

TEORIAS DE ESTRUTURAS DE CAPITAL – PECKING ORDER – TRADE-OFF – MARKET TIMING: UMA REVISÃO DE LITERATURA

CAPITAL STRUCTURE THEORIES - PECKING ORDER - TRADE-OFF - MARKET TIMING: A LITERATURE REVIEW

Rogério Procópio da Cunha¹

RESUMO: Sabendo que a literatura é extensa e como o mercado de capitais tem se desenvolvido com maior intensidade nos últimos anos, cada vez mais se faz necessário, estudos neste contexto, assim, o objetivo deste, tem como foco o desenvolvimento de uma revisão de literatura sobre as teorias de estrutura de capital como Pecking Order, Trade- Off e Market Timing, em busca de contribuir para os estudos que analisam as decisões de financiamento e investimento e como as empresas identificam quais as fontes de recursos deverão utilizar para a tomada de decisões. Foram analisados mais de 50 artigos sobre o tema nas principais plataformas como Google acadêmico (scholar); Spell e periódico Capes com as edições atualizadas até a coleta dos dados.

Palavras- chaves: Revisão de Literatura, Trade-off. Pecking Order. Market Timing.

ABSTRACT: Knowing that the literature is extensive and as the capital market has developed with greater intensity in recent years, studies in this context are increasingly necessary, thus, the objective of this, focuses on the development of a literature review on the capital structure theories such as Pecking Order, Trade-Off and Market Timing, in search of contributing to studies that analyze financing and investment decisions and how companies identify which sources of funds they should use to make decisions. More than 50 articles on the topic were analyzed on the main platforms such as Google academic (scholar); Spell and Capes journal with updated editions until data collection.

Keywords: Literature review. Trade-off. Pecking Order. Market Timing.

INTRODUÇÃO

Em finanças corporativas a estrutura de capital no mundo das empresas é uma decisão que determina a sobrevivência das organizações (Biagni, 2003). Assim, diante de diversos trabalhos já desenvolvidos desde Modigliani e Miller (1958), ainda existe um vasto campo para desenvolvimento sobre a composição da estrutura de capital das empresas a ser estudado, pois, está sendo discutido neste, diversos aspectos relacionados, como, a estrutura ótima, na teoria do trade-off (Frank; Goyal, 2003; Myers, 1977), a hierarquia de financiamento com a Teoria de

¹ Mestrando em Administração de Empresas pelo Programa de Pós-Graduação Stricto Sensu em Finanças pela Universidade Ibirapuera (UNIB). E-mail: professorprocopio2018@gmail.com.

pecking order (Myers; Majluf, 1984) e sobre as condições do mercado com a teoria do market timing. (Baker; Wurgler, 2000)

Como a literatura é extensa e como o mercado de capitais tem se desenvolvido com maior intensidade nos últimos anos, cada vez mais se faz necessário, estudos neste contexto, assim, nesta parte, o foco é para o desenvolvimento de uma revisão de literatura sobre as teorias de estrutura de capital como Pecking Order, Trade-Off e Market Timing, em busca de contribuir para os estudos que analisam as decisões de financiamento e investimento e como as empresas identificam quais as fontes de recursos deverão utilizar para a tomada de decisões.

1 Teoria do Pecking Order

A teoria *Pecking order* da estrutura de capital é uma das mais dominantes teorias no que se refere a alavancagem financeira, esta teoria é de Myers (1984) e Myers e Majluf (1984). Esta teoria de Pecking Order preconiza haver uma hierarquia preferida pelos administradores para financiar os investimentos das empresas (Myers, 1984; Myers e Majluf, 1984).

Donaldson (1969) acreditava que a causa para o *pecking order* residia no desejo dos gerentes de fugir da disciplina do mercado de capitais, dando a entender que o maior objetivo dos administradores não era a maximização da riqueza dos proprietários.

Donaldson (1969) acreditava que a causa para o *pecking order* residia no desejo dos gerentes de fugir da disciplina do mercado de capitais, dando a entender que o maior objetivo dos administradores não era a maximização da riqueza dos proprietários.

Harris & Raviv [1990, 332], por exemplo, mostram que os investidores utilizam as dívidas como uma forma de controlar os gerentes das empresas, o que poderia ao nosso ver justificar uma certa aversão destes com relação a elas.

Myers e Majluf (1984) foram pioneiros em relacionar a problemática da assimetria de informação à escolha da estrutura de capital, assinalando que esta pode influenciar na imagem e no valor da empresa.

Myers (1984), considerando a existência de assimetrias de informação entre gestores (insiders) e investidores, afirma que a formação da estrutura de capital por parte das empresas está baseada na ideia de que estas possuem uma hierarquia, lógica e racional, de captação de fontes de financiamento.

Ross argumenta sobre a questão da assimetria de informações (1977, apud Harris e Raviv, 1991) propõem um modelo cujo principal resultado demonstra que o valor da empresa, ou sua rentabilidade, está positivamente relacionado ao nível de endividamento. De acordo com Harris e Raviv (1991), sob a teoria pecking order, pode-se esperar que empresas com poucos ativos tangíveis têm maiores problemas de informação assimétrica.

Myers (1984) afirma que a formação da estrutura de capital por parte das empresas está baseada em uma hierarquia de captação conhecida como *Pecking Order Theory* (POT), favorecendo sequencialmente a utilização de recursos internos, emissão de dívida e, por último, emissão de ações.

Tratando-se do risco, as teorias dos custos de falência e dos custos de agência indicam que o risco também é um determinante na estrutura de capital das empresas, dado que, quanto maior for a volatilidade dos resultados da organização (ou o risco do negócio), maior a probabilidade de seus fluxos de caixa serem insuficientes para honrar as obrigações (Harris & Raviv, 1991).

Sobre a variável tamanho, as grandes empresas são normalmente mais diversificadas do que as pequenas, o que diminui, em teoria, a volatilidade dos seus fluxos de caixa e a possibilidade de falência (Rajan & Zingales, 1995).

De acordo com a teoria de *Pecking Order*, deveria haver uma relação positiva entre o nível de crescimento e o endividamento das empresas (Gomes e Leal, 2001).

Conforme Myers (1984), considerando-se a existência dessa ordem de preferência com relação às fontes de recursos financeiros, não há uma meta de endividamento bem definida, uma vez que existem dois tipos de recursos próprios, um interno e outro externo, e um se posiciona no topo da lista de preferência dos gestores e o outro no final, seguindo assim uma hierarquia de preferência.

Damodaran (2004), uma razão para essa preferência é que os administradores valorizam a flexibilidade e o controle. Myers (1984) defende que as empresas preocupam-se com o futuro, assim como com os custos de financiamento. Para Myers (1984), no modelo *pecking order*, as empresas não possuem metas de endividamento.

Fama e French (2001) concluem que para as empresas que não pagam dividendos, a relação negativa entre endividamento e expectativa de investimentos, prevista no complexo modelo *pecking order*, é mais branda.

Myers (1984) e Harris e Raviv (1991) afirmaram que existe uma grande dificuldade em se estabelecer um modelo geral e único de estrutura de capital, pois, este seria extenso e complexo.

Já Donaldson (1961), corroborando as ideias de Myers e Majluf (1984), afirma que as decisões dos administradores e acionistas, no que tange à estrutura de capital, seguem uma hierarquia, buscando maximizar os interesses tanto da administração como dos acionistas.

Campos e Nakamura (2015) afirmam que a Teoria do *Pecking Order* (baseada em assimetria de informações) não há informação a um endividamento ótimo nível, mas o endividamento seria uma consequência entre as condições de assimetria de informação com a

economia e o surgimento de bons projetos da empresa.

Myers (2001) relata que o financiamento externo cobre apenas uma pequena proporção do capital de formação e que as questões de capital são menores, com a maior parte do financiamento externo sendo dívida. Segundo Myers e Majluf (1984), Myers (1984) e Frank e Goyal (2003), a subprecificação ocorreria em casos em que o conjunto de informações detidas pelos investidores potenciais fosse menos rico do que as detidas pelos gestores. Fama e French (2002) observam que a relação negativa entre lucros e a alavancagem é consistente com a teoria do pecking order.

Shyam-Sunder e Myers (1999) argumentam que, sob a hipótese de pecking order, após uma oferta pública inicial (IPO), as emissões de ações são usadas apenas em casos extremos circunstâncias.

Para Frank e Goyal (2003), um aumento nas taxas de juros poderia levar à emissão de ações, já que juros maiores levam a empresa a atingir sua capacidade de endividamento de modo mais rápido.

Myers (1977) argumenta que empresas com grandes taxas de crescimento podem não otimizar seus investimentos e os credores podem relutar em emprestar recursos de longo prazo para elas.

Titman e Wessels (1988) chamam a atenção para o fato de que as oportunidades de crescimento podem ser encaradas como um ativo intangível, que não podem ser oferecidas como garantia para as dívidas. Para Titman e Wessels (1988), os ativos tangíveis acabam por auxiliar as empresas a contrair dívidas, na medida em que, no caso de insucesso do investimento, o credor cobrará a garantia ofertada. Desta forma, o tamanho da empresa deve ser inversamente proporcional ao risco de falência (Titman e Wessels, 1988; Rajan e Zingales, 1995). A tangibilidade dos ativos é uma variável importante na análise dos determinantes da estrutura de capital, pelo fato de que ativos tangíveis são oferecidos como garantias a empréstimos e podem reduzir os custos de agência do endividamento (Rajan & Zingales, 1995).

1.1 Teoria de Trade-Off

A estrutura de capital foi instituída por alguns autores como Modigliani e Miller (1958) para auxiliar as empresas na melhoria da competitividade, minimizar o custo de capital e maximizar o valor das empresas, porém, em certos momentos a estrutura de capital torna-se irrelevante para o valor da empresa. A teoria trade-off começou a ganhar forma com o reconhecimento dos benefícios fiscais proporcionados pela dívida Modigliani e Miller (1963).

Jensen e Meckling (1976) definem a teoria acrescentando também como benefícios da dívida a minimização dos custos de agência decorrentes do conflito de interesses entre gestores e acionistas e como custos, os de agência resultantes do conflito de interesses entre proprietários e credores.

Segundo Modigliani e Miller (1963) a política financeira ótima será aquela em que a estrutura de capital é totalmente constituída por capitais alheios, porque à medida que aumenta a poupança fiscal proporcionada pelo endividamento, aumenta o valor da empresa e a riqueza dos seus acionistas. Miller (1977) salienta que, nesta teoria existe um nível ótimo de endividamento, este que é possível a partir da mudança dos custos e benefícios da dívida. Jensen e Meckling (1976) corroboram com a linha de pesquisa de Miller (1977), pois abordam que na teoria do Trade Off ocorrem custos e benefícios do endividamento e a partir desses fatores as empresas escolhem sua alavancagem financeira. Myers (1984) discute em finanças corporativas a questão de como a empresa escolhe sua estrutura de capital. Para Myers (1984) a teoria do Trade Off apresenta que, a estrutura ótima de capital das empresas é possível por meio do equilíbrio relacionado aos efeitos que os impostos auferem nas dívidas e nos custos de falência voltados à alavancagem.

Em termos das questões fiscais, Modigliani e Miller (1963) demonstram que a incorporação do imposto de renda da pessoa jurídica no seu modelo anterior (Modigliani e Miller, 1958) causa um incentivo para que as empresas adotem elevados níveis de endividamento.

Miller (1977) demonstra que, se o imposto de renda da pessoa física (sobre dividendos e juros de dívidas) fosse incorporado na análise, ele tenderia a exercer um efeito contrário, desincentivando a empresa a usar muito endividamento.

Com relação ao risco de falência, Baxter (1967) argumenta que o uso excessivo de dívidas tornaria a empresa muito arriscada, afetando a sua capacidade de geração de lucros operacionais.

De acordo com Warner (1977), isso acarretaria dois tipos de custos associados à falência: (1) os custos diretos, relacionados ao evento em si da falência (advogados, venda depreciada de bens imobilizados, etc); e (2) os custos indiretos, relacionados à probabilidade de ocorrência da falência (perda de clientes, fornecedores e funcionários, dificuldade na captação de recursos, etc).

Para coibir isso, Jensen (1986) sugere a utilização de mais endividamento, pois, assim, menos recursos estariam disponíveis para as “mordomias” dos administradores. No contexto dos modelos dinâmicos de trade-off, um conjunto de formulações empíricas bastante interessantes é apresentado por Flannery e Rangan (2006).

Em alguns casos, a estrutura ótima de cada empresa em cada período era determinada por um conjunto de fatores (Fama e French, 2002), como lucratividade, tamanho e expectativa de crescimento, ou seja, os mesmos fatores utilizados nos trabalhos sobre fatores influenciadores da

estrutura de capital.

Já Flannery e Rangan (2006) sugerem que a sua determinação se dê no próprio modelo. Myers e Majluf (1984) salientam que as empresas tendem a consumir folga financeira, objetivando aumentar o capital interno, antes mesmo de recorrerem à alavancagem financeira.

As teorias sugerem que as empresas busquem uma estrutura de capital conforme os atributos que determinam os custos e benefícios relacionados aos empréstimos de capital (Titman & Wessels, 1988).

(Jensen e Mecking, 1976; Miller, 1977; Kim, 1978, entre outros) tomam por base a existência de um balanceamento entre os benefícios da dívida (ganhos tributários) e os seus custos (risco de falência, alguns aspectos tributários e conflitos de agência), sinalizando a existência de uma estrutura de capital ótima, que seria um alvo a ser sempreperseguido pela empresa.

Por um lado, as empresas maiores podem ter mais ativos no local, portanto, um dano maior é infligido por seleção adversa como em Myers e Majluf (1984). Por outro lado, as empresas maiores podem ter menos informação assimétrica e, portanto, sofrerá menos danos pela seleção adversa, conforme sugerido por Fama e French (2002).

De acordo com Harris e Raviv (1991, p. 334), os estudos disponíveis “[...] geralmente concordam que a alavancagem aumenta com ativos fixos, benefícios fiscais não relacionados à dívida, oportunidades de crescimento e tamanho da empresa e diminui com avolatilidade, despesas com publicidade, despesas com pesquisa e desenvolvimento, probabilidade de falência, lucratividade e exclusividade do produto.

No entanto, Titman e Wessels (1988, p. 17) concluem que seus “resultados não fornecem suporte para um efeito sobre os índices de dívida decorrentes de benefícios fiscais não relacionados à dívida, volatilidade, valor colateral ou crescimento futuro.

De acordo com Myers (1977), os gestores focam na alavancagem contábil porque a dívida é melhor suportada por ativos existentes do que por oportunidades de crescimento. A inscrição nos lucros é inconsistente com a teoria do trade-off estático, mas é consistente com os modelos de trade-off dinâmicos como Fischer, Heinkel e Zechner (1989) em que as empresas permitem que sua alavancagem desvie a maior parte do tempo e apenas ajustar sua alavancagem se ficar muito fora da linha.

A teoria do trade-off também inclui modelos como Stulz (1990) e Morellec (2004) em que os custos de agência desempenham um papel crucial. A perspectiva da "agência" é que as disciplinas da dívida gerentes mitigam problemas de agência de fluxo de caixa livre, uma vez que a dívida deve ser paga para evitar a falência (Jensen e Meckling, 1976; Jensen, 1986).

Embora a dívida mitigue os conflitos entre acionistas e administradores, ela exacerba os conflitos entre acionistas e credores (Stulz, 1990). Nakamura et al. (2007) ressalta que o estabelecimento da teoria do *Trade Off* ocorreu a partir da combinação das economias fiscais, estas que vem acompanhadas de dívidas e custos de falência que decorrem do endividamento, influenciando assim as decisões das empresas, no que se refere a estrutura de capital.

Para Brito e Lima (2005) a teoria do *Trade Off* teve seu desenvolvimento devido ao questionamento da forma que as empresas realmente ajustavam suas dívidas e recursos próprios na sua estrutura de capital, na qual a ótima alavancagem financeira é considerada o resultado do julgamento sobre seus custos e benefícios. Para Nakamura et al. (2007), a denominada teoria do *Trade Off* foi constituída a partir da combinação das economias fiscais, da utilização das dívidas e dos custos de falência, que decorrem do processo de endividamento das empresas. Para Rajan e Zingales (1995) a Teoria do *Trade Off* prevê que as empresas mais rentáveis possuem uma relação positiva com o endividamento, uma vez que são mais propensas a terem uma carga tributária alta e baixo risco de falência. Kraus e Lintzenberger (1973) argumentaram que os custos de insolvência podem ser bastantes significativos para as empresas, pois estes contribuem para a redução do valor da empresa, e que o aumento do nível de endividamento por parte das empresas provoca o aumento dos custos de insolvência.

DeAngelo e Masulis (1980) consideraram que todas as as empresas poderiam ter uma determinada estrutura de endividamento baseada no trade-ff entre os custos de insolvência e a vantagem fiscal proveniente da dedutibilidade dos juros da dívida, não interessando a dimensão dos custos de falência. As vantagens desta teoria incluem a redução dos impostos, motivada pela dedutibilidade fiscal dos juros da dívida (Modigliani e Miller, 1958) e dos benefícios de outras fontes de proteção fiscal, como as amortizações, provisões e o crédito fiscal ao investimento (DeAngelo e Masulis, 1980). Myers (1984), sugere uma relação ótima de equilíbrio entre os dois tipos de capitais, na qual, o custo de capital seja minimizado.

1.2 Teoria de Market Timing

A teoria de equity market timing na formação da estrutura de capital das empresas teve como protagonistas Baker e Wurgler (2002), que definiram Equity Market Timing (EMT), ou janelas de oportunidade de mercado, como a prática de emitir ações quando os preços estão elevados e a recompra quando os preços estão baixos. Baker e Wurgler (2002) explicam que o market timing surgiu para ser um elemento importante das políticas de financiamento corporativo. Segundo Baker e Wurgler (2002), à primeira vista, espera-se que haja um impacto de curto prazo, ou seja, caso as empresas consigam reequilibrar sua alavancagem com certa

frequência, o market timing não terá impacto persistente na estrutura de capital. Baker e Wurgler ainda testaram os determinantes propostos por Fama e French (2002): lucro antes dos juros e impostos sobre ativo total, dividendos sobre patrimônio líquido, dividendos sobre valor de mercado, depreciação sobre ativo total, pesquisa e desenvolvimento sobre ativo total. Baker e Wurgler (2002) buscaram verificar como o comportamento de market timing afetava a estrutura de capital das empresas e se este comportamento gerava um impacto de curto ou longo prazo. Segundo Baker e Wurgler (2002), caso as empresas não busquem um nível alvo ou ótimo de endividamento, os efeitos do market timing não serão revertidos no longo prazo e estas flutuações temporárias no índice terão efeitos permanentes sobre a alavancagem. Baker e Wurgler (2002) afirmam que na extensão em que altos níveis de market-to-book coincidem com altos níveis de investimento, os resultados encontrados sugerem que estes períodos reduzirão a alavancagem, pois as empresas financiarão estes investimentos com a emissão de ações.

Segundo Myers (2001), as teorias não são projetadas para serem gerais, mas são teorias condicionais de estrutura de capital, cada uma enfatizando certos custos e benefícios de estratégias alternativas de financiamento.

Korajczyk et al. (1990) verificaram que o preço da ação cai quando do anúncio de emissão, afirmando que este resultado pode ser explicado pelos modelos baseados na assimetria de informação. Korajczyk et al. (1991) argumentam que as empresas tendem a anunciar a emissão de ações logo após a divulgação de informações financeiras, fato que pode reduzir a assimetria informacional e a queda no preço após o anúncio de emissão, visto que o mercado estará mais informado sobre as perspectivas futuras das empresas.

O índice market-to-book, se constitui na principal variável de teste da teoria de market timing sob a abordagem de Baker e Wurgler (2002). Baker e Wurgler (2002) ressaltam os dois principais resultados encontrados: 1) altos valores de mercado reduzem a alavancagem no curto prazo; e 2) altos valores de mercado históricos são associados com baixas alavancagens, afirmando que a conexão entre estes dois resultados evidencia que os efeitos do índice market-to-book são persistentes.

Taggart (1977), aponta a tendência das empresas emitirem ações quando o seu valor de mercado está alto em relação ao seu valor patrimonial ou aos seus valores de mercado históricos, como Marsh (1982), Jalilvand e Harris (1984) e Asquith e Mullins (1986). A ideia básica do modelo de Taggart (1977) pode ser descrita como uma identidade de usos e fundos, sendo que, na medida em que os investimentos realizados excedem o fluxo de caixa, a empresa recorrerá a fontes externas de financiamento. A partir da identidade de usos e fundos, Taggart (1977) desenvolve modelos que buscam verificar quais os determinantes das variações no uso das diferentes fontes

de recursos (dívida de curto prazo, dívida de longo prazo, emissão de ações, retenção de lucros e ativos líquidos) pelas empresas. Taggart (1977) recorre aos trabalhos de Modigliani e Miller para argumentar sobre a existência de um nível ótimo de endividamento, determinado por fatores como impostos, custos de dificuldades financeiras e racionamento de crédito por credores. De acordo com Taggart (1977), a composição do capital permanente (dívida de longo prazo + patrimônio) será determinada pelo nível alvo desejado de endividamento (dívida/patrimônio), o que dependerá do valor de mercado da dívida e do valor de mercado do patrimônio. Taggart (1977) lembra que a suposição de que os gestores possuem habilidade superior para prever os movimentos das taxas de juros e determinar o melhor momento para as emissões (timing) é contrária às hipóteses de mercado eficiente, no entanto, é possível encontrar evidências desta habilidade de previsão em que os gestores tentam encontrar o melhor momento para a emissão de títulos. Taggart (1977) constatou que o fator timing influencia significativamente as decisões financeiras das empresas, sendo que a emissão de dívida é um substituto para a emissão de ações quando o mercado acionário encontra-se em baixa. Taggart (1977) indica que o ajustamento para um nível alvo de dívida de longo prazo parece ser um importante determinante das emissões de dívida de longo prazo e das emissões e recompra de ações, sendo que quando o nível de endividamento está abaixo da meta, a empresa emite mais dívida do que ações.

Taggart (1977) conclui que as empresas baseiam suas decisões de emissões de ações e dívida na necessidade por capital permanente e na sua capacidade de financiamento de longo prazo.

Marsh (1982), caso as empresas necessitem de financiamento externo, deveriam emitir ações se estiverem acima de seu nível alvo de endividamento, e dívida caso contrário. Os resultados principais obtidos por Marsh (1982) indicam que as empresas que se encontram abaixo do seu nível alvo de dívida de longo prazo são mais prováveis de emitir dívida; empresas pequenas, com poucos ativos fixos e alto risco de falência são prováveis de emitir ações; empresas que apresentaram grandes aumentos recentes no preço acionário tendem a preferir a emissão de ações; e a escolha do título a ser emitido depende muito das condições esperadas do mercado de dívida e ações. Marsh (1982) ressalta que embora todas as variáveis tenham se mostrado, significativas, as variáveis representativas das condições de timing e mercado apresentaram estatísticas t bem superiores às demais.

Segundo Rajan e Zingales (1995), empresas altamente alavancadas podem deixar passar valiosas oportunidades de investimento por terem, assim, esgotado a sua capacidade de financiamento. Rajan e Zingales (1995), determinam como: empresas com altos índices market-to-book apresentam maiores custos de dificuldades financeiras, levando a esta relação negativa

com a alavancagem; tendência das empresas emitirem ações quando o preço e, conseqüentemente, o índice market-to-book, é considerado alto. Diante disto, Rajan e Zingales (1995) afirmam que as empresas parecem tentar encontrar o melhor momento para a emissão de ações, caracterizando o comportamento de market timing, o que reduz temporariamente a alavancagem.

Schultz (2003) contrastou as evidências acerca da principal característica do equity market timing ao argumentar que as empresas tendem a emitir ações mesmo após períodos de altos retornos, ou mesmo que elas não pudessem prever altos retornos futuros. Flannery e Rangan (2006) utilizaram um modelo dinâmico de ajustamento parcial da meta de endividamento para verificar se as empresas aproveitam “janelas de oportunidades” ou atuam na busca de uma alavancagem-alvo. Baker e Wurgler (2002) definem equity market timing como a prática de emitir ações quando a empresa considera que estejam sobrevalorizadas e recomprar quando se considera que estejam subvalorizadas, com a intenção de explorar flutuações temporárias no custo do capital próprio em relação ao custo de fontes alternativas de financiamento.

Método de Pesquisa

O presente estudo trata de uma pesquisa bibliométrica, desenvolvido a partir de materiais já elaborados (Gil, 1999).

Para o desenvolvimento deste trabalho, foram extraídos uma amostra por meio de pesquisa das características mais relevantes das publicações constantes nos periódicos das áreas de Finanças, Contabilidade e Administração.

Foram analisados mais de 50 artigos sobre o tema (Pecking Order, Trade-Off e Market Timing) e a forma de coleta de dados se deu a partir de arquivos eletrônicos disponíveis das plataformas como Google acadêmico (scholar); Spell e periódico Capes com as edições atualizadas até a coleta dos dados.

Conclusões

O tema abordado é de tamanha grandeza motivo este que ainda está longe de ser conclusivo, esta pesquisa buscou trazer uma descrição de dados referente as teorias de estrutura de capital que possuem bastante interação entre sí, como, Pecking Order, Trade- Off e Market Timing.

Os resultados concordam com a proposta inicial da literatura que contribuem cada vez mais para um melhor entendimento da gestão financeira das empresas. Apesar das contribuições geradas neste trabalho, é importante expor a limitação do estudo como ressalta Fama e French

(2002), em dizer sobre as bases que serviram para a amostra pode ser considerada limitada. Assim, com as contribuições e as limitações definidas, pesquisas futuras, poderiam expandir a proposta de estudo em outras bases e contextos.

Referências

ALTI, A. How persistent is the impact of market timing on capital structure? *The Journal of Finance*. v. 61, n. 4, p. 1681-1710, Aug, 2006.

ASQUITH, P.; MULLINS, D. Equity issues and offering dilution. *Journal of Financial Economics*. v. 15, p. 61-89, 1986.

BAKER, M.; TALIAFERRO, R.; WURGLER, J. Pseudo market timing and predictive regressions. *NBER Working Paper*, WP 10823, p. 1-36, Oct. 2004.

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

BAKER, M.; WURGLER, J. The equity shares in new issues and aggregate stock returns. *The Journal of Finance*. v. 55, n. 5, p. 2219-2257, Out. 2000.

BAXTER, N. Leverage, Risk of Ruin and The Cost of Capital. *Journal of Finance*, v.22, n.3, September, p.395-403. 1967.

BIAGNI, F. L. **Fatores determinantes da estrutura de capital das empresas de capital aberto no Brasil: uma análise em painel**. Dissertação de Mestrado, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, agosto, 2003.

BRADLEY, M., JANELL, G.A. e KIM, E.H. On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence. *The Journal of Finance*. 39(3),857-478. 1984.

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

CAMPOS, A. L. S. & NAKAMURA, W. T. Rebalanceamento da estrutura de capital: endividamento setorial e folga financeira. Rio de Janeiro. *Revista de Administração Contemporânea*, 19, (edição especial), 20-37, 2015.

DAMODARAN, A. **Finanças Corporativas. Teoria e Prática**. 2. ed. Bookman, 2004.

DEANGELO, H. e MASULIS, R.W. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8,3—29, 1980.

DONALDSON, G. G. **Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and determination of corporate debt capacity**. Boston: Harvard Graduate School of Business Administration, 1961.

FAMA, E.F. e FRENCH, K.R. Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *Review of Financial Studies*, v.15, n.1, March 2002, p.1-33, 2002.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, v. 15, p. 1-33, 2002.

- FAMA, E.; FRENCH, K. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay. **Journal of Financial Economics**, v. 60, p. 3-43, 2001.
- FISCHER, E.O.; HEINKEL, R. e ZECHNER, J. Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests. **Journal of Finance**, v.44, n.1, p.19-40, March 1989.
- FLANNERY, M.J. e RANGAN, K.P. Partial Adjustment Toward Target Capital Structures. **Journal of Financial Economics**, v. 79, n.3, Mar, p.469-506, 2006
- FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Testing the pecking order theory of capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 67, p. 217-248, 2003.
- GRACIA, J.L. e Sogorb - MIRA S. Testing Trade - Off and Pecking Order theories financing SMEs. **Small Business Economics**, 31:117 - 136, 2008.
- GIL, A.C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. São Paulo: Atlas, 1999.
- GOMES, G. L; LEAL, R. P. C. **Determinantes da Estrutura de Capitais das Empresas Brasileiras com Ações Negociadas em Bolsas de Valores in Finanças Corporativas**, São Paulo, Atlas, 2001.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297-355, March 1991.
- HENNESSY, C.A. e WHITED, T.M. Debt dynamics. **The Journal of Finance**, 60(3), 1129- I 165, 2005.
- JALILVAND, A.; HARRIS, R. S. Corporate behavior in adjusting to capital structure and dividend targets: an econometric study. **The Journal of Finance**. v. 39, n. 1, p. 127-145, Mar. 1984.
- JENSEN, M. C., & MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, 3(4), 305-360, 1976.
- JENSEN, M.C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and TAKEOVERS. **American Economic Review**, v. 76, n.2, May, p.323-329, 1986.
- KIM, E.H. A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity. **Journal of Finance**, v.33, n.1, Marc, p.45-63, 1978.
- KRAUS, A. e LITZENBERGER, R. A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. **The Journal of Finance**, 28(3),911-922, 1973.
- Korajczyk, R.; Lucas, D.; McDonald, R. **Understanding stock price behavior around the time of equity issues**. In: HUBBARD, R. G. Asymmetric information, corporate finance, and investment. Chicago, IL: University of Chicago Press, 1990.
- Korajczyk, R.; Lucas, D.; McDonald, R. The effects of information releases on the pricing and timing of equity issues. **Review of Financial Studies**. v. 4, n. 4, p. 685- 708, 1991.
- LEARY, M.T. e ROBERTS, M.R. Do firms rebalance their capital structures? **The Journal of Finance**, 60(6), 257 5—2619, 2005.
- MARSH, P. The choice between equity and debt: an empirical study. **The Journal of Finance**. v. 37, n. 1, p. 121-144, Mar. 1982
- MILLER, M. H. Debt and taxes. **The Journal of Finance**, 32(2), 261-275, 1977.
- MODIGLIANI, F., & MILLER, M. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, 48(3), 261-297, 1958.

- MODIGLIANI, F. & MILLER, M. Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction. **American Economic Review**, v.53, n.3, June 1963, p.433-443, 1963.
- MORELLEC, Erwan. Can Managerial Discretion Explain Observed Leverage Ratios? **Review of Financial Studies**, v.17, n.2 p.257-294, 2004.
- MYERS, S. C., Determinants of Corporate Borrowing. **Journal of Financial Economics**, Vol. 5, 1977, pp. 147-175.
- MYERS, S C. The Capital Structure Puzzle. **Journal of Finance**. 39, pp. 575-592, 1984.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S., Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have, **Journal of Financial Economics**, 13, pp. 187-222, 1984.
- MYERS, S.C., Capital structure. **Journal of Economic Perspectives** 15, 81-102, 1995, 2001.
- NAKAMURA, W. T., MARTIN, D. M. L., Forte, D., Carvalho Filho, A. F. D., Costa, A. C. F. da., & Amaral, A. C. do. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista Contabilidade & Finanças**, 18(44), 72-85, 2007.
- PAPKE, L.E. e WOOLDRIDGE, J.M. Econometric methods for fractional response variables with an application to 401(k) plan participation rates. **J. Appl. Econometric**. 11(6),619-432, 1996.
- RAJAN, R. G., & ZINGALES, L. What do we know about capital structure? some evidence from international data. **The Journal of Finance**, 50(5), 1421-1460, 1995.
- RAMALHO, J.S. e SILVA J.V. da. A two-paít fractional regression model for the financial leverage decisions o micro, small, medium, and large firms, **Quantitative Finance**,9:S,621 -636, 2009.
- ROSS, S. The determination of financial structure: the incentive signaling approach. **The Bell Journal of Economics** 8, 23-40, 1977.
- SCHULTZ, P. Pseudo Market timing and the Long-Run Underperformance of IPOs. **Journal of Finance**, v. 58, n. 2, Apr. 2003.
- SILVA J.V- da. **A Decisão de Financiamento e a Estrutura de Capitais: Digressão sobre Quadros Conceptuais e Evidência Empírica**, 2007.
- STULZ, R. Managerial discretion and optimal financing policies. **Journal of Financial Economics**, 26 (1), 3-27, 1990.
- SHYAM-SUNDER, L.; MYERS, S. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 51, p. 219-244, 1999.
- TAGGART, R. A. A model of corporate financing decisions. **The Journal of Finance**. v. 32, n. 5, p. 1467-1484, Dec. 1977.
- TITMAN, S; WESSELS, R, The Determinants of Capital Structure Choice. **Journal of Finance**, 43, pp. 1-19, 1988.
- WARNER, J.B. Bankruptcy Costs: Some Evidence. **Journal of Finance**, v.32, n.2, May, p.337-347, 1977.

WHITE. M.J. **The Costs of Corporate Bankruptcy: A US- European comparison.** Chapter 30 in Corporate Bankruptcy, Economic and Legal Perspectives, Edited by Bhandari, J. S. e Weiss, L. A. Cambridge University Press, 1996.

WOOLDRIDGE, J. **Introductory Econometrics: A Modern Approach-** South- Western College Publishing Thomson Learning, 2000.