

Há futuro para a pesquisa em estrutura de capital? Uma revisão da pesquisa brasileira

Vicente Lima Crisóstomo
vicentelc@gmail.com

Francisco Ivander Amado Borges Alves
ivandborges@gmail.com

Recebido em: 25/01/26
Aceito em: 28/03/26

Resumo

Esta pesquisa objetivou analisar a produção científica brasileira em estrutura de capital. Foram analisados 166 artigos oriundos das bases de dados *Web of Science* e *Scopus*, entre 2001 e 2025. Os dados foram submetidos à bibliometria, explorando indicadores de análises de desempenho e análise das sugestões para estudos futuros. Os achados permitiram identificar atributos de autoria (autores mais prolíficos, gênero e quantidade de autores por artigo), principais centros de pesquisa, colaboração internacional, as principais teorias utilizadas, aspectos metodológicos e as sugestões dos artigos para o desenvolvimento de novas pesquisas. Além das sugestões explícitas dos artigos, este trabalho apontou lacunas estratégicas pouco exploradas no Brasil, indicando oportunidades até para uma maior inserção global da pesquisa brasileira.

Palavras-chave: estrutura de capital; bibliometria; produção científica; análise de desempenho.

What is the future of capital structure research? A review of Brazilian research

Abstract

This research aimed to analyze Brazilian scientific production on capital structure. 166 articles from the Web of Science and Scopus databases were analyzed, covering the period between 2001 and 2025. The data were subjected to bibliometric analysis, exploring performance indicators and suggestions for future studies. The findings allowed the identification of authorship attributes (most prolific authors, gender, and number of authors per article), main research centers, international collaboration, the main theories used, methodological aspects, and suggestions from the articles for the development of new research. In addition to the explicit suggestions from the articles, this work pointed out strategic gaps that are little explored in Brazil, indicating opportunities for greater global insertion of Brazilian research.

Keywords: capital structure; bibliometrics; scientific production; performance indicators.

1 INTRODUÇÃO

A temática da estrutura de capital é central nos estudos financeiros. Uma vez que se trata de uma política de decisão que envolve o cuidado com o equilíbrio adequado das fontes de financiamento para as empresas. O custo do financiamento (seja financeiro ou informacional) é uma das facetas que podem impactar o retorno dos investimentos, o valor da companhia e o retorno dos acionistas (Bajaj; Kashiramka; Singh, 2021).

Além do inegável interesse gerencial pelo assunto, a pesquisa científica também se debruçou sobre a dinâmica da estrutura de capital. Desde trabalhos clássicos como Durand (1952) e Modigliani e Miller (1958) até os estudos mais recentes, já se passaram mais de meio século que a temática é investigada e continua numa tendência de crescimento de volume de pesquisas. Apesar da prevalência de estudos que investiguem fatores determinantes da estrutura de capital, as pesquisas também enveredaram por outras direções (Gajdosikova; Valaskova, 2022).

Diante disso, é necessário classificar essa literatura precedente para além da simples descrição de características das pesquisas, mas também abordar lacunas de pesquisas e caminhos a serem trilhados a partir do que está sendo bem recepcionado nos periódicos, assim como as oportunidades ainda pouco exploradas e as subtemáticas emergentes dentro da pesquisa sobre estrutura de capital (Bajaj; Kashiramka; Singh, 2021). Ademais, é válido identificar oportunidades de colaboração com pesquisadores e centros de pesquisa de destaque, assim amadurecendo técnicas e conceitos em centros em desenvolvimento.

Nesse sentido, essa pesquisa objetivou analisar a produção científica brasileira em estrutura de capital. Para identificar oportunidades para desenvolvimento de estudos futuros, foram coletados artigos já desenvolvidos para analisar suas sugestões para avanço da pesquisa em estrutura de capital. Assim como são evidenciados os atributos atuais das pesquisas no intuito de apresentar caminhos já trilhados pelas pesquisas prévias que podem ser seguidos pelos estudos futuros com algum aprofundamento, assim como indicar oportunidades pouco visadas pelos pesquisadores brasileiros.

Mesmo que já existam estudos bibliométricos sobre a pesquisa brasileira, justifica-se o desenvolvimento desta pesquisa em virtude do avanço que ela propõe ao tanto identificar os atributos bibliométricos como ao instigar novos pesquisadores com a apresentação de oportunidades de pesquisa pouco exploradas. Como destacado por Bajaj, Kashiramka e Singh (2021), este é um modelo de pesquisa que se diferencia do tradicional de artigos de revisão. E, após décadas de estudos brasileiros sobre estrutura de capital, apresentar perspectivas que possam fomentar o futuro da pesquisa em estrutura de capital é uma contribuição não só para a continuidade das investigações, mas também para a inserção cada vez maior de brasileiros no debate global.

2 REVISÃO DE LITERATURA

As finanças corporativas representam um conjunto de decisões inter-relacionadas que impactam diretamente na continuidade da empresa. Deste escopo emergem três decisões clássicas que são centrais: a política de investimento, a política de dividendos e a política de financiamento. Isto, a decisão sobre quais investimentos serão priorizados, quando do resultado será distribuído ou não aos acionistas e quais as fontes de financiamento para a companhia (Wang, 2010; Abor; Bokpin, 2010).

Naturalmente, para iniciar qualquer negócio, os proprietários subscrevem e integralizam o capital necessário para iniciar a empresa. Depois disso, a companhia passa a definir sua forma de financiamento com base em duas principais fontes: recursos próprios e recursos de terceiros (Gibin *et al.*, 2023; Macedo *et al.*, 2023). Os primeiros se referem aos fundos mantidos na companhia, como a parcela do lucro não distribuída aos acionistas e mantida nas reservas e caixa. Enquanto os recursos externos se dividem em dois tipos principais: a emissão de ações e o endividamento com suas subdivisões (Barbieri, Weiler, 2024).

O debate sobre a estrutura de capital iniciou com a discussão sobre a relevância dela para o valor da empresa. Para Durand (1952), o valor da empresa é afetado pela estrutura de capital, em virtude da combinação de capital próprio e de terceiros que maximize o valor de mercado da empresa. Por sua vez, Modigliani e Miller (1958) argumentam em sentido contrário. Considerando um mercado perfeito, eles concluem que a estrutura de capital não interfere no valor corporativo. Todavia, em desenvolvimento posterior que considera a questão tributária, Modigliani e Miller (1963) passam a considerar a relevância da estrutura de capital em virtude do imposto de renda. Resumidamente, os juros da dívida podem ser deduzidos na apuração do imposto de renda e essa economia tributária compensa o custo do endividamento.

Partindo da relevância da estrutura de capital, há o desenvolvimento de uma longa tradição de pesquisa que produziu teorias que buscam explicar as escolhas no financiamento corporativo. Um das teorias que possui presença expressiva nos trabalhos acadêmicos, sobretudo no eixo do Norte Global, é a Teoria *Trade-off*. Ela explica a definição das fontes de financiamento baseada na maximização do benefício fiscal. Ou seja, a empresa vai preferir o endividamento, porque os juros pagos poderão ser abatidos na apuração dos impostos. Dessa forma, a empresa preserva seus recursos internos e utiliza o capital de terceiros para se financiar e os impostos que teria que pagar sobre seus lucros são reduzidos para compensar os juros pagos aos credores, ou seja, uma economia tributária.

O que ocorre é que conforme o endividamento aumenta, também se elevam os juros cobrados pelos credores e o risco de falência da entidade. Até que em certo ponto, o benefício fiscal é totalmente igualado ao custo da dívida e, a partir daí não haverá mais benefício incremental. Esse limite representa o ponto ótimo que as empresas deveriam perseguir, conforme a Teoria *Trade-off*. Se endividar abaixo desse ponto seria subalavancar o valor da empresa e não seria racional. Há também a versão dinâmica da Teoria *Trade-off*, para a qual o ponto ótimo não é fixo no tempo (Leary; Roberts, 2005; Myers, 2003; Scott, 1977).

Outra teoria notória na pesquisa científica é a Teoria *Pecking Order*. Sendo uma das teorias mais aplicadas em mercados em desenvolvimento, como no caso brasileiro, tanto para grandes empresas como *startups* (Teixeira *et al.*, 2025; Souza; Sardeiro; Silva, 2022). A teoria não privilegia o uso do endividamento como forma prioritária de financiamento. Na verdade, a empresa utilizaria primeiro os seus recursos internos, isto é, suas reservas e fluxo de caixa. Esses recursos já estão disponíveis na companhia para serem utilizados (Myers; Majluf, 1984; Myers, 1984).

Chegará o momento em que os recursos próprios não serão suficientes para financiar os projetos de investimento e arcar com a manutenção da companhia. Neste momento, a firma irá se utilizar do endividamento como segunda fonte prioritária de recursos. O endividamento é preterido aos fundos internos devido ao custo envolvido na dívida, uma vez que os credores irão cobrar o valor emprestado (principal) e um prêmio pelo custo de oportunidade e risco (os juros da dívida). Quando nem o endividamento for suficiente para financiar a organização, aí haverá a emissão das ações que possui um maior custo informacional, já que a empresa terá que divulgar seus dados ao amplo grupo de investidores do mercado. Dessa forma, a Teoria *Pecking order* apresenta essa ordem de preferência da gestão para financiar a corporação (Myers; Majluf, 1984; Myers, 1984).

Há ainda a perspectiva da dívida como um dispositivo de monitoramento e controle da gestão: o efeito disciplinador da dívida como um mecanismo de governança corporativa. Com a separação entre a propriedade e o controle, o principal (acionistas) passam a contratar um agente (gestores) para administrar a empresa em prol dos interesses dos proprietários. A expectativa é que o agente paute suas ações em preservar o interesse dos acionistas, maximizando o valor e a lucratividade da empresa (Jensen; Meckling, 1976).

Nem sempre a ação do gestor é no melhor interesse dos acionistas, o que incorre em um desalinhamento de expectativas: o conflito de agência. O agente pode utilizar a influência, prestígio e até os recursos da companhia para obter vantagens pessoais e ganhos indevidos, sendo comum a priorização de decisões com efeitos restritos ao curto prazo. Em virtude disto,

as firmas passam a adotar uma série de mecanismos de governança corporativa para monitorar e controlar os atos do agente (Jensen; Meckling, 1976).

Dentre esses mecanismos emerge os credores, que para emprestarem recursos exigem a disponibilização de informações completas para realizar a avaliação do crédito. Reduzir a assimetria informacional é crucial para a obtenção do crédito e as instituições credoras possuem *expertise* para monitorar as companhias, impactando diretamente na captação de recursos futuros. Outra vantagem da dívida é reduzir os fluxos de caixa livres disponíveis para os gestores, já que os valores obtidos estariam direcionados aos projetos de investimento. Além disso, a adoção de melhores práticas de governança contribuem para elevar a confiança na empresa, contribuindo para captar recursos no mercado acionário (Ramos; Santos; Vasconcelos, 2024; Oliveira; Raeder; Marques, 2022; Ribeiro; Souza, 2022; Harris; Raviv, 1991; Jensen, 1986).

Emergiu uma teoria dedicada a explicar o comportamento de compra e recompra de ações: a Teoria *Market timing*. Nesta concepção, a empresa se aproveita de oportunidades diante da precificação do mercado. A companhia irá vender suas ações quando considera que estas estão supervalorizadas no mercado e irão recomprar os papéis quando o mercado estiver subavaliando. A diferença com esses movimentos de compra e venda possibilitam um ganho adicional de recursos na companhia. Evidentemente, o comportamento oportunista de mercado também impactará no nível de endividamento: se a empresa recompra ações, ela terá que se endividar mais para financiar seus projetos e *vice-versa* (Souza; Sardeiro; Silva, 2022; Mendes; Basso; Kayo, 2009; Baker; Wurgler, 2002).

Essas teorias têm em comum o fato de defenderem o endividamento como uma fonte de recursos valiosa para as empresas, seja de forma prioritária ou como uma fonte reserva. De fato, a dívida é dotada de vantagens como a relativa velocidade para reforçar o caixa da companhia, a compensação no momento da apuração do imposto de renda, a atuação dos credores como monitores da gestão e a restrição dos fluxos de caixa sob discricionariedade da gestão (Deb; Banerjee, 2015; Binsbergen; Graham; Yang, 2010; Harris; Raviv, 1991; Kraus; Litzenberger, 1973).

Além do desenvolvimento de teorias, a pesquisa em estrutura de capital também avança com os testes empíricos. Uma dessas linhas é o desenvolvimento de pesquisas que buscam identificar fatores determinantes para a estrutura de capital, ou seja, atributos que influenciem a escolha das fontes de financiamento, tais como o tamanho da empresa, o grau de tangibilidade, a lucratividade, o setor empresarial, o ciclo de vida da empresa, fatores ao nível de país e ambiente legal. Assim como há uma linha de pesquisas que investiga a relação da estrutura de capital com outras temáticas, como a governança corporativa, a estrutura de propriedade, a responsabilidade social corporativa, entre outros (Fukui; Milton; Schonlau, 2023; Dantas; Oliveira, 2021; Rajan; Zingales, 1995; Titman; Wessels, 1988).

Conforme uma temática cresce em produção, há a necessidade de sintetizar o que os achados dessas pesquisas vem indicando. Para isso, é de grande valia o uso das técnicas bibliométricas, as quais possibilitam quantificar os atributos destas pesquisas, verificar a aderência às leis bibliométricas e apontar direções para pesquisas futuras (Romanelli et al., 2021; Rousseau; Rousseau, 2021). Em estrutura de capital não seria diferente, já há um contingente de pesquisas bibliométricas sobre o tema, conforme apresentado no Quadro 1.

Quadro 1: Estudos bibliométricos sobre estrutura de capital no Brasil

	Título	Amostra	Dados	Resultados
Coelho <i>et al.</i> (2013)	Estrutura de capital: um estudo bibliométrico em produções do Brasil e do Exterior	42 artigos, entre 2000 e 2008, classifica-dos como 'A' no Qualis	Periódicos. Produção anual. Número de autores por artigo. Autores mais prolíficos. Instituição de afiliação dos autores. Teorias.	A revista que mais publicou artigos foi a RAUSP: Revista de Administração. A produção é crescente. O ano de 2007 foi o que teve o maior número de publicações. Os autores colaboram em duplas e trios. O autor mais prolífico foi Rubens Famá (6 artigos). A Universidade de São Paulo (USP) e a Mackenzie são as instituições mais proeminentes. 22 artigos mencionam alguma teoria de estrutura de capital. A Teoria <i>Pecking order</i> é a mais representativa.
Nakamura, Jones e Nakamura (2017)	Panorama da produção científica brasileira sobre estrutura de capital e as principais teorias abordadas: um estudo bibliométrico	16 artigos, entre 2009 e 2015, classifica-dos como 'A' no Qualis	Periódicos. Produção anual. Número de autores por artigo. Autores mais prolíficos. Teorias.	A revista que mais publicou artigos foi a Contabilidade & Finanças. O ano de 2009 foi o de maior produção. A tendência é que os artigos sejam escritos em duplas. O autor mais produtivo foi Wilson Nakamura (3 artigos). O Modelo de Modigliani e Miller, as teorias de <i>Trade-off</i> e <i>Pecking Order</i> foram utilizadas em 13 artigos. Um artigo não mencionou nenhuma teoria.
Alves e Crisóstomo (2018)	Perfil da pesquisa em estrutura de capital no Brasil	102 artigos, entre 2001 e 2017, disponíveis no Portal de Periódicos Capes	Periódicos. Lei de Lotka em revistas. Qualidade da revista, segundo Qualis/ Capes. Produção anual. Autores por artigo. Autores mais prolíficos. Lei de Lotka para autores. Instituição de afiliação. Lei de Lotka para instituições de afiliação dos autores. Palavras-chave. Referências.	A revista que mais publicou artigos foi a Contabilidade & Finanças. A Lei de Lotka revela concentração da produção em poucas revistas. Os artigos vêm sendo publicados em periódicos de alto Qualis. A produção anual é crescente, com picos em 2009 e 2015. A maioria dos artigos foi escritos em duplas. O autor mais produtivo foi Wilson Nakamura (13 artigos). A Lei de Lotka não revela concentração em poucos autores. A USP foi a instituição mais representativa. Há concentração de produção em poucas instituições de afiliação de autores. As palavras-chave mais utilizadas foram 'estrutura de capital' e 'endividamento'. Em média, há 35 referências por artigo, sendo a maioria internacionais (64%).

Ribeiro et al. (2019)	Estrutura de capital: bibliometria sobre a produção científica brasileira no período 2007-2016	45 artigos, entre 2007 e 2016, classifica-dos como 'A' no Qualis	Periódicos. Produção anual. Autores mais prolíficos. Instituição de afiliação dos autores. Teorias.	A revista que mais publicou artigos foi a Contabilidade & Finanças. O ano de 2009 foi o mais produtivo. Não se identificou evolução da produção ao longo do tempo. A maioria dos autores era doutores (66) ou mestres (33). O autor mais produtivo foi Wilson Nakamura (5 artigos). A USP foi a principal instituição. A principal teoria foi <i>Pecking Order</i> .
Teixeira et al. (2020)	Análise bibliométrica das publicações nacionais de 2008 a 2016 sobre estrutura de capital	50 artigos, de 2008 e 2016, da SPELL, escritos em português, com revistas classifica-das como 'B1' ou superior no Qualis.	Periódicos. Produção anual. Número de autores por artigo. Gênero dos autores. Instituição de afiliação dos autores. Metodologia. Temáticas. Teorias.	A revista que mais publicou foi a Contabilidade & Finanças. O ano de 2009 foi o mais produtivo. Os autores colaboram em duplas. Predomina o gênero masculino. A USP foi a principal instituição. A maioria dos artigos é teórico-empírico (96%), quantitativo (96%) e utiliza dados em painel (46%). O tema central é o estudo dos 'determinantes da estrutura de capital' (11 artigos). 24 artigos fizeram uso de alguma teoria. Destaque para a <i>Pecking order</i> .
Zancan et al. (2025)	Quarenta anos de estrutura de capital em instituições financeiras: o que a literatura diz a respeito?	45 artigos entre 1979 e 2022, de revistas com fator de impacto Q1 na Scopus e Web of Science	Periódicos. Produção anual. Artigos mais citados. Contexto de países analisados. Temáticas. Dados utilizados. Resultados.	A revista que mais publicou foi a Journal of Banking and Finance. 2020 foi o ano de maior produção. O artigo mais citado foi Froot e Stein (1998) com 335 menções. Sobre ao contexto, a maioria dos artigos não aborda especificamente o país de origem dos dados, mas quando abordado contém informações de países desenvolvidos. A temática central são os determinantes da estrutura de capital. A principal fonte são as bases de dados, que são geralmente analisadas por análises estatísticas. Quanto aos resultados, a maioria dos artigos traz novas conclusões.

Fonte: Elaborado pelos autores (2026).

Pode-se observar que os artigos cumpriram o padrão comum a estudos bibliométricos, ao apresentarem indicadores de desempenho (volume de produção, autorias e citações) e algumas análises de redes. Contudo, esses resultados estão mais concentrados em apresentar um panorama da pesquisa já desenvolvida, quase como uma prestação de contas. Discussões que revelem oportunidades de avanço para a pesquisa em estrutura de capital ainda são escassas em uma temática que é pesquisada há mais de sete décadas e continua produzindo pesquisas. A exceção de Zancan et al. (2025) que traz recomendações para novos estudos, embora não tenha dedicado uma subseção para analisar as sugestões para estudos futuros nos artigos amostrados

3 METODOLOGIA

Os dados desta pesquisa foram coletados em duas bases de dados científicas de reconhecido prestígio internacional: a *Web of Science* (WoS) e a *Scopus*. Essas bases concentram milhares de revistas científicas, cobrindo as diversas áreas do conhecimento e são amplamente utilizadas em estudos bibliométricos prévios. Além disso, utilizar mais de uma base é importante para atender a um princípio bibliométrico de maximizar a varredura dos artigos. Embora se tenham mais artigos repetidos entre as bases, a consulta em duas bases visa reduzir a quantidade de trabalhos não alcançados pela varredura (Birkle et al., 2020; Khan et al., 2022; Prancutė, 2021). O Quadro 2 apresenta as *strings* de busca para cada uma das bases.

Quadro 2 - *Strings* de busca usadas na WoS e Scopus

Base	String
WoS	(ALL=("estrutura de capital") OR ALL=("capital structure") OR ALL=("estructura de capital")) AND CU=("Brazil") AND PY=(2001 OR 2002 OR 2003 OR 2004 OR 2005 OR 2006 OR 2007 OR 2008 OR 2009 OR 2010 OR 2011 OR 2012 OR 2013 OR 2014 OR 2015 OR 2016 OR 2017 OR 2018 OR 2019 OR 2020 OR 2021 OR 2022 OR 2023 OR 2024 OR 2025)
Scopus	TITLE-ABS-KEY ("capital structure") OR TITLE-ABS-KEY ("estrutura de capital") OR TITLE-ABS-KEY ("estructura de capital") AND PUBYEAR > 2000 AND PUBYEAR < 2026 AND (LIMIT-TO (DOCTYPE , "ar")) AND (LIMIT-TO (AFFILCOUNTRY , "Brazil"))

Fonte: Elaborado pelos autores (2026).

Esta busca retornou 143 trabalhos na WoS e 138 na Scopus, escritos por pelo menos um autor brasileiro, entre 2001 e 2025. A consulta nas bases ocorreu até 16 de janeiro de 2026. Deste universo de materiais foram descartados 64 por serem materiais repetidos, 3 por não serem artigos de periódicos, 40 por não tratarem da temática de estrutura de capital, 4 por não serem escritos por nenhum autor brasileiro, 3 por serem artigos bibliométricos e 1 artigo por não ter a versão completa nas bases.

Os trabalhos foram exportados nos formatos .csv (da base *Scopus*) e .bib (da WoS), incluindo os dados completos dos artigos. Os dois *outputs* nos formatos .csv e .bib foram mesclados através do pacote Bibliometrix, disponível no *software* RStudio. Utilizou-se esse pacote em R por ser projetado especificamente para pesquisas bibliométricas e ser largamente utilizado em estudos prévios (Aria; Cuccurullo, 2017; Dantas; Oliveira, 2021; Büyükkidik, 2022; Khan et al., 2022). Após fundidos, o conjunto de dados dos 166 artigos da amostra foi exportado em formato .rds para importação na ferramenta *biblioshiny*, no RStudio, e correção de metadados que vieram com inconsistências das bases (como preposições que apareciam como se fossem os sobrenomes dos autores).

O conjunto de dados foi analisado por intermédio de tabelas de contagem, proporções e gráficos (técnicas de análise descritivas). Especificamente, as análises são de dois tipos: (1) análises de desempenho, (2) análise das sugestões para estudos futuros. A análise do desempenho apresenta o aspecto clássico da bibliometria, como a produção anual, as revistas, os autores mais produtivos, gênero dos autores mais prolíficos, quantidade de autores por artigo e as instituições de afiliação dos autores mais representativas.

Adicionalmente, investigou-se o referencial teórico para identificar as teorias mais utilizadas, assim como Coelho et al. (2013), Nakamura, Jones e Nakamura (2017), Ribeiro et al. (2019) e Teixeira et al. (2020). Foram analisados, assim como Zancan et al. (2025), o contexto (ao nível de setor e não de país) e ao método (método estatístico utilizado).

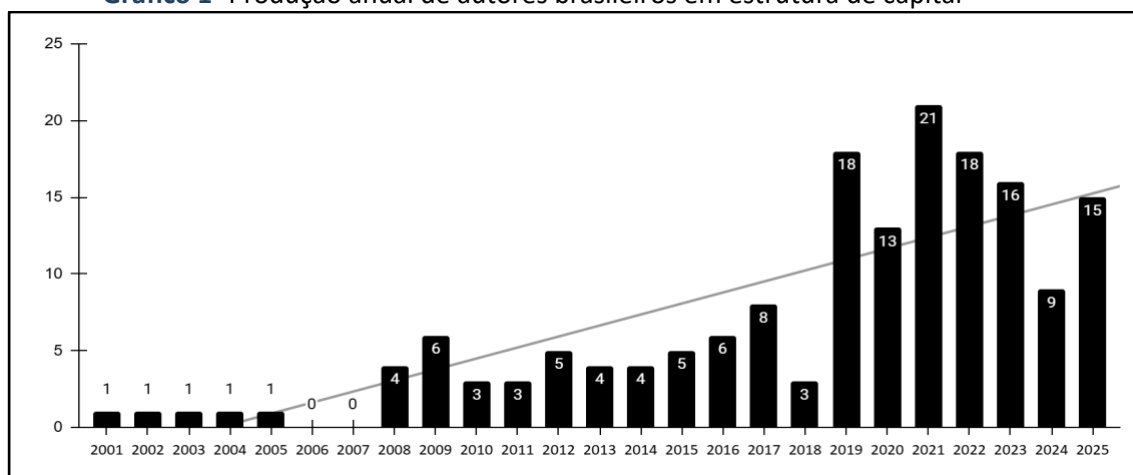
Quanto à análise de sugestões para estudos futuros, este artigo atuou em duas frentes. A primeira delas se refere à identificação de quais artigos mencionam oportunidades para

desenvolvimento de novas pesquisas e quais são essas sugestões explícitas dadas pelos artigos da amostra. A segunda frente é relacionada a uma análise crítica sobre as sugestões que os artigos brasileiros deixam de fornecer comparativamente ao que se observa em estudos internacionais.

4 RESULTADOS

Os resultados iniciam com a apresentação de indicadores bibliométricos clássicos. A produção científica brasileira sobre estrutura de capital vêm seguindo uma tendência de crescimento (taxa anual de crescimento de 11,94%), ao longo dos 25 anos acompanhados, corroborando os resultados encontrados em Coelho *et al.* (2013) e Alves e Crisóstomo (2018). É possível observar que os últimos anos são os mais representativos, sendo que o pico da produção ocorreu em 2021, conforme Gráfico 1.

Gráfico 1- Produção anual de autores brasileiros em estrutura de capital



Fonte: Elaborado pelos autores (2026).

A tendência de crescimento é uma primeira pista sobre o futuro da pesquisa em estrutura de capital. De fato, a temática é pesquisada há várias décadas e continua despertando o interesse de pesquisadores, sobretudo no período mais recente. Esse engajamento pode repercutir na presença massiva de algumas instituições e autores. Diante disso, o Quadro 1 apresenta as instituições de afiliação de autores mais relevantes e os pesquisadores mais prolíficos.

Quadro 1- Indicadores bibliométricos de afiliação e autores

Instituição de afiliação	Artigos	Autores	Artigos
Universidade de São Paulo	85	Tatiane Albanex	9
Universidade Federal de Minas Gerais	27	Eduardo Kayo	8
Universidade Presbiteriana Mackenzie	27	Mauricio Valle	8
Universidade Federal do Rio de Janeiro	19	Wilson Nakamura	7
Universidade Regional de Blumenau	18	Paulo Terra	7

Fonte: Elaborada pelos autores (2026).

De um total de 133 instituições, a Universidade de São Paulo (USP) foi a que teve mais autores afiliados publicando, em concordância com o que foi encontrado por Coelho *et al.* (2013), Alves e Crisóstomo (2018), Ribeiro *et al.* (2019) e Teixeira *et al.* (2020). As demais

instituições estão sediadas no eixo Sul-Sudeste brasileiro, exceto a Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG) que divide a segunda colocação no *ranking* de produção. Sobre os autores, a Dra. Tatiane Albanez figurou como a mais prolífica dentre 384 cientistas, um resultado diferente do encontrado nos estudos anteriores, como em Coelho et al. (2013), Nakamura, Jones e Nakamura (2017), Alves e Crisóstomo (2018), Ribeiro et al. (2019). Essa discordância pode se dever ao fato da presente pesquisa compreender um período mais recente, quando a pesquisa da Dra. Albanez destaca-se em visibilidade nas bases internacionais. Contudo, ainda se observa que o gênero masculino é mais presente no pódio dos autores, em linhas com o observado por Teixeira et al. (2020).

A presença de uma universidade fora do sul brasileiro e uma pesquisadora mulher no topo da produção revela que a dinâmica da pesquisa brasileira vêm avançando quanto à descentralização da produção. É preciso reconhecer que a pesquisa científica progride com as parcerias e identificar os centros de estudos permite que cientistas de outras instituições possam firmar parcerias ou identificar fontes ativas e atuais para embasar seus estudos. A respeito das parcerias, esta pesquisa identificou que os autores, em média, desenvolvem os artigos em trios e a colaboração internacional foi presente em 8,4% dos estudos.

Investigou-se quais são os principais periódicos sobre estrutura de capital, conforme o Quadro 2. O periódico que se destacou foi a Revista de Administração Mackenzie em termos de artigos publicados com autores brasileiros. A listagem das revistas que mais publicaram artigos indica caminhos para publicações futuras de duas formas: (1) indicando canais que são mais receptivos aos artigos e (2) é possível inferir quais periódicos de impacto ainda não estão sendo visados pelos autores brasileiros.

Além disso, foram identificados quais os *journal* que produziram os artigos mais citados pelos pesquisadores nacionais. O resultado apontou que a lista é encabeçada por periódicos internacionais, em especial o The Journal of Finance (314 artigos citados nos estudos brasileiros da amostra). O que aponta os canais mais relevantes que podem ser estudados e disputados por autores nacionais.

Quadro 2 - Principais periódicos em estrutura de capital

Periódicos que publicaram	Artigos	Periódicos mais citados	Artigos
Revista de Administração Mackenzie	15	The Journal of Finance	434
Revista Contabilidade & Finanças	10	Journal of Financial Economics	314
Revista Evidenciação Contábil & Finanças	8	American Economic Review	154

Fonte: Elaborada pelos autores (2026).

Um avanço analítico que envolveu a leitura humana do conteúdo de cada um dos artigos da amostra foi a identificação das teorias mais mencionadas nos artigos. Foram identificadas 382 menções a alguma teoria nos artigos. Destas, as mais frequentes foram as teorias *Pecking order* (62 menções), *Agência* (56), *Trade-off* (56) e *Market timing* (32). De fato, são teorias centrais sobre estrutura de capital, embora existam outras teorias que buscam explicar as decisões envolvidas no financiamento corporativo. Foram identificados 21 artigos que não mencionaram nenhuma teoria, sendo 4 deles publicados no ano mais recente (2025).

No aspecto metodológico, a maioria dos artigos realiza alguma análise empírica (116 artigos), o contexto da amostra dos trabalhos compreende vários setores da economia simultaneamente (125) e analisam os dados por intermédio da estatística descritiva (127) e da regressão (143), especialmente a regressão com dados em painel (67). Percebeu-se que os anos mais recentes tiveram uma maior variedade de técnicas de análise de dados, incluindo técnicas de aprendizado de máquina, *Difference-in-Differences*, equações estruturais, modelo de Markov e modelos logísticos. Essa variedade se deve tanto aos objetivos dos trabalhos quanto à

necessidade de realizar testes de robustez (testando conjunto de dados com diferentes técnicas para verificar a consistência dos resultados). Por fim, esta pesquisa realizou análise das sugestões para estudos futuros que os artigos da amostra indicaram, conforme Tabela 1.

Tabela 1 - Sugestões para estudos futuros em estrutura de capital

Sugestão	Ocorrências	%	% acumulado
Incluir variáveis	72	29%	29%
Aumentar amostra	47	19%	48%
Sem sugestões	45	17%	82%
Replicação	42	17%	64%
Outros métodos	26	10%	92%
Outros setores	18	7%	99%
Outras teorias	2	1%	100%
Total	250	100%	

Fonte: Elaborada pelos autores (2026).

Esse segmento de texto geralmente aparece como um dos últimos parágrafos dos artigos e revela as oportunidades de avanço na temática. O caminho natural que os estudos indicam é a inclusão de mais variáveis nos estudos futuros. A indicação é que podem ser utilizadas variáveis macroeconômicas (quando da análise de vários países), setoriais, verificar o efeito de outros atributos corporativos (como adoção de mecanismos de governança corporativa, estrutura de propriedade, política de dividendos ou práticas de sustentabilidade) ou variáveis já conhecidas da literatura, mas que não foram usadas no artigo (como outras métricas para endividamento e seus diferentes tipos ou outras medidas de desempenho, por exemplo).

A segunda sugestão apresentada pelos artigos é o aumento da amostra. Isso é possível de algumas formas, como acompanhar as empresas por um maior período ou incluir amostras de outras países. Há estudos que se dedicaram a investigar um único setor da economia; naturalmente, a inclusão de outros setores que não foram investigados nas pesquisas também foi um caminho apontado por 18 artigos.

Foram identificados 43 artigos que não indicaram nenhuma sugestão explícita. Embora sejam publicados em algumas revistas internacionais fora da área de Finanças, há também artigos presentes em revistas especializadas da área. Sendo 15 (33,33%) deles publicados nos últimos cinco anos e apenas 7 (15%) nos primeiros anos da série de dados. O que sugere que esse comportamento vem crescendo. Se cada vez menos artigos mencionam direções para pesquisas futuras, os pesquisadores interessados na temática precisam identificar as lacunas a partir de uma leitura crítica de que pontos os artigos não cobriram, assim como da leitura de trabalhos bibliométricos ou de revisão sistemática que fizeram essas investigações de *gaps*.

Há estudos que recomendaram a replicação da metodologia dos artigos em outros contextos. Essa possibilidade permite confrontar os achados futuros com o que já se foi descoberto até então. E, menos expressivamente, há as indicações de utilizar outros métodos (quase em sua totalidade, outros modelos estatísticos ou de programação) e se fundamentar em outras teorias (que menos artigos ainda fazem essa recomendação).

Além das sugestões explícitas, também é válido identificar as oportunidades que não foram mencionadas pelos artigos ou que foram pouco mencionadas. As quais podem indicar direções para o futuro da pesquisa em estrutura de capital, diante da crescente quantidade de artigos, cada vez mais diversos, e disputando um espaço nas mais prestigiadas revistas.

Um caminho pouco sugerido nos estudos e já iniciado na pesquisa internacional é a investigação das três decisões financeiras simultaneamente. Isto é, a política de investimento, endividamento e de dividendos. Espera-se que essas decisões se influenciem e uma pesquisa nesse sentido possui alto potencial de impacto no meio científico. Outra oportunidade se

relaciona aos casos extremos de dívida. Nesta investigação, nenhum dos artigos sugeriu estudar as empresas de dívida-zero (um fenômeno crescente que desafia as atuais teorias dominantes em estrutura de capital). Além disso, há as empresas altamente endividadas que é um caso interessante para investigação.

Uma possibilidade já iniciada na amostra atual, mas ainda pouco explorada nos artigos brasileiros é o uso de modelos preditivos de aprendizagem de máquinas e o desenvolvimento de inteligência artificial voltadas à pesquisa em estrutura de capital. Essas possibilidades podem ser comparadas com técnicas tradicionais para explicação das decisões de financiamento. Metodologicamente, há tipos de pesquisas que podem ser desafiadores e por isso, promissores, como realizar *surveys* interrogando diretamente executivos sobre o que influencia suas decisões de financiamento, assim como investigar entidades menos usuais: empresas não listadas em bolsa, pequenos negócios, empresários individuais, sociedades sem fins lucrativos, organizações ligadas a esporte ou religiões, entre outros.

5 CONCLUSÃO

Este estudo analisou a produção brasileira sobre estrutura de capital, valendo-se de 166 artigos publicados no período de 2001 a 2025, preenchendo uma lacuna na literatura ao focar não apenas em indicadores de desempenho bibliométrico, mas também nas sugestões para o futuro da área. A pesquisa demonstrou que, apesar de ser um tema explorado há mais de sete décadas, o interesse acadêmico no Brasil mantém uma trajetória de crescimento (com uma taxa anual de 11,94%).

Os resultados revelaram a predominância da Universidade de São Paulo (USP) como o principal centro de pesquisa no país. No âmbito da autoria, observou-se uma evolução na dinâmica de gênero, com a Dra. Tatiane Albanez figurando como a pesquisadora mais prolífica, embora o gênero masculino ainda prevaleça nos pesquisadores do topo da produção científica nacional. Além disso, identificou-se que a colaboração internacional ainda é restrita, presente em apenas 8,4% dos estudos analisados.

No que concerne aos aspectos teóricos, as teorias *Pecking Order*, *Agência* e *Trade-off* foram as principais fundamentações das investigações brasileiras, embora existam artigos que não citaram nenhuma teoria explicitamente. Metodologicamente, a pesquisa brasileira é principalmente empírica e quantitativa, com o uso predominante de regressões com dados em painel. Contudo, nota-se uma abertura recente para outras técnicas, como aprendizado de máquina, *Difference-in-Differences*, equações estruturais, modelo de Markov e modelos logísticos, sugerindo um dinamismo técnico dos pesquisadores.

A análise das sugestões para trabalhos futuros destaca que a maioria dos autores recomenda a inclusão de novas variáveis (29%) e o aumento do tamanho das amostras (19%). Além disso, este estudo aponta caminhos menos explorados e de alto potencial de impacto, como a investigação simultânea das decisões de investimento, financiamento e dividendos, o estudo de empresas com 'dívida-zero' e a aplicação de inteligência artificial na predição da estrutura de capital. Também há uma oportunidade clara para pesquisas qualitativas e *surveys* que interroguem diretamente os executivos financeiros.

Em suma, o futuro da pesquisa em estrutura de capital no Brasil parece um horizonte promissor. Os artigos mais recentes estão se valendo de uma diversidade de técnicas, objetivos e aplicações, o que propicia o desenvolvimento de novas abordagens de pesquisa e ingresso de outros cientistas. A inserção definitiva de pesquisadores brasileiros no debate global pode ser intensificada com a exploração de novos contextos, como pequenos negócios, entidades sem fins lucrativos e eventos extremos de dívida. Também é válida a adoção de abordagens que considerem a complexidade e a interdependência das políticas financeiras corporativas.

REFERÊNCIAS

ABON, J.; BOKPIN, G. A. Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy: evidence from emerging markets. **Studies in Economics and Finance**, v. 27, n. 3, p. 180-194, 2010.

ALVES, F. I. A. B.; CRISÓSTOMO, V. L. Perfil da pesquisa em estrutura de capital no Brasil. **Observatorio de la Economía Latinoamericana**, v. 10, p. 1-16, 2018.

ARIA, M.; CUCCURULLO, C. Bibliometrix: an R-tool for comprehensive science mapping analysis. **Journal of Informetrics**, v. 11, n. 4, p. 959-975, 2017.

BAJAJ, Y.; KASHIRAMKA, S.; SINGH, S. Application of capital structure theories: a systematic review. **Journal of Advances in Management Research**, v. 18, n. 2, p. 173-199, 2021.

BAKER, M.; WURGLER, J. Market timing and capital structure. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 1, p. 1-32, 2002.

BARBIERI; L. A. C.; WEILER, T. K. R. Fundraising and the impact of debt on the value of large companies: analysis of financing options and their effects on market value and corporate risk. **Contabilidade em Pauta**, v. 8, n. 1, p. 01-09, 2024.

BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; BASSO, L. F. C. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, p. 47-77, 2009.

BINSBERGEN, J. H. V.; GRAHAM, J. R.; YANG, J. The cost of debt. **The Journal of Finance**, v. 65, n. 6, p. 2089-2136, 2010.

BIRKLE, C. *et al.* Web of Science as a data source for research on scientific and scholarly activity. **Quantitative Science Studies**, v. 1, n. 1, p. 363-376, 2020.

BÜYÜKKIDIK, S. A bibliometric analysis: a tutorial for the bibliometrix package in R using IRT literature. **Eğitimde ve Psikolojide Ölçme ve Değerlendirme Dergisi**, v. 13, n. 3, p. 164-193, 2022.

COELHO, A. L. D. A. L. *et al.* Estrutura de capital: um estudo bibliométrico em produções do Brasil e do Exterior. **Revista de Informação Contábil**, v. 7, n. 1, p. 73-93, 2013.

DANTAS, L. A. de O.; OLIVEIRA, E. C. de. Revisão sistemática sobre a aplicabilidade dos modelos de Trade-off e Pecking order na estrutura de capitais: um estudo bibliométrico utilizando o software RStudio. **FTT Journal of Engineering and Business**, v. 7, p. 28-48, 2021.

DEB, S. G.; BANERJEE, P. Equity performance of zero-debt firms vis- à-vis their leveraged counterparts. **Global Business Review**, v. 16, n. 5, p. 800-811, 2015.

DURAND, D. Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. *In*: Conference on Research in Business Finance. **NBER**, p. 215-262, 1952.

- FUKUI, T.; MITTON, T.; SCHONLAU, R. Determinants of capital structure: An expanded assessment. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 58, n. 6, p. 2446-2488, 2023.
- GAJDOSIKOVA, D.; VALASKOVA, K. A systematic review of literature and comprehensive bibliometric analysis of capital structure issue. **Management Dynamics in the Knowledge Economy**, v. 10, n. 3, p. 210-224, 2022.
- GIBIN, V. P. et al. Determinantes da estrutura de capital de empresas do agronegócio no mercado acionário brasileiro. **Revista Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 42, n. 1, p. 53-68, 2023.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. **Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297-355, 1991.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-32, 1986.
- KHAN, A. *et al.* A bibliometric review of finance bibliometric papers. **Finance Research Letters**, v. 47, p. 1-9, 2022.
- KRAUS, A.; LITZENBERGER, R. H. A state-preference model of optimal financial leverage. **The Journal of Finance**, v. 28, n. 4, p. 911-922, 1973.
- LEARY, M. T.; ROBERTS, M. R. Do firms rebalance their capital structures? **The journal of finance**, v. 60, n. 6, p. 2575-2619, 2005.
- MACEDO, L. M. de *et al.* O impacto da emissão de debêntures sobre o valor de ações negociadas na B3. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 11, n. 3, p. 43-64, 2023.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.
- MYERS, S. C. Financing of corporations. In G. Constantinides, M. Harris; R. Stulz (Eds.), **Handbook of the Economics of Finance: Corporate Finance**. Amsterdam, North Holland: Elsevier, p. 215-253, 2003.
- MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 574-592, 1984.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.
- NAKAMURA, E. A. M. V.; JONES, G. D. C.; NAKAMURA, W. T. Panorama da produção científica brasileira sobre estrutura de capital e as principais teorias abordadas: um estudo bibliométrico. **Revista de Administração de Roraima**, v. 7, n. 2, p. 310-330, 2017.

OLIVEIRA, R. R.; RAEDER, F.; MARQUES, J. A. V. da C. Relação entre governança corporativa e estrutura de capital: uma análise para as empresas do setor elétrico no Brasil. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 10, n. 2, p. 118-132, 2022.

PRANCKUTĖ, R. Web of Science (WoS) and Scopus: the titans of bibliographic information in today's academic world. **Publications**, v. 9, n. 1, p. 1-59, 2021.

RAMOS, R. S.; SANTOS, F. G. dos; VASCONCELOS, A. F. de. A influência da governança corporativa na estrutura de capital das pequenas e médias empresas. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 18, n. 2, p. 238-259, 2024.

RIBEIRO, J. E.; SOUZA, A. A. de. A governança corporativa afeta a estrutura de capital? evidências das empresas listadas na Brasil Bolsa Balcão no período 2010-2020. **Revista Universo Contábil**, v. 18, p. 1-22, 2022.

Ribeiro, J. E., *et al.* Estrutura de capital: bibliometria sobre a produção científica brasileira no período 2007-2016. **Revista de Administração da UEG**, v. 10, n. 2, p. 36-50, 2019.

ROMANELLI, J. P. *et al.* Four challenges when conducting bibliometric reviews and how to deal with them. **Environmental Science and Pollution Research**, v. 28, n. 43, p. 60448-60458, 2021.

ROUSSEAU, S.; ROUSSEAU, R. Bibliometric techniques and their use in business and economics research. **Journal of Economic Surveys**, v. 35, n. 5, p. 1428-1451, 2021.

SCOTT, J. H. Bankruptcy, secured debt, and optimal capital structure. **The journal of finance**, v. 32, n. 1, p. 1-19, 1977.

SOUZA, P. V. S de; SARDEIRO, L. da S. M.; SILVA, V. de C. P. Estrutura de capital de empresas brasileiras à luz das teorias do Trade-off, Pecking order e Market timing. **Revista UNEMAT de Contabilidade**, v. 11, n. 22, p. 99-120, 2022.

TEIXEIRA, F. de M. S *et al.* Estrutura de capital em startups: uma análise à luz das teorias de Trade-off e Pecking order. **Revista Aracê**, v. 7, n. 11, p. 1-18, 2025.

TEIXEIRA, L. C. *et al.* Análise bibliométrica das publicações nacionais de 2008 a 2016 sobre estrutura de capital. **Revista da Universidade Vale do Rio Verde**, v. 18, n. 1, p. 651-660, 2020.

WANG, D. H-M. Corporate investment, financing, and dividend policies in the high-tech industry. **Journal of Business Research**, v. 63, n. 5, p. 486-489, 2010.

ZANCAN, F. *et al.* Quarenta anos de estrutura de capital em instituições financeiras: o que a literatura diz a respeito? **Pensar Contábil**, v. 26, n. 93, p. 56-67, 2025.