**A FORMA DE FINANCIAMENTO DAS COMPANHIAS ABERTAS SOB OS PRESSUPOSTOS DA *PECKING ORDER THEORY* E *TRADE OFF THEORY***

THE FORM OF FINANCING OF LISTED COMPANIES UNDER THE ASSUMPTIONS OF THE *PECKING ORDER THEORY* AND *TRADE OFF THEORY*

**RESUMO**

**Objetivo**: Investigar o perfil de financiamento das companhias de capital aberto no Brasil listadas na BM&FBovespa, compreendendo o período de 2005 a 2015.

**Fundamento:** Teorias de finanças (*Pecking Order Theory* e *Trade Off Theory*) tentam explicar a política de financiamento adotada pelas companhias. Essas teorias sustentam a discussão referente à estrutura de capital e a forma de financiamento das companhias.

**Método:** Foi utilizada a metodologia proposta por Singh e Hamid (1992), que visa identificar como as companhias financiam seus investimentos. Foram utilizados dados do ativo total, passivo total, dividendos pagos e lucro líquido.

**Resultados:** Em relação às fontes primárias de financiamento,os resultados indicaram o autofinanciamento como principal fonte de financiamento das companhias, sendo o financiamento externo (endividamento) a segunda opção de financiamento, o que confirma a influência da *Pecking Order Theory*. Entretanto, ao se analisar as fontes secundárias de financiamento, o endividamento aparece como primeira opção, seguido pela emissão de ações. Assim, a *Trade Off Theory* aparece como mais adequada para explicar o contexto das companhias. Conclui-se que ambas teorias, podem ser utilizadas para se entender as formas de financiamentos escolhidas pelas companhias, o que corrobora com os achados de Kaveski et al (2015).

**Contribuições:** Este estudo traz um avanço na discussão a respeito da forma de financiamento das companhias abertas brasileiras, trazendo evidências de que as companhias brasileiras optam pelo autofinanciamento e posteriormente pelo financiamento externo o que confirma os pressupostos da *Pecking Order Theory.*

**Palavras chave:** Forma de financiamento. *Pecking Order Theory*. *Trade Off Theory*.

**ABSTRACT**

**Objective**: To investigate the financing profile of listed companies in Brazil listed on BM&FBovespa, comprising the period from 2005 to 2015.

**Background**: Finance Theories (*Pecking Order Theory* and *Trade Off Theory*) attempt to explain the funding policy adopted by the companies. These theories support the discussion regarding the capital structure and the form of financing of the companies.

**Method**: The methodology proposed by Singh and Hamid (1992) was used to identify how companies finance their investments. Total assets, total liabilities, dividends paid and net income were used.

**Results**: Regarding primary sources of financing, the results indicated self-financing as the main source of financing for the companies, with external financing (debt) being the second financing option, which confirms the influence of the *Pecking Order Theory*. However, when analyzing the secondary sources of financing, indebtedness appears as the first option, followed by the issuance of shares. Thus, *Trade Off Theory* appears to be best suited to explain the context of companies. It is concluded that both theories can be used to understand the forms of financing chosen by the companies, which corroborates with the findings of Kaveski et al (2015).

**Contributions**: This study brings a breakthrough in the discussion about the financing of Brazilian public companies, bringing evidence that Brazilian companies Opt for self-financing and later for external financing which confirms the assumptions of the *Pecking Order Theory.*

**Keywords**: Financing method*. Pecking Order Theory*. *Trade Off Theory*.

# 1 INTRODUÇÃO

Ao pensar sobre a forma de financiamento que as companhias utilizam para financiar seu crescimento e consequentemente sua estrutura de capital, sob uma visão mais geral, observa-se uma questão ainda sem resposta e sujeita a uma série de hipóteses que poderão ser confirmadas ou não, dependendo de características e contextos específicos. Isto é, mesmo com o auxílio de evidências de diversas pesquisas (Modigliani & Miller, 1958; Myers & Majluf, 1984; Harris & Raviv, 1991; Perobelli & Famá, 2002; Procianoy & Schnorrenberger, 2004; Albanez & Valle, 2009; Bastos & Nakamura, 2009; Padilha, Michels & Silva, 2015; Tani & Albanez, 2016) realizadas sob a estrutura de capital e/ou a forma de financiamento que as empresas adotam, observa-se uma variedade de resultados ora convergentes ora divergentes, motivados por contextos, características institucionais, sistema legal, países e períodos diferentes.

Singh (1995) reforça essa ideia ao sinalizar diferenças na determinação da forma de financiamento das companhias, provocadas por fatores como a estrutura tributária, custo de transação e arranjos institucionais diferentes.

Quanto às características institucionais, Nobes (1998); Farias e Farias (2012) sustentam que em países de cultura tipo 1, com forte *outsider equity* e contabilidade classe A, as companhias possuem forte influência de recursos de investidores na composição de seu capital, enquanto que, em países de cultura tipo 2, com fraco *outsider equity* e contabilidade classe B, as companhias possuem uma fraca presença de recursos de investidores na formação de seu capital, as quais buscam recursos, em sua maioria nos bancos.

Ball, Kothari e Robin (2000); Lopes e Walker (2008) defendem que o sistema legal que determinado país adota pode ajudar a entender a estrutura de capital ou a forma de financiamento que as companhias adotam, segundo os autores, países de características *common law* possuem tendência a ter em sua estrutura de capital uma maior frequência de recursos advindos do mercado de capitais, ou seja, de investidores. Enquanto que em países de características *code law*, as companhias possuem tendência a possuir em sua estrutura de capital uma maior frequência de recursos originários de bancos públicos e/ou privados.

Zysman (1983) discorre sobre três tipos de sistemas de financiamento. O primeiro é baseado em mercado de capitais, onde, quem financia as companhias é o investidor por ações. O segundo sistema financeiro é administrado pelos governos, sobre forma de crédito governamental, e o terceiro sistema é baseado no crédito das instituições financeiras. Silva (2015) comenta que no caso do Brasil, o país possui um sistema financeiro misto, baseado tanto no sistema financeiro das instituições quanto no sistema governamental.

Com a utilização de método similar de análise, porém em períodos, países e com amostras diferentes, os estudos de Singh (1995); Zonenschain (1998); Moreira e Puga (2000) evidenciaram resultados que ora mostraram-se convergentes e ora divergentes quanto à estrutura de financiamento das companhias.

Singh (1995) e Moreira e Puga (2000) por exemplo, sugerem que as empresas brasileiras dependem fortemente da geração de recursos internos para financiar o seu crescimento, o que diverge do estudo de Zonenschain (1998) no período de longo prazo 1989/1996, no qual, evidenciou que as empresas brasileiras possuem uma elevada participação de capital oriunda de emissões de ações.

Sendo assim, tais contradições deixam lacunas abertas ao se pensar à forma de financiamento das companhias, o que ressalta a importância de realizações de novos estudos.

Estudos mais recentes como o de Procianoy e Schnorrenberger (2004), Bastos e Nakamura (2009), Correa, Basso e Nakamura (2013), Padilha, Michels e Silva (2015) entre outros, aventuraram-se na discussão relacionada a fatores e determinantes de estrutura de capital das companhias abertas. Neste raciocínio, Perobelli e Famá (2002) comentam a importância dessa questão para a teoria de finanças, a qual levou ao desenvolvimento de várias proposições que buscavam estabelecer os possíveis fatores indutores da estrutura de capital das empresas.

De acordo com Albanez e Valle (2009) diversas teorias de finanças tentam explicar o que determina a política de financiamento adotada pelas companhias. Essas teorias sustentam a discussão referente à estrutura e capital e a forma de financiamento adotada pelas mesmas. Teorias que se iniciaram com o estudo de Modigliani e Miller (1958) passando por Jensen e Meckling (1976), Mayer (1984) e Mayer e Majluf (1984). Sendo que o presente estudo se sustentou nas teorias de *Pecking Order*, alimentada por uma hierarquia preferencial de fontes de financiamento, e *Trade Off* *Theory* no qual se discute a existência de uma estrutura de capital ótima, ambas as teorias de Mayer (1984) e Mayer e Majluf (1984).

Tendo como referência os estudos de Singh (1995), Zoneschain (1998) e Moreira e Puga (2000), no qual fizeram uso da metodologia proposta por Singh e Hamid (1992), questiona-se: houve alterações na forma de financiamento das companhias brasileiras de capital aberto? Dessa forma, esta pesquisa tem por objetivo principal investigar a forma de financiamento das companhias de capital aberto no Brasil listadas da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa), compreendendo o período de 2005 à 2015. É também objetivo complementar deste estudo, realizar uma análise comparativa com os resultados de estudos anteriores que abordaram a mesma temática e os mesmos procedimentos metodológicos baseados na *Pecking Order Theory* e na *Trade Off* *Theory*.

Dentre os trabalhos citados e que se assemelham a esta pesquisa encontra-se o de Correa, Basso e Nakamura (2013) que buscou analisar o nível de endividamento das maiores empresas brasileiras, à luz das teorias do *Pecking Order* e *Trade Off*. Outro estudo recente é o de Tani e Albanez (2016) no qual teve por objetivo verificar se a teoria do *Pecking Order* se aplica as decisões de financiamento de companhias abertas brasileiras que estão listadas em diferentes segmentos de governança corporativa da BM&FBovespa, e outros (Medeiros & Daher, 2005; Iquiapaza, Amaral & Araújo, 2008) no qual, relacionaram suas pesquisas às referidas teorias.

Além de dar continuidade às pesquisas referentes à estrutura de capital e à forma de financiamento, o presente estudo se diferencia dos anteriores, nos seguintes aspectos: o período (2005 a 2015) em que a amostra é coletada, a análise trimestral dos dados e a abrangência dos setores (num total de 21) do mercado de capitais brasileiro.

Assim, espera-se contribuir com o mercado das companhias abertas brasileiras no sentido de evidenciar se as mesmas estão optando pelo autofinanciamento, por emissão de dívidas ou por emissões de ações para financiar seu crescimento. Acredita-se que tal resultado também será útil para os investidores em conhecer a forma de financiamento das empresas, assim como para a academia poder relacionar e entender as teorias *Pecking Order* e *Trade Off* *Theory* no contexto das companhias brasileiras.

Este estudo também se justifica devido às divergências encontradas em estudos anteriores, constatando a necessidade de novas pesquisas para a temática abordada. Logo, torna-se relevante para a contribuição da área em questão.

O restante da pesquisa está estruturado na seguinte maneira. Na seção 2 são apresentadas revisões sobre temas que embasaram o estudo como: características institucionais brasileiras, mercado de capitais e teorias de finanças. Na seção 3 é apresentada a definição da amostra, e os procedimentos metodológicos utilizados, a seção 4 descreve os resultados obtidos, seguidos da seção 5 e 6 com as conclusões e referencias, respectivamente.

**2 REVISÃO DE LITERATURA**

Nesta seção são tratadas as características institucionais brasileiras, como sistema legal, sistema financeiro e contábil, e as teorias de finanças seminais, finalizando pela abordagem das teorias *Pecking Order* e *Trade Off* propostas por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984).

* 1. **Características Institucionais Brasileiras**

As características institucionais como o sistema legal, sistema financeiro e sistema contábil, são fatores determinantes para se compreender a estrutura de capital e a forma de financiamento das companhias de determinado país.

Silva (2015) discorre que, no caso específico do Brasil, o país sofre forte influência das características do mercado de crédito e de instituições financeiras, assim como das características do modelo legal *Code law.*

Partindo pela classificação do sistema legal, são identificados países com tradição do direito consuetudinário (*common law*), e países com tradição do direito romano (*Code law*). No sistema *Common law*, as práticas contábeis são determinadas principalmente pelo setor privado (Ball, Kothari & Robin, 2000). Dentre os países caracterizados por esse sistema, encontra-se: Austrália, Canadá, Reino Unido e Estados Unidos da América (EUA). De acordo com Costa, Lopes e Costa (2006), essa estrutura é menos regulamentada que as *Code law*, e possui um mercado de capitais bem desenvolvido.

No sistema *Code Law*, observa-se forte influência do governo na economia, a qual é norteada por um elevado grau de detalhamento de regras contábeis. Outras características comuns num contexto *Code Law* são: a concentração de poder na mão de poucos acionistas, a contabilidade se confunde com a área tributária e há menor demanda por informações públicas (Costa, Lopes & Costa, 2006).

Nesse sistema, além do Brasil, encontram-se também países como Alemanha, França e Japão. Lopes e Walker (2008) comentam que o Brasil é um típico país em desenvolvimento, onde as demonstrações financeiras não estão preparadas para informar os investidores, mas, para cumprir as exigências fiscais e outras exigências regulatórias.

Em relação ao sistema financeiro, Zysman (1983) identifica três tipos de sistemas. O primeiro se baseia em mercado de capitais, onde quem financia as companhias é o investidor por ações, este sistema é característica de países como EUA e Reino Unido. Albuquerque e Sicsú (2000) exemplificam que nesses países, é privilegiado o canal do financiamento direto via emissão de papéis (ações, debêntures, etc.) pela investidora, que busca captar os recursos do público poupador.

O segundo sistema financeiro é administrado pelos governos, sobre forma de crédito governamental, entre os países com esta característica está o Japão e França. Por fim, o terceiro sistema é baseado no crédito das instituições financeiras, dentre os países característicos está a Alemanha e Brasil.

Neste contexto, Silva (2015) ressalta que no caso do Brasil, a criação de bancos como Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES), Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil, dentre outros, faz com que se pense que o país possui um sistema financeiro misto, baseado tanto no sistema financeiro das instituições, quanto no sistema governamental. Sendo assim, se observa certa dificuldade em enquadrar o Brasil, exclusivamente em um dos sistemas financeiros indicados por Zysman (1983).

Albuquerque e Sicsú (2000) comentam que isso ocorre no Brasil porque o mercado de capitais e, especificamente o mercado de ações é pouco desenvolvido, assim como não existe uma vocação do sistema financeiro brasileiro para se transformar em um sistema de crédito em qualquer das versões destacadas na classificação de Zysman (1983).

Na classificação do sistema contábil financeiro de um país, foi desenvolvido por Nobes (1998) um modelo baseado ao nível de *outsider equity*. Conforme Silva (2015) *outsider equity* está relacionado com as características do sistema financeiro das companhias, as quais, segundo o autor, podem ter uma forte ou ampla participação de investidores no capital da empresa ou, ao contrário, uma fraca e restrita participação de investidores.

No modelo desenvolvido por Nobes (1998) é realizado uma classificação de países embasados conforme as características das companhias.

Tabela 1: Modelo desenvolvido por Nobes (1998).

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Países com cultura tipo1 | →Forte *outsider equity* | →Classe A – Contabilidade para investidores |
| Países com cultura tipo 2 →Fraco *outsider equity* | | →Classe B – Contabilidade para tributação e credores |

**Fonte.** Nobes (1998, p. 178).

Conforme a tabela 1, países com cultura tipo 1, apresentam uma ampla participação de investidores (Forte *outsider equity*), estes países possuem uma contabilidade caracterizada como Classe A, onde suas informações estão direcionadas aos investidores e potenciais investidores. Dentre os países que possuem forte *outsider equity*, encontra-se EUA, Austrália e Reino Unido. Já os países com cultura tipo 2, possuem fraca participação de investidores do mercado de capitais, ou seja, fraco *outsider equity*, além disso, possuem uma contabilidade caracterizada como Classe B, que está voltada para tributação e credores, dentre os países que possuem fraco *outsider equity*, encontram-se França, Alemanha e Itália.

É verdade que o Brasil a partir da Lei 11.638/07, de modo geral, adotou um padrão contábil baseado nas normas internacionais de contabilidade (IFRS) que, em tese, é um padrão para países de cultura tipo 1 e consequentemente, possuem uma forte participação de investidores financiando as empresas. Assim, passa-se a questionar se houveram alterações na hierarquia de financiamentos das companhias brasileiras, a partir dessa mudança de procedimentos contábeis (Silva, 2015; Farias & Farias, 2012).

* 1. **Teorias de finanças**

Quanto aos percussores das teorias de finanças, Durand (1952) indicou a existência de uma estrutura ótima de financiamento. Já Modigliani e Miller (1958) defendiam, sob certas condições a irrelevância da forma de financiamento das companhias. Tais afirmativas contraditórias fez com que estudos referentes à temática forma de financiamento das companhias, se tornassem cada vez mais discutidos em finanças corporativas.

Diversos estudos referentes a determinantes de estrutura de capital têm despertado interesse tanto de pesquisas internacionais quanto nacionais (Myers & Majluf, 1984; Myers, 1984; Perobelli & Famá, 2002; Procianoy & Schnorrenberger, 2004; Albanez & Valle, 2009; Bastos & Nakamura, 2009; Padilha, Michels & Silva, 2015).

De acordo com Brito, Corrar e Batistella (2007) essa discussão deu origem a um grande esforço de pesquisa centrado na busca dos aspectos que explicam a forma de como as companhias se financiam. Procianoy e Schnorrenberger (2004), Perobelli e Famá (2002) comentam que as teorias de finanças e as pesquisas internacionais indicam vários motivos para as decisões de políticas de financiamentos a serem adotadas.

São diversas as teorias que sustentam a presente discussão. Como comentado, Durand (1952) a exemplo, foi precursor na defesa da existência de uma estrutura ótima de financiamento. Modigliani e Miller (1958) defendiam que, sob certas premissas restritivas, a estrutura de capital das companhias é irrelevante para o valor das mesmas. Ressalta-se que esta afirmativa foi reconsiderada em estudos posteriores pelos mesmos autores. Jensen e Meckling (1976) defendem que a estrutura ótima de capital é aquela que minimiza o custo da agência, assim, desenvolveram sua teoria sobre as implicações do relacionamento de agência entre executivos e os proprietários da firma.

Ao comentar a respeito das teorias (*Pecking Order* e *Trade Off*) de Myers e Majluf (1984) e Myers (1984), Silva (2015) discorre que, estas se caracterizam como uma das principais fontes de pesquisa na tentativa de se entender a forma como as companhias financiam seu crescimento. Seguindo esse raciocínio, o presente estudo sustenta-se nas teorias *Pecking Order*, alimentada por uma hierarquia preferencial de fontes de financiamento e, pela teoria *Trade Off*, no qual, se discute a existência de uma estrutura de capital ótima.

**2.2.1 *Pecking Order Theory***

A teoria *Pecking Order* foi desenvolvida por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984). Essa teoria é alimentada por uma hierarquia preferencial de fontes de financiamento, em decorrência da assimetria informacional o plano de fundo para a existência dessa hierarquia é a assimetria de informações entre os gestores e os novos potenciais acionistas (Medeiros & Daher, 2005).

Iquiapaza, Amaral e Araújo (2008) sinalizam que Myers e Majluf (1984) foram os pioneiros em relacionar a problemática da assimetria da informação à escolha da fonte de financiamento, assinalando que esta pode influenciar na imagem e no valor da empresa.

O termo “Assimetria de informação” refere-se, em uma dada transação, às informações privilegiadas que somente um dos agentes atuantes possui (Iquiapaza, Amaral & Araújo, 2008). Neste contexto, Fonseca, Silveira e Hiratuka (2016) afirmam que o problema da informação assimétrica seria proveniente do fato dos gestores terem acesso a informações referentes aos resultados operacionais e as oportunidades de investimento da empresa não disponíveis no mercado.

Compreendendo o período de 1997 a 2007, Albanez e Valle (2009) se propuseram a analisar o pressuposto central da *Pecking Order Theory* e, verificar se a assimetria da informação influencia nas decisões de financiamento das companhias abertas brasileiras. O principal resultado do estudo mostrou que as empresas consideradas com menor grau de assimetria informacional são mais endividadas que as demais na análise do nível de endividamento total, resultado contrário à teoria do *Pecking Order*.

A hierarquia de fontes de financiamentos que se baseia o modelo proposto por Myers e Majluf (1984) e Myers (1984) inicia-se na utilização de capital próprio, seguido de financiamentos externos através de emissão de dívidas, e por último a emissão de ações. Esta hierarquia se justifica pelo fato dos recursos gerados internamente (lucros retidos, por exemplo) não tem custos de transação para a empresa se autofinanciar.

Em seguida, tem-se a emissão de dívidas, a qual num contexto de mercado pode sinalizar um panorama positivo sobre a empresa, demonstrando otimismo em relação ao seu futuro. Por fim, tem-se a capitação de recursos de terceiros via emissão de ações a qual pode sinalizar, em certo contexto de mercado, um pessimismo com relação a seus investimentos futuros, pois, pode representar a divisão de perdas com os novos acionistas (Brealey, Myers & Allen, 2006).

Estudos foram desenvolvidos (França, Santos, Sandoval & Santos, 2016; Kaveski, Hall, Degenhart, Vogt & Hein, 2015; Correa, Basso & Nakamura, 2013; Bastos & Nakamura, 2009; Iquiapaza, Amaral & Araujo, 2008) no sentido de investigar a realidade das empresas brasileiras à aplicação das ideias centrais da *Pecking Order Theory*, ou seja, se o autofinanciamento é a fonte de recursos preferida pelas companhias, e que, a emissão de dívidas é preferível às emissões de ações quando a preferência pelo financiamento externo.

Assim, Bastos e Nakamura (2009) ao investigarem dados de 297 companhias de diversos setores da economia, pertencentes ao Brasil, México e Chile, sob a perspectiva das *Trade Off Theory*, *Pecking Order Theory*, Teoria Assimetria da informação e Teoria da Agência, concluíram que a *Pecking Order Theory* é a que melhor explica os resultados para o Brasil e México , já para as companhias Chilenas, além da *Pecking Order Theory*, a *Trade Off Theory* exerce forte influência sobre a estrutura de capital das companhias. Em outro estudo, Correa, Basso e Nakamura (2013) sugerem que a teoria do *Pecking Order* é mais consistente do que a teoria do *Trade Off* para explicar a forma de financiamento adotada pelas companhias abertas brasileiras.

França et al. (2016) por sua vez, ao discutirem resultados de pesquisa sobre formas de financiamento do setor de energia elétrica no Brasil, evidenciaram que tais empresas são preponderantemente financiadas por capital próprio, seguindo a ideias da *Pecking Order Theory*.

Entretanto, a pesquisa de Kaveski et al (2015) mostrou que mais de uma teoria pode apoiar o entendimento da forma de financiamento adotada pelas companhias. Nesse sentido, os autores, ao analisarem determinantes de estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto, de um único setor financeiro à luz das teorias *Trade off* e *Pecking Order*, concluíram que as empresas brasileiras do agronegócio estão apoiadas tanto na teoria do *Trade Off* quanto na *Pecking Order*.

No entanto, Iquiapaza, Amaral e Araújo (2008) encontraram resultados diferentes dos estudos já mencionados, pois, ao investigarem dados de 313 empresas listadas na BM&FBovespa, indicaram que unicamente as empresas de menor tamanho da amostra, as de menor lucratividade e as de baixo crescimento, apresentam aderência considerada “fraca” às previsões da *Pecking Order Theory*, logo, para os autores, a teoria não pode ser considerada uma teoria geral para explicar a estrutura de capital das empresas.

* + 1. ***Trade Off Theory***

Ao contrário da *Pecking Order Theory*, a teoria *Trade Off* discute a existência de uma estrutura de capital ótima. De acordo com Leite, Gonçalves e Silva (2014), esta corrente teórica preconiza que as organizações devem buscar uma estrutura de capital que maximize os benefícios e minimize os custos de endividamento. Conforme Medeiros e Daher (2005), se supõem que a empresa estabelece uma meta de endividamento e procura alcança-la ao longo do tempo.

Para Myers (1984) a estrutura de capital ótima é atingida quando o equilíbrio dos efeitos que os impostos auferem sobre dívidas, custos de falência, ocorre em relação à alavancagem. Neste contexto, Kaveski et al. (2015) discorre que, a empresa aumenta o endividamento até o momento em que o benefício fiscal relacionado às dívidas for compensado, por meio da elevação do valor presente do custo das dificuldades financeiras encontradas.

Brito e Lima (2005) discorrem que, como as firmas efetivamente combinam dívida e recursos próprios em sua estrutura de capital, se desenvolveu a teoria de *Trade Off* do endividamento, onde a alavancagem ótima é o resultado da ponderação entre seus custos e benefícios.

Myers (1984) discorre que as empresas que elevarem seu endividamento também elevam o seu valor, entretanto, ao se elevar o endividamento, os custos de dificuldades financeiras também aumentam.

No Brasil, a ênfase dos estudos está relacionada mais á *Pecking Order Theory* do que a do *Trade Off Theory*, pois, muitos resultados (Bastos & Nakamura, 2009; Correa, Basso & Nakamura, 2013), apontam maior consistência da referida teoria do que a *Trade off* para explicar as formas que as companhias brasileiras buscam para financiar seu crescimento.

Entretanto, outros estudos apresentaram resultados que se apoiam na referida teoria. Padilha, Michels e Silva (2015), por exemplo, verificaram as determinantes de estrutura de capital das empresas de alta tecnologia dos países do G-20, compreendendo o período de 2010 à 2013, os resultados mostraram que as determinantes de estrutura de capital das empresas estudadas são: rentabilidade, tangibilidade e crescimento, o estudo reitera que as empresas analisadas do setor de alta tecnologia estão apoiadas na teoria do *Trade off* em função de sua estrutura de capital.

**3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

Este estudo teve por objetivo principal investigar a forma de financiamento das companhias brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa compreendendo os anos de 2005 à 2015. Para o alcance deste objetivo, foi utilizado a metodologia proposta por Singh e Hamid (1992).

A metodologia proposta por Singh e Hamid (1992) foi escolhida para tratamento dos dados da amostra, pois, está consegue analisar através de dados como: ativo total, passivo total, dividendos pagos e lucro líquido, a forma em que as companhias financiam seus investimentos. Por este modelo, o crescimento da firma é medido pela variação do capital de longo prazo, obtido através da diferença entre o total do ativo e o passivo de curto prazo (Moreira & Puga, 2000).

Este crescimento é decomposto em três partes (autofinanciamento, financiamento externo por endividamento, e financiamento externo por emissão de ações), sempre se trabalhando com médias para os conjuntos de companhias analisadas. Estudos anteriores como os realizados por Zoneschain (1998) e Moreira e Puga (2000) testaram este grupo de variável da metodologia proposta por Singh e Hamid (1992).

De acordo com Zoneschain (1998), este grupo de variáveis estudado, analisou a forma de financiamento dos investimentos adotados pelas companhias, logo, está metodologia auxiliou a atingir o objetivo desta pesquisa. De caráter informacional, os outros grupos que fazem parte do modelo são: tamanho da firma e medida de *performance*; estrutura de capital, e comportamento dos preços no mercado acionário e do retorno de dividendos.

Assim como Zoneschain (1998) e Moreira e Puga (2000), foi adotado nesta pesquisa apenas o grupo de variável que analisa a forma de financiamento das companhias. Essa adoção justifica-se em virtude da abrangência da amostra, no qual, se limita a uma quantidade inferior devido às inconsistências entre os dados das companhias (painel desbalanceado).

A seguir, destacam-se as fórmulas desenvolvidas por Singh e Hamid (1992) para o cálculo dos três indicadores da forma de financiamento das companhias. Ressalta-se que para o tratamento dos dados, se fez uso do software Microsoft EXCEL.

* **Financiamento Interno**: representa a parcela que é financiada com recursos internos, através de lucros retidos. Calculado pelo somatório da diferença entre lucros líquidos e dividendos pagos, e, dividida pelo somatório da variação das diferenças entre ativo total e o passivo circulante.

Onde: m=último ano do período; p=primeiro ano do período.

* **Financiamento Externo através de Emissão de Dívida**: calculado pelo somatório da diferença entre o exigível de longo prazo, e, dividida pelo somatório da variação das diferenças entre ativo total e o passivo circulante.

Onde: m=último ano do período; p=primeiro ano do período.

* **Financiamento Externo através de Emissão de Ações**: calculado por resíduo de financiamento interno deduzido do endividamento.

Como quesito do modelo, foi calculada a média móvel trienal para cada ano, e a média do período analisado (2005/2015). A amostra inicial constituiu-se de 374 companhias de capital aberto, da classe ON (Ações Ordinárias) de diversos setores negociadas na BM&Fbovespa. Os dados trimestrais do ativo total, passivo total, dividendos pagos e lucro líquido foram retirados do banco de dados da Economática®, compreendendo o período de 2005 a 2015.

A distribuição setorial das empresas deu-se da seguinte forma: Agro e pesca (5), alimentos e bebidas (14), comércio (19), construção (22), eletrônicos (6), energia elétrica (44), finanças e seguros (31), fundos (1), maquinas industriais (5), mineração (5), minerais não metais (4), papel e celulose (4), petróleo e gás (8), química (10), siderurgia e metal (21), software e dados (6), telecomunicações (12), têxtil (24), transporte e serviços (20), veículos e peças (16) e outros (97). Totalizando 21 setores de mercado.

Além de serem eliminadas as companhias em que não haviam dados no painel, saldos nulos foram convertidos em vazios, foram utilizados dados referentes da classe ON (ações ordinárias) em função das demais classes apresentarem dados idênticos.

Foram adotados critérios para garantir consistência dos resultados, assim, são propostos neste estudo os seguintes critérios para eliminação de dados.

* Para o autofinanciamento: Excluir os indicadores inferiores a -100% e superiores a +200%.
* Para o endividamento: Excluir os indicadores inferiores a -100% e superiores a +200%.
* Para a emissão de dívidas foram excluídos os indicadores inferiores a -100% e superiores a +100%.

Com base nesses critérios, o número de companhias com dados necessários para o propósito do estudo ficou inferior à amostra inicial. Ressalta-se que o tamanho da amostra foi diminuindo à medida que foram sendo realizados os critérios de consistência apresentados pela metodologia. Devido aos dados desbalanceados, a amostra final correspondeu a 12,03% da amostra inicial, ou seja, 45 companhias.

Após a aplicação dos critérios de consistência dos resultados, a quantidade de setores do mercado que consistia de 21 na amostra inicial passou para 15 setores na amostra final. Logo os segmentos que restaram foram: alimentos e bebidas, construção, eletroeletrônicos, energia elétrica, finanças e seguros, mineração, minerais não metais, papel e celulose, petróleo e gás, química, telecomunicações, têxtil, transporte e serviços, veículos e peças e outros.

**4** **RESULTADOS E DISCUSSÕES**

Em primeira etapa será apresentada a estatística descritiva com foco na média, desvio padrão, máximo e mínimo dos índices de autofinanciamento, endividamento e emissão de ações. Posteriormente, será evidenciado a principal fonte de financiamento da amostra, seguido pela fonte secundária de financiamento das companhias. Concomitantes, serão feitas referências com as teorias abordadas, trazendo evidências daquela que melhor explica o comportamento do resultado obtido. Por fim, é apresentada uma comparação com estudos anteriores que utilizaram a metodologia de Singh e Hamid (1992).

**4.1 Estatística descritiva**

**Tabela 2**: Estatística Descritiva (Em %)

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | **Autofinanciamento** | **Endividamento** | **Emissão de Ações** |
| **Média** | 1.39 | 1.37 | 0.98 |
| **Desvio-Padrão** | 0.28 | 0.27 | 0.39 |
| **Máximo** | 1.93 | 1.98 | 1.71 |
| **Mínimo** | 1.00 | 1.00 | 0.19 |

**Fonte**. Dados da pesquisa.

A média de autofinanciamento foi de 1.39, ao passo que a média de endividamento foi de 1.37. Após aplicação de um teste t de *student* para diferença de médias, ficou evidente que não há diferença estatística entre os dois procedimentos de financiamento (conforme tabela 3 – Teste de diferença de média). Ou seja, entre esses dois não há preferência de fonte de financiamento. Entretanto, ambos são preferíveis em relação ao financiamento externo, que apresentou média igual a 0,98.

**Tabela 3:** Teste de diferença de média

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Variable** | **Obs** | **Mean** | **Std. Err.** | **Std. Dev.** | **95% Conf.** | **Intervalo** |
| **var1**  **var2** | 22  22 | 1.548709  1.547571 | .0541375  .0531232 | .2539272  .2491699 | 1.436124  1.437095 | 1.661294  1.658047 |
| **diff** | 22 | .0011381 | .0737911 | .346111 | -.152319 | .1545951 |
| mean(diff) = mean (var1 - var2)                        t =   0.0154  Ho: mean(diff) = 0 degrees of freedom = 21 | | | | | | |
| Ha: mean(diff) < 0           Ha: mean(diff) != 0           Ha: mean(diff) > 0  Pr(T < t) = 0.5061         Pr(|T| > |t|) = 0.9878       Pr(T > t) = 0.4939 | | | | | | |

**Fonte**. Elaborado pelos autores.

Ha: mean(diff) < 0 testa se a diferença é menor do que zero.

Ha: mean(diff) != 0 testa se existe diferença entre as médias.

Ha: mean(diff) > 0 testa se a diferença é maior do que zero.

Os testes mostram que não há diferença significativa entre os grupos (p-valor para existência de diferença de média igual a 0,9878). Logo, 51% não diverge de 49%. Os dois modelos são igualmente válidos.

Conforme explicado nas fórmulas, os índices representam o nível de comprometimento dos recursos das empresas, sendo que para cada fórmula, o índice demonstra se a companhias utilizam mais o autofinanciamento, o endividamento ou o financiamento externo. O maior dos três é que define a preferência da companhia.

Neste sentido, se observa a preferência das empresas pelo autofinanciamento ou endividamento, em detrimento ao financiamento externo por meio de abertura de capital. Isso está de acordo com a *Pecking Order Theory* com sua hierarquização de fontes de financiamento sendo o autofinanciamento (51%) a principal opção de capitação de recursos, conforme previram Myers e Majluf (1984).

**4.2 Fonte primária de financiamento das companhias.**

**Fonte**. Dados da pesquisa.

Figura 1: Principal fonte de financiamento das companhias abertas no Brasil 2005 – 2015. (Em %).

Os resultados apresentados na figura 1 demonstram que as companhias da amostra preferem como fonte primaria de financiamento de seu crescimento o autofinanciamento, onde correspondeu a 51% da amostra. Como fonte secundária de financiamento, está a emissão de dívidas, onde, correspondeu a 49%. Ressalta-se que, ao investigar as fontes primarias de recursos, o financiamento externo via emissão de ações não apresentaram evidências.

A ausência de financiamento através da emissão de ações como fonte primária de investimento, pode ser justificada pelos métodos de consistência dos resultados utilizados nos dados em painel, onde, reduziram a amostra a 12,03% da amostra inicial, isto é, 45 companhias.

Ressalta-se que outras pesquisas que utilizaram a mesma metodologia tiveram suas amostras reduzidas. Por exemplo, Zonenschain (1998) se propôs a estudar 216 empresas industriais de capital aberto nos anos de 1989 a 1996, entretanto, só foi possível analisar 97 empresas. Nesta pesquisa, ocorreu uma redução de companhias bem maior devido ao período de análise e aos diversos setores de companhias negociadas na BM&FBovespa.

No entanto, neste primeiro momento de análise, já se torna possível observar a influência da *Pecking Order Theory* com sua hierarquização de fontes de financiamento (Myers & Majluf, 1984), sendo o autofinanciamento a principal opção de capitação de recursos, posteriormente está o endividamento.

**4.3 Fonte secundária de financiamento das companhias.**

Figura 2: Fonte secundária de financiamento das companhias abertas no Brasil 2005 – 2015 (Em %).

**Fonte**. Dados da pesquisa.

A figura 2 demonstra que, ao investigar as companhias que optam pela fonte de financiamento por meio da emissão de dívidas, onde, correspondeu a 51%, a figura apresenta que, é preferível para estas companhias como segunda opção de financiamento dos investimentos, o financiamento externo via emissão de ações, onde, correspondeu a 36%.

Com porcentagem menor, se encontra o autofinanciamento, onde representou a 13% da amostra. Ou seja, daqueles 49% que adotaram como forma de financiamento a emissão de dívidas, ao se optar por outras formas de financiamentos, se têm como preferência a emissão de ações (36%) e posteriormente o autofinanciamento (13%). Logo, este resultado pode ser interpretado pela ação da *Trade Off Theory*, que busca uma melhor relação custo benefício para as companhias no que diz respeito ao capital próprio e o capital de terceiros (Bastos & Nakamura, 2009; Myers & Majluf, 1984).

Esta preferência por emissão de dívidas pode ser entendida por meio da classificação proposta por Zysman (1983) em relação aos sistemas financeiros, que podem se encontrar baseados tanto no mercado de capitais, quanto no mercado de crédito de instituições financeiras e/ou no mercado baseado em créditos governamentais, este resultado reforça os dizeres de Silva (2015) quando discorre que no caso do Brasil o sistema financeiro é considerado misto, devido à criação pelo governo de bancos, como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), logo, o sistema financeiro nacional pode ser baseado tanto no crédito governamental, quanto no crédito bancário.

Outra justificativa para estes resultados em relação às fontes secundárias, seriam as características institucionais do Brasil, com um perfil de um modelo *code law* (Ball, Kothari e Robin, 2000) e um fraco *outsider equity*, isto é, pouco capital de investidores compondo a estrutura de capital das companhias (Nobes, 1998).

A considerável presença de financiamento adotada pelas companhias de capital aberto através da emissão de dívidas, geralmente advindas de transações com instituições financeiras, pode ser reflexo da característica institucional forma de financiamento, que, no caso do Brasil ainda é forte a participação dos bancos como agente financiador das companhias, mesmo sendo aquelas de capital aberto (Silva, 2015; Lopes & Walker, 2008).

O aparecimento da fonte de financiamento via emissão de ações (36%) também pode ser explicado pelo sistema legal adotado no Brasil, que apesar de possuir características *code* *law*, adotou-se nos últimos anos um modelo contábil baseado em características *common law*, motivado pelo aumento de investidores no mercado de capitais brasileiro, o que pode indicar uma mudança de contabilidade, ou seja, a mudança de uma contabilidade focada na tributação e informações, voltadas aos credores, para uma contabilidade mais direcionada aos investidores (Silva, 2015; Farais & Farias, 2012; Lopes & Walker, 2008).

Quanto à comparação aos estudos anteriores, no qual, foi utilizada a mesma metodologia proposta por Singh e Hamid (1992), tem-se a tabela 4 na qual se apresentam os períodos e as amostras de pesquisas anteriores, e a figura 4 onde se apresenta uma comparação com os resultados das mesmas.

**Tabela 4:** Estudos anteriores.

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Estudos (ano)** | **Período** | **Amostra** |
| Singh (1995) | 1985/1991 | 100 companhias industriais estrangeiras de capital aberto |
| Zonenschain (1998) | 1989/1996 | 216 companhias industriais nacionais de capital aberto |
| Moreira e Puga (2000) | 1995/1997 | 4.312 companhias nacionais e estrangeiras de capital aberto e fechado |

**Fonte**. Elaborado pelos autores.

Conforme a tabela 4, tanto Singh (1995), quanto Zonenschain (1998) e Moreira e Puga (2000) analisaram o perfil de financiamento das companhias industriais. Singh (1995) e Zonenschain (1998) optaram por analisar somente companhias industriais de capital aberto, já Moreira e Puga(2000) analisaram tanto companhias industriais de capital aberto, quanto companhias industriais de capital fechado.

Figura 3: Comparação da fonte de financiamento das companhias abertas no Brasil (Em %).

**Fonte.** Adaptado de Moreira e Puga (2000)

Apesar da amostra da presente pesquisa analisar diferentes segmentos, ao contrário dos estudos anteriores realizados por Moreira e Puga (2000), Zonenschain (1998) e Singh (1995), no qual estudaram companhias industriais, os resultados deste estudo corroboraram com os resultados dos estudos anteriores, no que diz respeito ao autofinanciamento como principal fonte de financiamento das companhias abertas no Brasil.

Observa-se que no presente estudo foi possível evidenciar que 51% das companhias da amostra optam pelo autofinanciamento. Moreira e Puga (2000) por sua vez, evidenciaram 54%. Zonenschain (1998) no período de curto prazo dos anos 1995 à 1996 obtiveram 55,5% e Singh (1995) obteve o maior percentual referente ao autofinanciamento representando 56,4%.

Logo, observa-se mais uma vez a confirmação da *Pecking Order Theory* com sua hierarquização de fontes de financiamento (Myers & Majluf, 1984), para explicar as formas de financiamento das companhias nos diversos estudos em análise comparativa.

No entendimento de Singh (1995), a percentagem de 56,4% de autofinanciamento se expressou por motivos como: baixo desenvolvimento de fontes externas de financiamento, e por taxas elevadas de juros, praticadas por financiadores. Estes resultados também podem estar vinculados às características institucionais do país, como o sistema legal *Code law* e o sistema financeiro das empresas dos países com cultura tipo 2 (fraco *outsider equity*).

Quanto as divergências encontradas, tem-se os resultados em longo prazo de Zonenschain (1998) no qual, correspondeu os anos de 1989 à 1996, conforme a pesquisa de Zonenschain (1998) a emissão de ações correspondeu a 48%, seguido de endividamento 27% e finalizando pelo autofinanciamento, representado por 25% das companhias estudadas. Tais resultados divergem dos pressupostos da *Pecking Order Theory*, no entanto, podem ser interpretados pela *Trade Off Theory* que vai em busca de uma melhor relação do custo benefício entre o capital auferido e seu respectivo custo.

Outro resultado divergente refere-se aos achados de Singh (1995), no qual, o autofinanciamento representou 56,4%, no entanto, a segunda opção foi à forma de financiamento via emissão de ações, representando 36% da amostra, já o endividamento correspondeu a terceira opção, indicando a porcentagem de 7,7%, estes resultados também divergem da *Pecking Order Theory*, entretanto, podem ser explicados pela *Trade Off Theory*. Singh (1995) aponta como justificativa para tais resultados, a instabilidade macroeconômica e a crise das instituições de crédito do Estado naquela época.

Observa-se pelos diversos estudos que tanto *a Pecking Order theory* quanto a *Trade Off Theory*, podem ser utilizadas para se entender as formas de financiamentos escolhidas pelas companhias, o que reforça os dizeres de Kaveski et al (2015) que mostrou a possibilidade de mais de uma teoria poder apoiar o entendimento da forma de financiamento adotada pelas companhias.

Neste sentido, os resultados da pesquisa, obtidos através da metodologia proposta por Singh e Hamid (1992), indicaram que o perfil de financiamento das companhias abertas brasileiras durante o período de 2005 à 2015 teve como fonte principal o autofinanciamento, seguida pela emissão de dívidas, e por fim, a emissão de ações, esta ordem condiz com a hierarquia na forma de financiamento, que sustenta a teoria do *Pecking Order*. Porém ao se analisar a fonte secundária de financiamento, observa-se que *Trade Off Theory* se adequaria melhor para explicar o contexto das companhias brasileiras durante o período de investigação.

Diante dessas divergências encontradas nos estudos anteriores, ocasionadas por contextos, características institucionais, sistema legal e períodos diferentes, evidencia-se que houveram alterações na forma de financiamento das companhias brasileiras de capital aberto, o que responde à questão de pesquisa proposta nesse estudo.

**5 CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Considerando que as formas de financiamento que as companhias utilizam para financiar seus investimentos podem ser por autofinanciamento, financiamento externo através de emissão de dívidas e/ou através da emissão de ações, e que esta estrutura de financiamento pode ser influenciada por diversos fatores como características institucionais do país como sistema legal, sistema financeiro e contábil, este estudo teve por objetivo principal investigar o perfil de financiamento das companhias abertas brasileiras listadas na BM&FBovespa, compreendendo o período de 2005 à 2015. Este estudo também teve por objetivo complementar, realizar uma análise comparativa com os resultados de estudos anteriores que abordaram a mesma temática e mesmos procedimentos metodológicos baseados tanto na *Pecking Order Theory* quanto na *Trade Off Theory*.

Para que esses objetivos fossem atingidos foi utilizado o modelo proposto por Singh e Hamid (1992), o modelo escolhido decompõe a forma de financiamento das companhias em autofinanciamento, emissão de dívidas (endividamento), e por emissão de ações.

Os resultados indicaram que o autofinanciamento é a principal fonte de financiamento das companhias, representando 51% da amostra, já o financiamento externo através do endividamento representou 49% da amostra. Logo, com esse resultado para financiamento primário das companhias, foi possível observar a influência da *Pecking Order Theory* com sua hierarquização de fontes de financiamento propostas por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984).

Quando se analisou o financiamento externo como fonte secundária, o endividamento seria a primeira opção, que correspondeu a 51%, conforme apresentado na figura 2, seguido pela emissão de ações que correspondeu a 36%. Nesse sentido conclui-se que, daqueles 49% que adotaram como forma de financiamento a emissão de dívidas, ao optar por outras formas de financiamentos, se têm preferência pela emissão de ações e posteriormente pelo autofinanciamento.

Com os resultados obtidos, a etapa seguinte consistiu em realizar uma comparação com estudos anteriores que abordaram a mesma temática e os mesmos procedimentos metodológicos, porém em períodos e amostras diferentes.

Assim, os resultados do presente estudo foram consistentes com os estudos de Singh (1995), Zonenschain (1998) no período de curto prazo (1995 – 1996), e Moreira e Puga (2000), quando os resultados apontam o autofinanciamento como fonte principal. Entretanto, o estudo foi inconsistente com Singh (1995), pois a segunda fonte de financiamento foi por emissão de ações e o presente estudo teve como segunda opção de financiamento a emissão de dívidas.

Este estudo também foi divergente com os resultados de Zonenschain (1998) em relação ao período de longo prazo 1989/1996. Zonenschain (1998) indicou a emissão de ações como fonte principal de financiamento, seguido por emissão de dívidas e finalizando por autofinanciamento, divergente da atual pesquisa, que apresentou resultados inversos.

Nesse sentido, conclui-se que tanto a *Pecking Order theory* quanto a *Trade Off theory*, podem ser utilizadas para se entender as formas de financiamentos escolhidas pelas companhias, o que corrobora com os achados de Kaveski et al (2015) que mostrou a possibilidade de mais de uma teoria poder apoiar o entendimento da forma de financiamento adotada pelas companhias. Entretanto, o resultado principal corrobora com os estudos de diversos autores (Medeiros & Daher, 2005; Bastos & Nakamura, 2009; Correa, Basso & Nakamura, 2013) quando sugerem que a teoria *Pecking Order Theory* é a que melhor explica a forma de financiamento utilizada pelas companhias brasileiras de capital aberto.

Quanto às dificuldades encontradas para a realização deste estudo, chama-se atenção para os dados incompletos das companhias, provocando painéis desbalanceados, que após o teste de consistência, a amostra foi consideravelmente afetada, pois, houve uma significativa redução na quantidade de companhias para serem investigadas. Tal redução pode apresentar uma deformidade na realidade das informações das companhias abertas no Brasil durante o período de análise.

Como contribuição ao avanço na literatura este estudo atua no reforço à necessidade de realizações de novas pesquisas que auxiliem profissionais do mercado, pesquisadores e usuários interessados a entender a forma de financiamento das companhias.

Por fim, como sugestões para pesquisas futuras, no sentido de continuar a investigação sobre a temática, sugere-se análises complementares em relação aos períodos pesquisados, ou seja, quais fatores poderiam influenciar os resultados. Dentre esses fatores pode-se analisar o período de crise da bolsa de valores em 2008, o boom das IPOs, a influência da adoção das IFRS e a mudança de contabilidade no Brasil, e outros fatores que poderiam indicar mudança de comportamentos das companhias brasileiras de capital aberto.

**6 REFERÊNCIAS**

Albanez, T., & Valle, M. R. (2009). Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. Revista Contabilidade & Finanças – USP, 20 (51), 6 – 27.

Albuquerque, E. M., & Sicsú, J. (2000). Inovação institucional e estímulo ao investimento ptivado, São Paulo em Pespectiva, 14 (3), 108 – 114.

Ball, R., Kothari, S. P., & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. Journal of Accounting and Economics, 29, 1 – 51.

Bastos, D. D., & Nakamura, W. T. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. Revista Contabilidade & Finanças, 20 (50), 75-94.

Brealey, R.; Myers, S., & Allen, F. (2006). Principles of corporate finance. 8. ed. Irwin: Mc Graw Hill.

Brito, G. A. S., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2007). Fatores determinantes de estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. Revista Contabilidade & Finanças, 18 (43), 9 – 19.

Brito, R. D., & Lima, M. R. (2005). A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: o caso do Brasil. Revista Brasileira de Economia, 59 (2), 177 – 208.

Correa, C. A., Basso, L. F. C., & Nakamura, W. T. (2013). A Estrutura de Capital das Maiores Empresas Brasileiras: Análise Empírica das Teorias de Pecking Order e Trade-Off, Usando Panel Data. Revista de Administração Mackenzie, 14 (4), 106-133.

Costa, F. M., Lopes, A. B., & Costa, A. C. O. (2006). Conservadorismo em cinco países da América do Sul. Revista Contabilidade & Finanças – USP, 17 (41), 7 – 20.

Durand, D. (1952). Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. Conference on research in Bussiness Finance, New York.

Farias, K. T. R., Farias, M. R. S. (2012). . In A. B. Lopes (org.). Contabilidade internacional: contabilidade e finanças no Brasil: estudos em homenagem a Eliseu Martins (Cap.6. pp. 138-169). São Paulo: Atlas S/A.

França, J. A., Santos, S. I. F., Sandoval, W. S., & Santos, A. P. (2016). Estrutura de financiamento das firmas de energia elétrica no Brasil: uma abordagem à Pecking Order Theory (POT). Revista de Contabilidade e Organizações, 10 (27), 58 – 70.

Fonseca, C. V. C., Silveira, R. L. F., & Hiratuka, C. (2016). A relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital das empresas brasileiras no período 2000 – 2013. Enfoque: reflexão contábil, 35 (2), 35 – 52.

Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. The journal of Finance, 46 (1), 293 – 355.

Iquiapaza, R. A., Amaral, H. F., & Araújo, M.S.B. (2008). Revista de Administração Mackenzie, 9 (3), 157-183.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3 (4), 305-360.

Kaveski, I. D. S., Hall, R. J., Degenhart, L., Vogt, M., & Hein, N. (2015). Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto do agronegócio: um estudo a luz das teorias Trade Off e Pecking order. E&G Economia e Gestão, 15 (41), 135 – 148.

Lopes, A.B., & Walker, M. (2008). Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=1095781 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1095781.

Medeiros, O.R., & Daher, C. E. (2005). Testanto a teoria de hierarquização de fontes de financiamento nas empresas brasileiras. Revista Contabilidade & Finanças – USP, 16 (37), 37-45.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. The American economic review, 48 (3), 261-297.

Moreira, M.M., & Puga, F.P. (2000). Como a Indústria financia seu crescimento: Uma Análise do Brasil Pós-Plano Real. Texto para Discussão 84 – BNDES.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics, 13 (2), 187-221.

Nobes, C. (1998). Towards a general model of the reasons for international differences in financial reporting. Abacus, 34 (2), 162-187.

Padilha, D. F., Michels, A., & Silva, T. P. (2015, Maio). Determinantes capital structure high-tech companies G-20 countries. International conference on information systems & technology management, São Paulo, SP, Brasil, 20-22.

Perobelli, F. F. C., & Famá, R. (2002). Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. Revista de Administração, 37 (3), 33 – 46.

Procianoy, J. L., & Schnorrenberger, A (2004). A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. Revista Brasileira de Economia, 58 (1), 121 – 146.

Silva, A. R. P. (2015). Conservadorismo e herança institucional de financiamento das companhias abertas do Brasil. Tese de doutorado, Programa Multi-institucional e inter-regional de pós-graduação em ciências contábeis, Universidade de Brasília, Universidade Federal da paraíba, Universidade federal do Rio Grande do Norte, Natal, RN, Brasil.

Singh, A. (1995). Corporate Financial Patterns in Industrializing Economies. A Comparative International Study. IFC Technical Paper 2, Washington D.C.

Singh, A., & Hamid, J. (1992). Corporate Financial structures in developing countries. Technical Paper 2, Washington: international finance corporation.

Tani, B. B., & Albanez, T. (2016). Decisões de financiamento das companhias listadas nos diferentes segmentos de governança da Bm&Fbovespa according to pecking order theory. Contabilidade, gestão e governança, 19 (2), 317 – 334.

Zonesnchain, C. N. (1998). Estrutura de capital das empresas no Brasil. Revista do BNDS, 5 (10), 63 – 92.

Zysman, J. (1983). Government, Market and growth: financial systems and the politics of industrial change. Cornell University Press.