecer sua estrutura de capital. Ele contrapôs duas correntes: a primeira, chamada de *Static Tradeoff Theory* (STT), a qual supõe que a empresa possui uma meta de endividamento e caminha em sua direção, e a POT, pela qual toda empresa segue uma seqüência hierárquica de financiamento.

Na abordagem de STT, tal meta seria estabelecida como resultado do confronto entre o custo e o benefício da dívida, onde o custo de falência se contraporia ao benefício fiscal. Por essa teoria, vários testes foram realizados, na tentativa de se encontrarem possíveis determinantes da meta de endividamento. Titman & Wessels (1988) testaram diversas variáveis, tais como lucratividade, benefícios fiscais, composição dos ativos, oportunidades de crescimento, diferenciação de produtos, segmento industrial, tamanho e volatilidade dos lucros (risco). Como resultado, as variáveis não explicaram as estruturas escolhidas. Apenas lucratividade e diferenciação explicaram baixos níveis de endividamento. Também foi constatado que empresas menores têm maior dificuldade em con-

seguir recursos de longo prazo; assim, o tamanho definiu a escolha entre endividamento de curto e longo prazo.

Já na abordagem de POT, ao estabelecer sua estrutura de capital, a empresa segue uma seqüência hierárquica de financiamento. Inicialmente, a empresa daria preferência ao financiamento interno, por meio da utilização de lucros retidos. Caso necessite de financiamento externo, a seqüência seria da emissão de debêntures e títulos conversíveis (endividamento), antes de optar pela emissão de ações. Assim, as empresas mais lucrativas são menos endividadas, pois podem financiar seus novos projetos sem ter que se endividar ou emitir ações. A relutância em emitir novas ações deve-se, principalmente, à sua subprecificação pelo mercado, pela menor informação detida pelos investidores potenciais, em relação aos administradores, sobre os fluxos esperados pelos ativos da empresa, ou seja, pela assimetria de informações. A subprecificação levaria ao subinvestimento, uma vez que, caso ocorresse a emissão de ações a preços desfavoráveis aos acionistas correntes, haveria uma tendência de transferência de riqueza dos investidores antigos para os novos. Esse problema poderia ser contornado, caso a empresa utilizasse recursos gerados internamente, como os lucros retidos.

A STT e a POT divergem em seus preceitos básicos, quanto aos determinantes da estrutura de capital de uma empresa: lucratividade, tangibilidade dos ativos, oportunidades de crescimento, tamanho da empresa e riscos do negócio.

Para a STT, maiores **lucros** levam a um maior endividamento, devido ao benefício dos juros dedutíveis do imposto. Isto é o oposto do que determina a POT, em que maiores lucros levam à diminuição do endividamento, já que esses lucros, caso não sejam distribuídos, se tornam a melhor fonte de geração de recursos. Assim, a STT prevê uma relação positiva entre lucratividade e endividamento, enquanto que a POT prevê o contrário.

Quanto à **tangibilidade** dos ativos, espera-se que empresas com ativos mais tangíveis apresentem maior nível de endividamento, devido à possibilidade de estes ativos serem utilizados como garantia para empréstimos. Logo, o sinal esperado para essa variável é positivo para a STT. Já para a POT, empresas com poucos ativos fixos teriam maiores problemas de

assimetria de informações, levando-as a se endividarem mais, já que a emissão de ações somente seria possível com a subprecificação das mesmas. Já empresas com elevados valores nesta variável são geralmente maiores, que conseguem emitir ações a preços justos, não necessitando recorrer à emissão de dívidas para financiar seus investimentos. Assim, a relação esperada, segundo a POT, é negativa.

Sobre as **oportunidades de crescimento**, a relação esperada pela STT é negativa, uma vez que níveis elevados de endividamento poderiam comprometer o crescimento futuro esperado. Para a POT, firmas com grandes oportunidades de crescimento tenderiam a manter um nível de endividamento baixo para não prejudicarem sua capacidade de crédito. Entretanto, este crescimento requer investimentos que normalmente são feitos com contração de novas dívidas. Assim, as oportunidades de crescimento, para a POT, poderiam ter uma relação positiva ou negativa com o nível de endividamento.

Sobre o **tamanho**, a STT define que, quanto maior a empresa, maior a possibilidade de se endividar, pois menor é a probabilidade de falência. Empresas maiores são mais diversificadas, com melhor reputação e menores custos de assimetria de informações. Portanto, há uma relação, segundo a STT, positiva entre o tamanho da empresa e seu nível de endividamento. Já para a POT, quanto maior a empresa, mais sujeita

aos efeitos de seleção adversa, devido às suas maiores instalações. Entretanto, a assimetria de informações é menor para empresas maiores, induzindo-as a obter maior endividamento.

Quanto ao **risco**, empresas que apresentam menor volatilidade em seus resultados deveriam ser menos propensas a dificuldades financeiras, o que tornaria mais barato o custo do endividamento, e portanto, as tornariam mais propensas à contração de dívidas. Para Myers (1984), firmas com maior risco tenderiam a menores empréstimos, devido aos custos de falência inerentes ao negócio. O Quadro 1 resume a relação de cada uma dessas variáveis com a estrutura de capital, de acordo com a STT e a POT, e apresenta algumas evidências empíricas no Brasil e no mundo que a corrobora.

Entretanto, não só fatores microeconômicos, específicos de cada firma, influenciam a estrutura de capital. Demirgüç-Kunt & Maksimovic (1996) exploraram empiricamente os efeitos do desenvolvimento dos mercados financeiros sobre as escolhas de financiamento das firmas. Eles compararam a relação entre as escolhas de estrutura de capital da firma com o desenvolvimento do mercado financeiro em cada país. Assim, a estrutura de capital é influenciada por fatores macroeconômicos, nível de desenvolvimento dos mercados financeiros e fatores específicos a cada firma.

Quadro 1: Relação entre o endividamento e os determinantes de estrutura de capital segundo a *Pecking Order Theory* (POT) e a *Static Tradeoff Theory* (STT)

Teoria / Variável	STT		POT	
	Relação	Autores	Relação	Autores
Lucratividade	Positiva	Marsh (1982)	Negativa	Myers (1984), Donaldson (1961), Brealey & Myers (2000), Myers & Majluf (1984), Soares & Procianny (2000)
Tamanho	Positiva	Titman & Wessels (1988), Rajan & Zingales (1995), Gomes & Leal (1999), Scott & Martin (1975)	Negativa	Frank & Goyal (2003), Myers (1984)
Oportunidade de crescimento	Negativa	Kayo & Fama (1997), Gomes & Leal (1999), McConell & Servaes (1990)	Positiva ou negativa	Brealey & Myers (2000)
Tangibilidade	Positiva	Lumby (1991), Thies & Klock (1992), Rajan & Zingales (1995)	Negativa	Harris & Haviv (1991)
Risco	Negativa	Drobetz & Fix (2003), Bradley, Jarrel e Kim (1984), Long & Malitz (1983), Williamson (1981)	Negativa	Donaldson (1961), Myers (1984)

Zysman (1983) associou as escolhas de estrutura de capital das firmas aos sistemas de financiamento de cada país, elaborando três modelos de sistema financeiro. O primeiro é baseado no mercado de capitais, ou seja, em *equity*, uma vez que o sistema bancário não mantém relação de prazo mais longo com as firmas e não atua no mercado de capitais, que é o lugar central de alavancagem da empresa. Por intermédio dos empréstimos de curto prazo e dos mercados de capitais, os bancos e as instituições financeiras administram *portfolios* se relacionando com empresas. Visando ao retorno na forma de dividendos, o investidor trabalha com um horizonte de curto prazo, desenvolvendo o mercado secundário de capitais, que permite um mecanismo de *exit*, ou fuga de capitais rápida para investimentos de maior retorno (HIRSCHMAN, 1970). Mayer (1990) denominou esse modelo como “anglo-saxão”, em que a atuação do governo é bastante limitada, uma vez que os benefícios e custos do financiamento são dados pelo mercado. Este modelo é baseado em uma estrutura de propriedade diluída, havendo uma separação entre propriedade e gestão, além de uma grande pressão dos mercados de capitais sobre a administração das empresas.

O segundo é baseado em crédito, de contexto favorável à atuação do governo, que pode intervir por meio de políticas de concessão de crédito ou benefícios fiscais, e favorecer determinado setor ou empresas individuais. Nesse modelo, os credores tendem a reagir procurando a alternativa de *voice* (HIRSCHMAN, 1970), ou seja, aumentar o grau de controle e monitoramento dos administradores em uma situação de dificuldade financeira da empresa. É um modelo comum na França e no Japão, onde ocorre maior concentração da propriedade e uma baixa liquidez do mercado de capitais. Os bancos desempenham um papel importante no financiamento e no monitoramento das grandes empresas. No Japão, o banco que possui a maior participação acionária e o maior montante de dívidas desenvolve uma relação próxima com a alta administração da empresa. Em muitos casos, as relações com os bancos acabam sendo internas aos grandes conglomerados japoneses, denominados de *keiretsu*, sendo um grupo econômico associativo (HITT, IRELAND & HOSKISSON, 2001).

O terceiro modelo também é baseado em crédito, tendo as instituições financeiras grande poder de mercado, podendo fixar preços e influenciar as empresas através dos mercados. As finanças cumprem

um papel importante e as instituições financeiras operam como aliadas do governo como base para formação de barganhas sociais. Este modelo está presente na Alemanha, onde a estrutura patrimonial é bem mais concentrada do que nos Estados Unidos e no Reino Unido (LOPEZ-DE-SILANES, 2002).

Na América Latina, a estrutura de financiamento tem caráter incipiente, e seus mercados acionários e modelos de financiamento são baseados em crédito. Entretanto, há uma tentativa dos governos em promover o mercado de capitais. Taxas de juros altas, a instabilidade financeira, o caráter pouco desenvolvido de suas fontes externas de financiamento, a crise das instituições de crédito do Estado e a tentativa de evitar dívidas externas levam estes países a buscar fontes via *equity* (SINGH, 1993).

Para Petrelli (1996), quando se analisa a capacidade de resposta da estrutura de financiamento de um determinado país capitalista, não se pode dizer que apenas os bancos detêm uma posição fundamental na determinação do crescimento econômico. É preciso considerar o conjunto da estrutura financeira, sendo “global”, ao fundir várias formas de riqueza que ultrapassam os limites nacionais.

A visão de Zonenschain (1998) sobre crescimento insustentável destaca o papel vital dos governos no crescimento econômico, capazes de impulsionar setores industriais e manufatureiros através do crédito. Para ele, a experiência asiática mostra que a intervenção do governo na alocação de crédito pode ser impulsionadora do processo de industrialização. A Coreia, por exemplo, atingiu um crescimento “milagroso”, caracterizado por grande intervenção governamental na alocação do crédito e na promoção das exportações.

O governo também age no sentido de impulsionar o mercado acionário. O argumento de Singh (1993) é que, nos países em desenvolvimento, têm crescido o mercado acionário, desde os anos 1980, relacionado às políticas governamentais. A crise da dívida, as privatizações, a procura das empresas públicas por capitais privados, as tendências à desregulamentação e à globalização explicariam o empenho dos governos em promover o desenvolvimento do mercado acionário.

Nesse ponto, permite-se o seguinte questionamento: qual modelo de financiamento seria mais adequado? Baseado no mercado de capitais ou em crédito? Segundo Zonenschain (1998), a “avaliação dos prós e

contras dos dois modelos não chega a ser conclusiva, principalmente porque o desempenho dos países que adotam cada um dos modelos não é uniforme ao longo do tempo". Um exemplo é o caso dos países do Leste Asiático. Nestes países, o excesso de alavancagem financeira, seguindo o modelo baseado em crédito, resultou em taxas de crescimento econômico elevadas por muitos anos, e com isso promoveu-se um crescimento tecnológico e socioeconômico rápido. Entretanto, o excesso de crédito também levou à instabilidade financeira, resultando em uma crise, o que fez com que o próprio modelo fosse contestado.

3. METODOLOGIA

Foram consideradas, no estudo, empresas de capital aberto não-financeiras de cinco países: Argentina, Brasil, Chile, México e Estados Unidos. Utilizaram-se dados do período compreendido entre 1996 a 2005. O ano de 1995 foi excluído da análise por menor volume de dados no Economática®. Inicialmente, foram consideradas 1.844 empresas, incluindo a Colômbia e a Venezuela; entretanto, as empresas desses países foram excluídas posteriormente por menor volume de dados. Também foram excluídas da análise empresas que não possuíam mais de quatro dados (anos) durante o período considerado, restando, assim, 1.283 empresas. Na medida em que se foram construindo as variáveis *proxies* da pesquisa, notou-se que muitas informações não estavam disponíveis, principalmente aquelas para a construção da *proxy* de risco, o que, no final, fez com que ficassem apenas 769 empresas. A amostra final, selecionada de acordo com a disponibilidade de informações no banco de dados utilizado, contou com 35 empresas localizadas na Argentina, 154 empresas brasileiras, 87 no Chile, 59 no México e 434 nos Estados Unidos.

As variáveis foram construídas por ano, considerando sua posição no final do ano. Especificamente em relação à variável risco, foram necessários dados trimestrais para sua construção. Depois de construídas as variáveis para, no mínimo, seis, dos dez anos estudados, retirou-se a média dos valores, de forma a obter dados *cross-section* no período 1996-2005. Todas as informações foram extraídas dos balanços patrimoniais, demonstrações do resultado e demonstração de origem e aplicação dos recursos apresentados pelas empresas no encerramento do exercício. Os valores foram considerados em dólar, para efeito de homoge-

neidade de moedas entre os diferentes países. O Quadro 2 resume as variáveis consideradas na pesquisa.

Depois de obtidas as variáveis da pesquisa para cada empresa *i* no ano *t*, procedeu-se às médias do período para serem usadas nos modelos. Como existem três *proxies* de endividamento, foram construídos três modelos. Desse modo, os modelos finais a serem estimados para análise dos atributos influenciadores da estrutura de capital resumem-se nas equações 1 a 3.

Quadro 2: Resumo das variáveis da pesquisa

Variável	Descrição	Conceitual
END1	Índice de endividamento total, retirado do balanço patrimonial de cada empresa: $END1_i = \frac{ELP_i + PC_i}{PL_i}$ onde ELP_i representa exigível em longo prazo da empresa <i>i</i> no final do ano <i>t</i> . PC_i - passivo circulante da empresa <i>i</i> no final do ano <i>t</i> e PL_i representa patrimônio líquido da empresa <i>i</i> no final do ano <i>t</i> .	Procianny & Schnorrenberger (2004), Soares & Kloeckner (2005), Kirch (2005), Soares & Procianny (2000), Booth <i>et al.</i> (2001)
END2	Índice de endividamento de curto prazo, retirado do balanço patrimonial de cada empresa: $END2_i = \frac{PC_i}{ELP_i + PL_i}$	Procianny & Schnorrenberger (2004), Soares & Procianny (2000)
END3	Índice de endividamento total a valor de mercado: $END3_i = \frac{ELP_i + PC_i}{ELP_i + PC_i + VM_i}$ onde VM_i representa o valor de mercado da empresa <i>i</i> no final do ano <i>t</i> . O valor de mercado é obtido pela multiplicação do preço de cada ação no final do ano <i>t</i> com o número de ações em circulação no final do ano <i>t</i> .	Kirch (2005), Gaud <i>et al.</i> (2005)
TAM	Tamanho da firma <i>i</i> expresso pelo logaritmo natural do ativo total da empresa em um ano <i>t</i> . $TAM_i = \ln(AT_i)$ onde AT_i é o ativo total da firma <i>i</i> no final do ano <i>t</i>	Soares & Kloeckner (2005), Terra (2003), Jorgensen & Terra (2003)
LUCRAT	<i>Proxy</i> da lucratividade da empresa <i>i</i> no final do ano <i>t</i> $LUCRAT_i = \frac{EBITDA_i}{AT_i}$ onde $EBITDA_i$ representa o lucro operacional (EBIT) + depreciação e amortização + outras receitas e despesas operacionais da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> , conforme cálculo do sistema Economática®	Soares & Kloeckner (2005), Kirch (2005), Terra (2003), Booth <i>et al.</i> (2001), Jorgensen & Terra (2003), Gaud <i>et al.</i> (2005), Ozkan (2001)
OPCRESC	<i>Proxy</i> da oportunidade de crescimento da firma <i>i</i> no final do ano <i>t</i> : $OPCRESC_i = \frac{AT_i - PL_i + VM_i}{AT_i}$	Kirch (2005), Gaud <i>et al.</i> (2005)
TANG	<i>Proxy</i> da tangibilidade dos ativos da firma <i>i</i> no final do ano <i>t</i> $TANG_i = \frac{IMOB_i}{AT_i}$ onde $IMOB_i$ ativo imobilizado da firma <i>i</i> no final do ano <i>t</i>	Kirch (2005), Soares & Kloeckner (2005), Booth <i>et al.</i> (2001), Jorgensen & Terra (2003)
RISCO	<i>Proxy</i> do risco da empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> , obtido por meio dos demonstrativos de resultados trimestrais $RISCO_i = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (LOP_t - \overline{LOP})^2}{N}}$ onde LOP_t representa o lucro operacional (EBIT) no trimestre <i>t</i> , conforme cálculo do sistema Economática®; \overline{LOP} = lucro operacional trimestral médio e AT representa o ativo total médio no ano <i>t</i> .	Soares & Kloeckner (2005), Jorgensen & Terra (2003)
SETOR	17 variáveis <i>dummy</i> que indicam a participação da empresa em um dos 18 setores da economia. Das 20 classificações do banco de dados Economática®, apenas não entraram os setores finanças e outros.	Procianny & Schnorrenberger (2004), Jorge & Armada (1999), Kirch (2005)
PAIS	Variável <i>dummy</i> que expressa o impacto do sistema financeiro na estrutura de capital. Se a empresa é negociada nas bolsas da América Latina, a variável assume o valor 0, c, caso a empresa resida nos Estados Unidos, assume o valor 1. O sistema financeiro dos Estados Unidos é comprovadamente baseado em <i>equity</i> , e o dos países da América Latina, baseado em <i>debt</i> .	Terra (2003), Booth <i>et al.</i> (2001), Jorgensen & Terra (2003)

$$\overline{END1}_i = \alpha + \beta_1 \overline{RISCO}_i + \beta_2 \overline{LUCRAT}_i + \beta_3 \overline{TAM}_i + \beta_4 \overline{OPCRESC}_i + \beta_5 \overline{TANG}_i + \sum_{j=6}^{22} \beta_j \overline{SETOR}_i + \beta_{23} \overline{PAIS}_i + e_i \quad [1]$$

$$\overline{END2}_i = \alpha + \beta_1 \overline{RISCO}_i + \beta_2 \overline{LUCRAT}_i + \beta_3 \overline{TAM}_i + \beta_4 \overline{OPCRESC}_i + \beta_5 \overline{TANG}_i + \sum_{j=6}^{22} \beta_j \overline{SETOR}_i + \beta_{23} \overline{PAIS}_i + e_i \quad [2]$$

$$\overline{END3}_i = \alpha + \beta_1 \overline{RISCO}_i + \beta_2 \overline{LUCRAT}_i + \beta_3 \overline{TAM}_i + \beta_4 \overline{OPCRESC}_i + \beta_5 \overline{TANG}_i + \sum_{j=6}^{22} \beta_j \overline{SETOR}_i + \beta_{23} \overline{PAIS}_i + e_i \quad [3]$$

Os três modelos foram estimados por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com erros consistentes à heteroscedasticidade, conforme White. Os sinais esperados de cada coeficiente β_k são discutidos na revisão da literatura e resumidos no Quadro 1. Na análise, fez-se uso simultaneamente dos softwares Eviews 5.0 e SPSS 13.0.

4. RESULTADOS

As Tabelas 1 e 2, nessa seção, e as Tabelas 4 e 5, no apêndice, procuram evidenciar algumas estatísticas descritivas das variáveis em análise. As tabelas dessa

seção mostram as médias e os desvios padrão das variáveis por países, e as do apêndice acrescentam as estatísticas de mediana, máximo e mínimo, entretanto agregadas para a América Latina e os EUA. A diferença da Tabela 1 para a Tabela 2 e da Tabela 4 para a 5, é que, nas últimas, são apresentadas as estatísticas sem *outliers*. Procedeu-se, depois de retiradas as médias das variáveis no período, à padronização pelo z-escore, e foram encontradas 29 empresas discrepantes (acima de 3 e abaixo de -3 z-escore), que estavam afetando consideravelmente a amostra. Como exemplo, cita-se o caso da Argentina: uma única empresa retirada baixou a média da variável END1 de 2,22 para 1,3, e o desvio

Tabela 1: Média e desvio padrão das variáveis do estudo por países (*c/ outliers*)

	PAÍS (N)											
	Argentina (35)		Brasil (154)		Chile (87)		México (59)		EUA (434)		Total (769)	
	Média	Desvio padrão	Média	Desvio padrão	Média	Desvio padrão	Média	Desvio padrão	Média	Desvio padrão	Média	Desvio padrão
END1	2,22	5,86	3,85	11,69	0,88	0,78	1,20	1,19	1,84	6,12	2,10	7,14
END2	0,43	0,50	0,52	1,74	0,28	0,33	0,43	0,70	0,45	0,68	0,44	0,96
END3	0,51	0,18	0,63	0,20	0,38	0,17	0,49	0,19	0,33	0,18	0,42	0,22
RISCO	0,03	0,02	0,03	0,02	0,03	0,03	0,03	0,01	0,04	0,03	0,04	0,03
LUCRAT	0,11	0,07	0,11	0,07	0,10	0,11	0,12	0,06	0,11	0,12	0,11	0,10
TAM	12,64	1,70	12,97	1,73	12,22	1,64	13,38	1,52	15,03	1,42	14,06	1,90
OPCRESC	1,02	0,27	1,09	0,85	2,26	9,46	35,71	265,51	2,26	1,54	4,54	73,60
TANG	0,53	0,25	0,42	0,20	0,53	0,18	0,48	0,19	0,34	0,23	0,40	0,23

Tabela 2: Média e desvio padrão das variáveis do estudo por países (*s/ outliers*)

	PAÍS (N)											
	Argentina (34)		Brasil (147)		Chile (86)		México (56)		EUA (417)		Total (740)	
	Média	Desvio padrão	Média	Desvio padrão	Média	Desvio padrão	Média	Desvio padrão	Média	Desvio padrão	Média	Desvio padrão
END1	1,30	2,20	1,88	2,67	0,91	0,72	1,20	1,01	1,48	1,72	1,46	1,87
END2	0,44	0,51	0,49	0,43	0,31	0,23	0,43	0,38	0,41	0,31	0,42	0,35
END3	0,50	0,17	0,62	0,19	0,38	0,18	0,49	0,18	0,33	0,18	0,41	0,21
RISCO	0,03	0,02	0,03	0,02	0,03	0,01	0,03	0,01	0,04	0,02	0,04	0,02
LUCRAT	0,11	0,07	0,11	0,07	0,11	0,06	0,12	0,06	0,13	0,07	0,12	0,07
TAM	12,69	1,69	13,01	1,73	12,25	1,63	13,39	1,54	15,07	1,33	14,10	1,87
OPCRESC	1,02	0,28	1,09	0,86	1,24	0,43	1,13	0,36	2,17	1,34	1,72	1,21
TANG	0,53	0,26	0,42	0,20	0,53	0,18	0,48	0,20	0,35	0,23	0,41	0,23

padrão de 5,86 para 2,20 (Tabelas 1 e 2). As variáveis mais afetadas com as informações discrepantes foram END1 e OPCRESC: sendo em relação à primeira a Argentina e o Brasil os países mais afetados, e em relação à segunda o México. Nos EUA, houve o maior número de empresas *outliers* (17). Devido à significativa influência dos *outliers*, analisam-se descritivamente as variáveis de endividamento apenas das Tabelas 2 e 5.

As médias das variáveis de endividamento da Tabela 2 evidenciam, de uma forma geral, que o Brasil é o país com maior índice de endividamento, seguido por Argentina e México na América Latina. No continente latino-americano, o Chile é o país com menor índice de endividamento, sendo que, em relação à variável END3, torna-se comparável ao EUA. Apenas em relação à variável END1 os EUA apresentam alta participação de terceiros: em relação a essa variável, os EUA fica abaixo somente do Brasil. Quando se considera a variável END3, os EUA apresentam o menor índice de endividamento, seguidos por Chile, México/Argentina e Brasil. A explicação mais contundente dos menores valores da variável END3 para o Chile e os EUA são os altos valores de mercado das empresas no período em análise, principalmente devido à melhor *performance* econômica desses países.

Quando se comparam apenas a América Latina e os EUA (Tabela 5), nota-se que, em relação as variáveis de endividamento, (a) a média e mediana da variável END1 dos EUA é ligeiramente maior que da América Latina, entretanto os EUA possuem desvio padrão e amplitude menor; (b) as médias da variável END2 e END3 da América Latina são maiores do que dos EUA. Sobre as outras variáveis, identifica-se, em relação às médias e medianas, que as empresas norte-americanas possuem maior risco, lucratividade, tamanho, oportunidades de crescimento e menor tangibilidade.

A Tabela 3 apresenta os modelos estimados a partir das equações 1, 2 e 3. Inicialmente, foram consideradas todas as 769 empresas; entretanto, depois de se analisarem os resíduos padronizados numa primeira estimação, notou-se que havia algumas empresas discrepantes. Desse modo, o MOD1 foi estimado como 743 empresas; o MOD2, com 748; e o MOD3, com 765 empresas. Analisando-se as estatísticas de equação global, conclui-se pelo bom ajuste dos modelos: estatística *F* de significância conjunta de todos os coeficientes mostrou-se muito significativa (1%) e o R^2 ajustado valores altos (55,5%,

20,6% e 51,2%, respectivamente para o MOD1, MOD2 e MOD3), dado ser uma amostra *cross-section*. Apesar de o teste *K-S* rejeitar a hipótese de normalidade dos resíduos nos MOD1 e MOD2, o tamanho da amostra é assintoticamente grande para se firmar no teorema do limite central. Observa-se, ainda, que apenas nos MOD2 e MOD3 as equações foram estimadas com uma constante, pois, no MOD1, a constante não se mostrou significativa.

Como esperado, as variáveis *dummy* de controle SETOR mostraram-se significativas. Por simplificação, na Tabela 3 apresenta-se apenas o somatório dos coeficientes. O teste Wald da hipótese de que, no conjunto, as variáveis *dummy* SETOR são iguais à zero mostrou-se significativo em nível de 1% em todos os modelos. Além das variáveis *dummy* SETOR, saltam aos olhos, em todos os modelos, as significâncias das variáveis RISCO e TAM. Sobre a primeira variável, a relação negativa encontrada com as variáveis de endividamento corrobora as hipóteses tanto da STT quanto da POT. Segundo essas teorias, empresas que apresentam menor volatilidade em seus resultados devem ser menos propensas a dificuldades financeiras, o que torna mais barato o custo do endividamento, e, portanto, mais propensas à contração de dívidas: firmas com maior risco tendem a menores empréstimos, devido aos custos de falência inerentes ao negócio. Esse achado também foi corroborado por Titman & Wessels (1988), Bradley, Jarrel & Kim (1984) e Thies & Klock (1992).

A variável TAM, em todos os modelos, apresentou-se significativa e com relação positiva com o nível de endividamento. Esse achado corrobora a hipótese da STT de que, quanto maior a empresa, maior a possibilidade de se endividar, pois menor a probabilidade de falência. Segundo a STT, empresas maiores são mais diversificadas, com melhor reputação e menores custos de assimetria de informações; portanto, há uma relação positiva entre o tamanho da empresa e seu nível de endividamento. Cabe ressaltar que essa variável, em todos os modelos, foi a única que apresentou alto valor para o fator inflação da variância (VIF), superando o valor limite de 10. À primeira vista, indica-se que a variável TAM possui colinearidade alta com as demais; entretanto, esse fato parece não ser problemático, uma vez que a mesma não apresentou erro padrão alto (GUJARATI, 2000: 334). A análise dos coeficientes padronizados (DFBeta) dessa variável

Tabela 3: Modelos considerando cada variável de endividamento do estudo

Modelo	Variável		Coeficiente	DFBeta	Erro Padrão	t-Estatístico	VIF
	Dependente	independente					
MOD1 <i>N</i> = 743 <i>Adj. R</i> ² = 0,555 <i>F</i> = 41,23* <i>K-S</i> = 4,354*	END1	PAIS	-0,214***	-0,085	0,128	-1,887	4,315
		RISCO	-7,518*	-0,185	1,860	-4,006	3,260
		LUCRAT	-0,755	-0,061	0,614	-1,203	2,660
		TAM	0,178*	1,340	0,024	7,465	32,134
		OPCRESC	0,000	-0,006	0,000	-0,963	1,037
		TANG	-0,526***	-0,128	0,325	-1,729	9,906
		ΣSETOR	-9,173*	-	-	48,638♣	-
MOD2 <i>N</i> = 748 <i>Adj. R</i> ² = 0,206 <i>F</i> = 9,42* <i>K-S</i> = 2,616*	END2	(constante)	0,352*	-	0,107	3,270	-
		PAIS	-0,172*	-0,314	0,026	-6,386	2,216
		RISCO	-0,332	-0,032	0,400	-0,829	1,240
		LUCRAT	0,035	0,013	0,098	0,360	1,157
		TAM	0,035*	0,244	0,006	5,228	1,935
		OPCRESC	0,000*	0,015	0,000	2,949	1,035
		TANG	-0,320*	-0,270	0,064	-4,927	2,531
ΣSETOR	-4,001*	-	-	124,061♣	-		
MOD3 <i>N</i> = 765 <i>Adj. R</i> ² = 0,512 <i>F</i> = 35,81* <i>K-S</i> = 0,908	END3	(constante)	0,617*	-	0,067	9,081	-
		PAIS	-0,179*	-0,404	0,016	-10,819	2,207
		RISCO	-2,815*	-0,352	0,280	-10,039	1,272
		LUCRAT	-0,640*	-0,299	0,060	-10,530	1,190
		TAM	0,013*	0,113	0,004	3,042	1,942
		OPCRESC	-0,000*	-0,045	0,000	-10,968	1,033
		TANG	0,065	0,067	0,041	1,541	2,471
ΣSETOR	-2,440*	-	-	167,843♣	-		

Significância: * 1%; **2%; ***10%.

♣ Teste Wald da hipótese de que as variáveis *dummy* SETOR são, no conjunto, igual a zero, baseado na estatística Qui-quadrado. O coeficiente apresentado na tabela evidencia a soma das estimativas de cada variável *dummy*.

Nota: em todos os modelos, foram estimados erros padrão consistentes à heteroscedasticidade, conforme White. A coluna DFBeta apresenta os coeficientes padronizados das variáveis independentes. No modelo 1 (MOD1), a constante foi eliminada devido à sua insignificância. *N* representa o tamanho da amostra depois de ajustada pelos *outliers*; *Adj. R*² representa o coeficiente de determinação ajustado dos modelos, e a estatística *F* testa a significância conjunta do modelo. *K-S* representa o teste Kolmogorov-Sminorv de normalidade dos resíduos (a hipótese nula é de que os resíduos provenham de uma população normal). VIF indica o fator inflação da variância (medida para detectar colinearidade entre as variáveis).

Tabela 4: Estatísticas descritivas das variáveis do estudo – EUA e América Latina (*c/ outliers*)

	América Latina (335)					EUA (434)					Total (769)				
	Média	Mediana	Desvio padrão	Máximo	Mínimo	Média	Mediana	Desvio padrão	Máximo	Mínimo	Média	Mediana padrão	Desvio	Máximo	Mínimo
END1	2,44	1,03	8,27	97,28	-4,47	1,84	1,19	6,12	116,72	-6,68	2,10	1,11	7,14	116,72	-6,68
END2	0,43	0,36	1,24	17,36	-11,30	0,45	0,35	0,68	11,36	0,01	0,44	0,35	0,96	17,36	-11,30
END3	0,53	0,51	0,21	1,00	0,03	0,33	0,30	0,18	0,90	0,02	0,42	0,40	0,22	1,00	0,02
RISCO	0,03	0,03	0,02	0,27	0,00	0,04	0,03	0,03	0,31	0,00	0,04	0,03	0,03	0,31	0,00
LUCRAT	0,11	0,11	0,08	0,32	-0,75	0,11	0,12	0,12	0,41	-0,80	0,11	0,12	0,10	0,41	-0,80
TAM	12,81	12,82	1,71	17,79	9,05	15,03	14,92	1,42	19,96	11,02	14,06	14,23	1,90	19,96	9,05
OPCRESC	7,48	1,01	111,522	0,040,54	0,15	2,26	1,71	1,54	11,52	0,99	4,54	1,35	73,60	2.040,54	0,15
TANG	0,47	0,49	0,21	0,92	0,00	0,34	0,29	0,23	0,91	0,00	0,40	0,39	0,23	0,92	0,00

Tabela 5: Estatísticas descritivas das variáveis do estudo – EUA e América Latina (*s/ outliers*)

	América Latina (323)					EUA (417)					Total (740)				
	Média	Mediana	Desvio padrão	Máximo	Mínimo	Média	Mediana	Desvio padrão	Máximo	Mínimo	Média	Mediana padrão	Desvio	Máximo	Mínimo
END1	1,44	1,01	2,05	21,49	-4,47	1,48	1,19	1,72	16,54	-6,68	1,46	1,10	1,87	21,49	-6,68
END2	0,43	0,35	0,39	2,42	-1,39	0,41	0,35	0,31	2,84	0,01	0,42	0,35	0,35	2,84	-1,39
END3	0,52	0,51	0,21	1,00	0,03	0,33	0,31	0,18	0,90	0,02	0,41	0,40	0,21	1,00	0,02
RISCO	0,03	0,03	0,02	0,08	0,00	0,04	0,03	0,02	0,11	0,00	0,04	0,03	0,02	0,11	0,00
LUCRAT	0,11	0,11	0,06	0,32	-0,09	0,13	0,12	0,07	0,34	-0,18	0,12	0,12	0,07	0,34	-0,18
TAM	12,84	12,84	1,71	17,79	9,05	15,07	14,95	1,33	18,76	12,04	14,10	14,31	1,87	18,76	9,05
OPCRESC	1,13	1,01	0,65	7,85	0,15	2,17	1,70	1,34	9,65	0,99	1,72	1,35	1,21	9,65	0,15
TANG	0,47	0,50	0,21	0,92	0,00	0,35	0,29	0,23	0,91	0,00	0,41	0,39	0,23	0,92	0,00

evidencia um outro achado interessante, também corroborado por Perobelli & Famá (2003): empresas maiores privilegiam o endividamento de longo prazo, empresas menores utilizam mais o endividamento de curto prazo, provavelmente por não obterem taxas atrativas no primeiro mercado.

A *proxy* do atributo tangibilidade do ativo (TANG) foi significativa, em nível de 1%, quando se relaciona com a variável de endividamento de curto prazo (END2). Entretanto, quando a TANG se relaciona com as variáveis de endividamento de longo prazo (END1 e END3), não mostra muito significativa: apenas significativa em nível de 10% no MOD1. Os resultados indicam que a tangibilidade dos ativos parece não afetar o nível de endividamento de longo prazo. Logo, a possibilidade de os ativos serem utilizados como garantia para empréstimos ou o fato de empresas com poucos ativos fixos terem maiores problemas de assimetria de informações, parece afetar apenas o nível de endividamento de curto prazo das empresas latino-americanas e norte-americanas. Apesar dessa evidência empírica, ressalta-se uma importante observação: a variável TANG pode estar sofrendo colinearidade com as variáveis *dummy* SETOR, uma vez que as mesmas buscam captar efeitos semelhantes. Dessa feita, pode-se dizer que não há evidência suficiente para rejeitar que a tangibilidade dos ativos também não afeta o nível de endividamento de longo prazo, uma vez que a variável *dummy* SETOR pretende captar várias características estruturais da empresa, tais como barreiras à entrada de novos concorrentes, condições de mercado e composição dos ativos, inclusive tangibilidade (JORGE & ARMADA, 1999).

Em relação à variável LUCRAT, os resultados foram significativos apenas quando se considera o nível de endividamento a valores de mercado (END3). Esse achado corrobora as hipóteses da POT: maiores lucros levam à diminuição do endividamento, já que esses lucros, caso não sejam distribuídos, se tornam a melhor fonte de geração de recursos. Booth *et al.* (2001) ressaltaram que a importância da lucratividade está relacionada com problemas de agência e assimetria informacional dos países em desenvolvimento, bem como ao fato de seus mercados de capitais não serem tão desenvolvidos como nos EUA.

Sobre as oportunidades de crescimento (OPCRESC), não houve conclusão contundente. Essa variável não foi significativa no MOD1, porém

significativa nos MOD2 e MOD3. Entretanto, apesar da significância estatística da variável OPCRESC, essa parece não ter significância econômica. Quando se analisa o modelo com a variável de endividamento teoricamente mais correta, END3, por levar em consideração os valores de mercado, encontra-se uma relação negativa, corroborando uma das hipóteses da POT. Para a POT, firmas com grandes oportunidades de crescimento tenderiam a manter um nível de endividamento baixo para não prejudicar sua capacidade de crédito. Entretanto, quando se examina o modelo com a variável de endividamento de curto prazo (END2), a relação mostra-se positiva, também confirmando uma das hipóteses da POT, que o crescimento requer investimentos que normalmente são feitos com contração de novas dívidas. Cabe ressaltar que Perobelli & Famá (2003), corroborando os resultados encontrados, encontraram evidências de que empresas com maior potencial de crescimento apresentam menor propensão ao endividamento de curto prazo.

Por fim, a significância da variável *dummy* de controle PAIS em todos os modelos (significativa em 10% no MOD1) evidencia o impacto dos sistemas de financiamento sobre a estrutura de capital das empresas. Ademais, o coeficiente negativo dessa variável revela o menor endividamento das empresas norte-americanas, de forma a comprovar que o sistema financeiro dos Estados Unidos é baseado em *equity* e o dos países da América Latina, baseado em *debt*. Adicionalmente, o exame dos coeficientes padronizados traz resultados interessantes. Desconsiderando a variável TAM do MOD1, por suspeita de alta colinearidade com as demais, e considerando o modelo MOD3 em vez do MOD2, por relacionar a variável de endividamento de longo prazo teoricamente mais correta (valores de mercado), nota-se que o impacto do sistema financeiro (PAIS) parece ser o principal determinante da estrutura de capital das empresas: os DFBetas da variável PAIS são, em valores absolutos, maiores que os demais tanto no MOD2 quanto no MOD3. As diferenças do sistema de financiamento entre os países parecem impactar mais o endividamento de longo prazo do que de curto prazo. Além do mais, fatores microeconômicos, como tamanho e tangibilidade, aparentam afetar mais o endividamento de curto prazo, e o risco do negócio e a lucratividade da empresa, afetar mais o endividamento de longo prazo.

5. CONCLUSÃO

A despeito da controvérsia entre o Modelo Tradicional e o Modelo de Modigliani & Miller (MM) sobre uma estrutura ótima de capital, a *Pecking Order Theory* (POT) e a *Static Tradeoff Theory* (STT) discutem que as decisões de financiamento das empresas derivam dos impactos que alguns atributos teóricos exercem sobre os custos e benefícios associados à emissão de ações ou de dívida. Desse modo, a POT e a STT sugerem que não haveria uma estrutura de capital ótima, mas uma estrutura de capital mais apropriada a cada perfil de empresa. Além do mais, a teoria e algumas pesquisas empíricas comprovam que existem fatores indutores do endividamento, inerentes às especificidades históricas e macroeconômicas de cada país, condicionados a modelos de financiamento particulares: baseados em crédito ou no mercado de capitais.

Sobre esses aspectos, esse artigo teve como objetivo, em nível microeconômico, analisar como atributos importantes discutidos pela STT e pela POT – tamanho da empresa, oportunidades de crescimento do negócio, tangibilidade dos ativos, lucratividade e riscos envolvidos – afetam a estrutura de capital das empresas na América Latina e nos EUA. Adicionalmente, em nível macroeconômico, buscou-se discutir a influência dos sistemas de financiamento (*equity* x *debt*) sobre a estrutura de capital das empresas latinas e norte-americanas.

Pela metodologia empregada, foi possível corroborar algumas hipóteses das teorias enfatizadas, tais como: (a) relação negativa entre o nível de endividamento e o risco do negócio, como apregoam a STT e a POT; (b) relação positiva entre o tamanho da empresa e o nível de endividamento, como prevê a STT; (c) quando se confronta a tangibilidade dos ativos com a variável de endividamento de curto prazo, nota-se uma relação negativa, como discute a POT; (d) sobre a relação entre a *proxy* de lucratividade e o nível de endividamento, considerando valores de mercado, foi possível constatar um relacionamento inverso, como estima a POT; (e) apesar de pouca significância econômica, constatou-se significância estatística da *proxy* de oportunidades de crescimento em explicar o nível de endividamento, como apregoam a STT e a POT.

Por fim, os resultados indicaram que o impacto de fatores indutores do endividamento inerentes às especificidades de cada país, condicionados diante de diferentes modelos de financiamento, parece ser o principal determinante da estrutura de capital das empresas na América Latina e nos EUA. Adicionalmente, discute-se que as diferenças do sistema de financiamento entre os países parecem impactar mais o endividamento de longo prazo do que de curto prazo, e os fatores microeconômicos, tamanho e tangibilidade, aparentam afetar mais o endividamento de curto prazo, e o risco do negócio e a lucratividade da empresa, afetar mais o endividamento de longo prazo.

REFERÊNCIAS

- ANJE, Raymond & JOVANOVIĆ, Boyan. Stock markets and development. *New York University, Department of Economics*, New York, 1992.
- BOOTH, Laurence; AIVAZIAN, Varouj; DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli & MAKSIMOVIC, Vojislav. Capital structures in developing countries. *The Journal of Finance*, v. LVI, n. 1, February, 2001.
- BRADLEY, Michael; JARREL, Gregg & KIM, E. Han. On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence. *The Journal of Finance*, v. 39, n. 3, July, 1984.
- BREALEY, Richard A. & MYERS, Stewart C. *Principles of corporate finance*. 6. ed. New York: Irwin/McGraw-Hill, 2000.
- CORBO, Vittorio. Reforms and macroeconomic adjustment in Chile during 1974-1984. *World Development*, n. 13, p. 893-916, agosto, 1985.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli & MAKSIMOVIC, Vojislav. Stock market development and financing choices of firms. *World Bank Economic Review*, v. 10, p. 341-369, 1996.
- DONALDSON, Gordon. Corporate debt capacity: a study of Corporate Debt Policy and the determinants of corporate debt capacity. Boston: *Division of Research, Harvard School of Business Administration*, 1961.
- DROBETZ, Wolfgang & FIX, Roger. What are the determinants of capital structure? Some evidence from Switzerland. University of Basel, Department of Finance, *Working Paper*, n. 4/03, Basel, 2003.
- DURAND, David. Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In: CONFERENCE ON RESEARCH ON BUSINESS FINANCE. *National Bureau of Economic Research*, New York, 1952.
- FRANK, Murray Z. & GOYAL, Vidhan K. Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, v. 67, p. 217-248, 2003.
- GAUD, Philippe; JANI, Elion; HOESLI, Martin & BENDER, André. The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel Data. *European Financial Management*, v. 11, n. 1, p. 51-59, 2005.
- GOMES, Gabriel L. & LEAL, Ricardo P. Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras com ações negociadas em Bolsa de Valores. Rio de Janeiro: BNDES/Coppead, 1999.
- HARRIS, Milton & HAVIV, Artur. The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, v. 46, Issue 1, p. 297-355, March, 1991.
- HIRSCHMAN, Albert O. Exit, voice and loyalty – responses to decline in firms, organizations and states. *Harvard University Press*, 1970.
- HITT, Michael A.; IRELAND, R. Duane & HOSKISSON, Robert E. *Strategic management, competitiveness and globalization*. Cincinnati: South-Western College, 2001.
- JORGE, Susana & ARMADA, Manoel José R. Factores determinantes do endividamento: uma análise em painel. *Revista de Administração Contemporânea – RAC*, v. 5, n. 2, p. 09-31, maio-agosto, 2001.
- JORGENSEN, Jan J. & TERRA, Paulo R. Determinants of capital structure in Latin America: The role of firm-specific and macroeconomic factors. *Working Paper*, McGill University, January, 2003.
- KAYO, Eduardo K. & FAMÁ, Rubens. Teoria de agência e crescimento: evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 2, n. 5, p. 1-8, 2º semestre, 1997.
- KIRCH, Guilherme. Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto. In: 5º CONGRESSO DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2004, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA/USP, 2005. (CD-ROM.)
- LONG, Michael S. & MALITZ, Ilgen B. Investment patterns and financial leverage. *Working Paper*, University of California, Los Angeles, 1981.
- LÓPEZ-DE-SILANES, Florencio. *Nafta and Mexico's Reforms protection on investor*. New Haven: Yale University, 2002.
- LUMBY, Steve. *Investment appraisal and financing decisions: a first course in financial management*. 4. ed. London: Chapman and Hall, 1991.
- MARSH, Paul R. The choice between equity and debt: an empirical study. *Journal of Finance*, 97, p. 121-144, March, 1982.
- MAYER, Colin P. Financial systems, corporate finance and economic development. In: HUBBARD, R. Glen (Ed.). *Asymmetric information, corporate finance and investment*. Chicago: University of Chicago Press, 1990.

REFERÊNCIAS

- McCONNEL, John & SERVAES, Henri. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, v. 27, p. 595-612, 1990.
- MODIGLIANI, FRANCO & MILLER, Merton H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, Nashville: American Economic Association, v. XLIII, n. 3, June, 1958.
- _____. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment: reply. *American Economic Review*, v. 49, p. 655-669, September, 1959.
- _____. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*, Nashville: American Economic Association, June, 1963.
- MYERS, Stewart C. The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, v. 39, n. 3, p. 575-592, July, 1984.
- MYERS, Stewart C. & MAJLUF, Nicholas S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, n. 13, fevereiro, 1984.
- OZKAN, Aydin. Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data. *Journal of Business Finance and Accounting*, v. 28, p. 175-199, 2001.
- PEROBELLI, Fernanda F. C. & FAMÁ, Rubens. Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 7, n. 1, p. 09-35, janeiro-março, 2003.
- PETRELLI, Vanessa C. *A estrutura de financiamento nacional e o financiamento de longo prazo ao investimento*. Tese (Doutorado em Ciência Econômica) – Universidade Estadual de Campinas. Campinas: Unicamp, 1996.
- PROCIANOY, Jairo L. & SCHNORREBERGER, Adalberto. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. *Revista Brasileira de Economia – RBE*, Rio de Janeiro, janeiro-março, 2004.
- RAJAN, Raghuram & ZINGALES, Luigi. What do we know about capital structure? Some evidences from international data. *Journal of Finance*, v. 50, n. 5, December, 1995.
- SCOTT, David F. & MARTIN, John D. Industry influence on financial structure. *Financial Management*, Spring, 1975.
- SINGH, Ajit. The stock market and economic development: should developing countries encourage stock markets? *Unctad Review*, n. 4, 1993.
- SOARES, Karina T. C. & PROCIANOY, Jairo L. O perfil de endividamento das empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo após o Plano Real. In: XXIV ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, Florianópolis-Santa Catarina. *Anais...* Florianópolis: Anpad, 2000.
- SOARES, Rodrigo O. & KLOECKNER, Gilberto de Oliveira. O *pecking order* em empresas com controle acionário definido: um estudo no ambiente brasileiro. In: XXIX ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 2005, Brasília-DF. *Anais...* Brasília: Anpad, 2005.
- STALLINGS, Bárbara & STUDART, Rogério (Colab.). *Financiamiento para el desarrollo: America Latina desde una perspectiva comparada*. Santiago de Chile: Cepal, 2006.
- TERRA, Paulo Renato 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, Salvador-Bahia. *Anais...* Salvador: Anpad, 2003. (CD-ROM.)
- THIES, Clifford F. & KLOCK, Mark S. Determinants of capital structure. *Review of Financial Economics*, v. 2, Summer, 1992.
- TITMAN, Sheridan & WESSELS, Roberto. The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, v. 43, n. 1, p. 1-19, March, 1988.
- WILLIAMSON, Scott H. *The moral hazard theory of corporate financial structure: an empirical test*. Tese (PhD) – Sloan School of Management of Massachusetts Institute of Technology. Massachusetts: MIT, 1981 (não-publicada).
- ZONENSCHAIN, Claudia N. Estrutura de capital das empresas no Brasil. *Revista BNDES*, n. 10, 1998.
- ZYSMAN, John. *Government, markets and growth*. New York: Cornell University Press, 1983.