

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBÊRLÂNDIA - UFU
FACULDADE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS – FACIC
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

ANA FLÁVIA RODRIGUES PEREIRA

ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS:
quais os fatores associados?

UBERLÂNDIA
JUNHO DE 2017

ANA FLÁVIA RODRIGUES PEREIRA

**ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS:
quais os fatores associados?**

Artigo Acadêmico apresentado à Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Me. Reiner Alves Botinha

**UBERLÂNDIA
JUNHO DE 2017**

ANA FLÁVIA RODRIGUES PEREIRA

Endividamento das empresas: quais os fatores associados?

Artigo Acadêmico apresentado à Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Banca de Avaliação:

Prof. Me. Reiner Alves Botinha – FACIC
Orientador

Prof.
Membro

Prof.
Membro

Uberlândia (MG), 16 de junho de 2017

RESUMO

As decisões quanto à estrutura de capital de uma empresa, ou seja, o modo como ela se financia, é um dos temas de maior complexidade para a tomada de decisões financeiras, por estar relacionado a diversas variáveis de finanças, bem como pairar sobre diferentes teorias que fundamentam o cenário. A presente pesquisa, fundamentada nas Teorias de *Pecking Order* e do *Trade-off* buscou analisar os fatores associados ao grau de endividamento das empresas brasileiras. Como objetivos específicos, buscou-se verificar se os índices da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) auxiliam a explicar o grau de endividamento das empresas. Para alcançar o objetivo, analisou-se 34 empresas listadas no ISE, nos períodos de 2011 a 2015, sendo aplicado o teste de regressão múltipla dos dados. Como resultados verificou-se que as variáveis cobertura de dívidas com caixa, e retorno sobre o PL (indicadores da DFC), crescimento, o fato de emitir ações no exterior, a empresa estar listada no novo mercado de governança corporativa, pertencer ao setor de saúde ou utilidade pública, são características capazes de explicar a variação no endividamento das empresas. De forma geral, verificou-se que os índices da DFC são capazes de auxiliar na explicação das diferenças nos graus de endividamento das empresas, e os resultados encontrados confirmaram o exposto na Teoria do *Pecking Order*, em detrimento da Teoria do *Trade-off*.

Palavras-chave: Endividamento; Demonstração dos Fluxos de Caixa; Teoria *Pecking Order*; Teoria *Trade-off*.

ABSTRACT

Decisions about the capital structure of a company, in other words, how it is financed, is one of the most complex issues for financial decision making, because it is related to several variables of finance, as well as hover over different theories that justify the scenario. This research, based on the Pecking Order and Trade-off Theories, sought to analyze the factors associated with the degree of debt of Brazilian companies. As specific objectives, we sought to verify if the Cash Flow Statement (DFC) indices help to explain the degree of corporate debt. To reach the objective, we analyzed 34 companies listed in the ISE, in the periods 2011 to 2015, and the multiple regression test of the data was applied. As a result, it was verified that the variables coverage of debts with cash, and return on the PL (indicators of the DFC), growth, the fact of issuing shares abroad, the company is listed in the new corporate governance market, belong to the Health or Public Utility, are characteristics capable of explaining the variation in the companies' debt. In general, it was verified that the DFC indices are able to help explain the differences in the degrees of debt of the companies, and the results found confirm the Pecking Order Theory, in detriment of the Trade-off Theory.

Key-words: *Debt. Statement of Cash Flows. Pecking Order Theory. Trade-off Theory.*

1 INTRODUÇÃO

A composição das fontes de financiamento adotadas pelas empresas tem sido base de inúmeros trabalhos, em razão da importância de um adequado sistema de obtenção de recursos para a maximização do valor da empresa, e, consequentemente, os benefícios proporcionados aos proprietários e acionistas. Gitman (2009) relata que a composição das fontes de financiamento, ou seja, a estrutura de capital de uma empresa é uma das áreas de maior complexidade na tomada de decisões financeiras, devido a sua estreita relação com outras variáveis decisivas de finanças.

No âmbito da teoria de finanças corporativas, Modigliani e Miller (1958) introduziram suas proposições, segundo as quais, o modo como a empresa se financia não interfere no seu valor, sendo a rentabilidade e o risco da decisão os determinantes para a composição do valor de um investimento. Tais proposições, são contrárias às teorias anteriores que destacavam a existência de uma estrutura ótima de capital e a sua colaboração para o valor da empresa.

Devido à relevância acerca dessa discussão, alguns estudos, também assinalaram os possíveis fatores determinantes para a escolha da estrutura de capital. Povia (2013) assegura que os fatores geralmente utilizados para explicar a determinação da estrutura de capital são: grau de tangibilidade dos ativos, tamanho, lucratividade, oportunidades de crescimento, e a instabilidade dos resultados como medida de risco.

Segundo Portal, Zani e Silva (2012), uma minoria de estudos sobre estrutura de capital tem analisado a relação dos financiamentos e investimentos, sendo que as decisões de investimento vêm sendo tratadas como um fator externo ao nível de endividamento.

Porém, para Almeida, Campelo e Weisbach (2004), essas duas áreas de decisões financeiras, investimento e financiamento, possuem relação direta. Os autores salientam que algumas empresas não conseguem financiar em sua totalidade as oportunidades de investimento, em razão da divergência de informações recebidas entre a área de financiamento e a de investimento, o que caracteriza uma restrição financeira. Na presença de restrições financeiras, estima-se que as empresas retenham liquidez, de modo a buscar alternativas em meio a recursos internos. Para tal, surge a necessidade de indicadores que representem da melhor maneira os resultados de desempenho.

A Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC) vem sendo considerada de suma importância na tomada de decisões financeiras. Para Gitman (2009), as informações presentes na DFC

permitem que os usuários analisem o passado e, possivelmente, o futuro do fluxo de caixa das empresas.

Para Soares (2010), a análise da empresa, por meio de índices, exige, obrigatoriamente, a comparação com padrões e a fixação da importância relativa de cada índice, sendo cobertura de juros, capacidade de quitar dívidas, taxa de retorno de caixa, nível de recebimento das vendas, e capacidade de novos investimentos, alguns dos principais índices utilizados com as informações da DFC.

Há controvérsias, no que diz respeito à superioridade dos indicadores de fluxo de caixa, em relação a outros indicadores. Alguns autores asseveram que os indicadores de fluxo de caixa e indicadores tradicionais demonstram os mesmos resultados. Outros, que os resultados dos indicadores de fluxo de caixa são superiores na apresentação dos resultados.

Nesse sentido, a grande problemática acerca desse estudo diz respeito aos possíveis fatores que influenciam no grau de endividamento das empresas brasileiras, associados à pertinência e representatividade dos indicadores de fluxo de caixa na tomada de decisões financeiras.

O presente artigo tem como objetivo geral analisar os fatores associados ao grau de endividamento das empresas brasileiras, sendo objetivos específicos: (i) identificar os fatores mais relevantes do grau de endividamento, de modo a projetar elementos comuns nas empresas brasileiras; (ii) verificar a relação existente entre o grau de endividamento e os indicadores do fluxo de caixa que possam constituir características explicativas para a magnitude do endividamento da empresa.

O alto nível de endividamento das empresas brasileiras é considerado um impedimento para a recuperação econômica do país, dado que, apesar da realização de cortes nos custos, as vendas continuam estagnadas e as taxas de juros não evidenciam redução, o que contribui para a manutenção do endividamento (Folha de São Paulo, 2016).

Para Assaf Neto (2007), os princípios financeiros reconhecidos em outros ambientes econômicos apresentam dificuldades de adaptação à realidade brasileira, necessitando de ajustes. Partindo desse pressuposto e tendo em vista a situação econômica do Brasil, em meio a cenários de altas taxas de juros e oportunidades de crédito restringidas, este artigo se justifica pelo fato de que a busca pelo equilíbrio financeiro e a manutenção de espaço no mercado, e se faz cada vez mais imprescindível a atuação correta e perspicaz na tomada de decisões.

Após o término da pesquisa, espera-se contribuir para a realidade das empresas brasileiras, de modo a apresentar alternativas perante a conjuntura na qual estão inseridas, e

proporcionar avanços para estudos na área de finanças, servindo como base para estudos posteriores.

O artigo é ordenado da seguinte forma: após essa primeira parte introdutória, na sequência é apresentado o referencial teórico, na terceira parte delineados os aspectos metodológicos, na quarta seção, a análise e a discussão dos resultados, e, na última seção, são apresentadas as considerações finais do estudo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Endividamento das empresas e *Cash Flow Sensitivity*

A estrutura de capital (endividamento) de uma empresa, basicamente, representa o modo como as empresas fazem uso do capital próprio e do capital de terceiros para financiar suas atividades. Segundo Zani e Procianny (2005a), as decisões de investimento efetuadas mediante capitais próprios resultam em direitos de propriedade, enquanto as realizadas por meio de capitais de terceiros resultam em direitos de crédito sobre o fluxo de caixa. No primeiro, remunera-se na forma de juros, sendo que representa uma vantagem fiscal como despesa dedutível, e no segundo, pela forma de dividendos ou ganhos de capital derivados da valorização de ações. Pela dificuldade da análise entre as vantagens e desvantagens da utilização dos recursos próprios ou de terceiros, há um impasse quanto à existência de uma estrutura ótima de capital.

Durand (1952) admite a existência de uma estrutura ótima de capital e a sua maximização para o valor de mercado. Por outro lado, Modigliani e Miller (1958) sustentam, como base para suas argumentações, que o modo como a empresa se financia não interfere no seu valor de mercado, e, por conseguinte, a não existência de uma estrutura de capital ótima. Ou seja, as duas teorias se fragmentam na posição em que as decisões de financiamento proporcionam interferência ou não para a maximização do valor da empresa.

Apesar da ausência de consenso entre os teóricos de finanças sobre a existência da estrutura ótima de capital, Perobelli e Famá (2002) consideram que, na prática, as empresas propendem a agir conforme a existência de uma estrutura ótima de capital. Os autores também resgataram de um modelo já aplicado em outros países (adaptados à realidade brasileira), possíveis fatores determinantes da estrutura de capital, podendo-se ressaltar: tamanho, expectativa de crescimento e lucratividade.

Nessa mesma conjuntura, Dallabona et al. (2010) destacam duas teorias notáveis em relação a estrutura de capital. A primeira, Teoria *Trade off*, está associada ao estudo de Durand (1952), por defender a existência de uma combinação de capital de terceiros e do capital próprio, com foco nos benefícios fiscais da dívida e nos custos de falência estimados, possibilitando a maximização do valor de mercado. Dentre as variáveis de maior significância para com a Teoria *Trade off*, destaca-se a relação favorável entre endividamento e rentabilidade (Correa, Basso & Nakamura, 2013).

A segunda teoria é a Teoria *Pecking Order*, associada ao estudo de Modigliani e Miller (1958), ao defender a inexistência de uma estrutura ótima de capital, sendo estabelecidas ordens de preferência para captação de recursos internos e externos.

Seguindo essa hierarquia das fontes, Bressan et al. (2009) argumentam que, primeiramente, ocorreria a utilização de recursos internos por meio da retenção de lucros, devido ao fato de que, ao recorrer a esse tipo de recurso, não há a produção da assimetria informacional. Em seguida, são utilizados os recursos externos por meio da constituição da dívida e a emissão de novas ações, pois derivam de uma maior complexidade e igualdade nos níveis de informações repassados para gestores e investidores externos. Dessa forma, constata-se que o modo como a empresa se financia não interfere no valor, mas sim os fluxos de caixa gerados. Constatou-se ainda, a relação negativa entre endividamento e rentabilidade, pois empresas com altos níveis de rentabilidade possuem maiores condições para se autofinanciar (DALLABONA et al., 2010).

Bressan et al. (2009) admite que a teoria *Pecking Order* surgiu no mesmo caminho da abordagem de assimetria informacional. Zani e Procianoy (2005b) definem assimetria informacional como sendo impedimentos que acontecem acerca das diferenças de informações obtidas entre investidores e financiadores. Machado, et al. (2015) admitem que o processo de formação da estrutura de capital não está limitado em contar ou não com capital de terceiros no financiamento dos investimentos. Para tal, devem ser observados alguns quesitos, como prazo de pagamento da dívida, as características do endividamento, os custos das transações e a assimetria informacional, em conformidade com a afirmação de Pova (2013) de que a assimetria informacional pode interferir na escolha da fonte de endividamento.

Porém, em mercados imprecisos e inexatos, há o surgimento de restrições financeiras, que também é um aspecto importante de ser aqui ressaltado. Conforme Portal, Zani e Silva (2012), as empresas qualificam-se em estado de restrição financeira ao realizarem decisões de investimentos que não atingem a mais alta capacidade devido à falta de fontes internas e externas de financiamento, acarretando em subinvestimento.

Chalhoub, Kirch e Terra (2015) evidenciaram as dificuldades de acesso ao mercado externo pelas empresas restritas financeiramente, e a relação existente entre o risco e a retenção de caixa, sendo que quanto maior o nível de risco, maior a retenção de fluxo de caixa interno.

Zani e Procianoy (2005b) também corroboraram a afirmação de que, para as empresas restritas financeiramente, não existem oportunidades para integralização das suas necessidades no mercado externo. Salientaram ainda o nível de dificuldade financeira das empresas relacionado ao endividamento e à retenção de caixa. Isso reside no fato de que uma empresa que apresenta inferioridade na sua situação financeira, com a geração de recursos, haverá a destinação plena para investimentos e redução do endividamento.

Dessa forma, na presença de restrições financeiras, implica-se que as empresas retenham liquidez, de modo a buscar alternativas em meio a recursos internos. Para Almeida, Campello e Weisbach (2004), um dos efeitos da restrição financeira é a propensão da empresa em poupar dinheiro dos fluxos de caixa (*the cash flow sensitivity of cash*). Sendo que, para empresas sem restrições financeiras não há a necessidade de retenção de caixa, enquanto empresas restritas financeiramente devem ter uma propensão à retenção de recursos internos, isto é a sensibilidade de caixa positiva.

Conforme Portal, Zani e Silva (2012), após a análise em empresas brasileiras restritas e não restritas financeiramente, foi constatado que as empresas com restrições expressam uma sensibilidade positiva dos fundos internos ao fluxo de caixa, juntamente com uma sensibilidade negativa dos fundos externos ao fluxo de caixa. Portanto a sensibilidade financeira também pode ser um fator que influencia no grau de endividamento das empresas.

2.2 Indicadores de fluxo de caixa na tomada de decisões

Os gestores desempenham suas ações objetivando a maximização de riqueza e o desenvolvimento da organização. Para tal, a utilização de demonstrações financeiras como instrumentos para medir o desempenho e tomar decisões se estabeleceu como característica essencial para o sucesso de uma organização.

Segundo Borges, Nunes e Alves (2012), a Demonstração dos Fluxos de Caixa é considerada uma das principais ferramentas para suporte na tomada de decisões, inclusive em contextos de incerteza, uma vez que possibilita o panorama concreto dos fluxos de caixa de determinado período e facilita a previsão dos fluxos de caixa futuros.

Alves e Marques (2006) argumentam que a DFC (Demonstração de Fluxo de caixa) é uma demonstração financeira dinâmica, pois possibilita a ligação com outros relatórios, e que

tem como principal objetivo evidenciar as alterações da conta caixa e seus equivalentes, durante determinado período.

Ainda conforme Alves e Marques (2006), na DFC, as atividades da empresa são fragmentadas em operacionais, de investimento e de financiamento. As atividades operacionais estão associadas à sustentação das operações da empresa, tais como prestação de serviços e vendas de mercadorias. As atividades de investimento abrangem as transações que modificam a estrutura de investimentos e que influenciem no caixa, sendo indiferente o prazo de realização. As atividades de financiamento compreendem qualquer ação que envolva a estrutura de capital da empresa, e as alterações nas obrigações financeiras para com terceiros e patrimônio líquido, que influenciaram a conta caixa. A DFC proporciona parâmetros de desempenho que atuam como suporte para cálculos de indicadores financeiros.

Braga e Marques (2001) enfatizam a agregação dos indicadores dos fluxos de caixa no que concerne aos indicadores convencionais de estrutura, lucratividade e retorno e destacam os principais parâmetros ordenados em quatro grupos, sendo que, para análise e concepção desses indicadores, é empregado o fluxo de caixa das operações, excluindo-se as transações não operacionais e esporádicas. Estes indicadores podem ser observados no Quadro 1.

Quadro 1 – Indicadores de desempenho obtidas da Demonstração de fluxo de caixa

Quocientes	Indicadores	Finalidade
Cobertura de caixa	✓ Cobertura de juros	Avaliação da liquidez do empreendimento
	✓ Cobertura de dívidas	
	✓ Cobertura de dividendos	
Qualidade de resultados	✓ Qualidade das vendas	Realização de uma prescrição da distribuição dos fluxos de caixa e dos lucros divulgados
	✓ Qualidade do resultado	
Dispêndios de capital	✓ Aquisições de capital	Apontamentos da capacidade da empresa em suprir suas necessidades por dispêndios líquidos de capital(aquisições menos alienações).
	✓ Investimento e financiamento	
Retorno de fluxo de caixa	✓ Fluxo de caixa por ação	Medida potencial do negócio
	✓ Retorno de caixa sobre os ativos	
	✓ Retorno de caixa sobre passivo e PL	
	✓ Retorno de caixa sobre PL	

Fonte: Braga e Marques (2001)

Os indicadores evidenciados amparam os usuários que necessitam de dados e informações acerca da situação financeira das organizações, tais como analistas, credores, órgãos do governo, e, do mesmo modo, proporcionam a análise de tendências.

Para Braga e Marques (2001), esses indicadores, por referir-se ao regime de caixa, envolvem as mesmas limitações dos indicadores tradicionais que se referem ao regime de

competência, em particular, quando ocorre a utilização de forma isolada e para um período curto de tempo.

2.3 Estudos anteriores

Dallabona et al. (2010) objetivavam analisar a relação entre o nível de endividamento e os fatores determinantes da estrutura de capital nas empresas familiares e não familiares listadas na BM&FBovespa. Pautando-se em uma abordagem de levantamento quantitativa no banco de dados da BM&FBovespa e no site da CVM, os autores revelaram que as empresas não familiares que registram maior rentabilidade são menos endividadas do que as empresas familiares, contrariando a hipótese de que empresas com controle familiar denotam revés ao risco. Entretanto concluíram que há uma ausência de diferenças relevantes entre os fatores determinantes da estrutura de capital no comparativo das empresas familiares e não familiares.

Perobelli e Famá (2002) objetivavam adaptar um modelo norte americano aplicado em outros países para a realidade brasileira, verificando os fatores indutores do endividamento e a convergência entre os resultados do modelo americano de modo a traçar um perfil de empresas viáveis ao endividamento. Mediante os instrumentos de coleta de dados bibliográfica, e análises por meio do Economática, os resultados indicaram relação com os fatores crescimento e lucratividade, visto que empresas de menor porte revelam maior tendência ao endividamento de curto prazo, enquanto empresas em crescimento estão sujeitas à menor utilização das fontes de financiamento de curto prazo. E empresas com baixo giro são mais propensas ao endividamento de curto prazo, do que as com alto giro.

Zani e Procianoy (2005b) objetivavam identificar a situação da restrição financeira baseados no modelo de Almeida, Campelo e Weisbach (2004), por meio da análise do comportamento das empresas, em diferentes períodos de inflação e da variação na estocagem de liquidez. Para tal, basearam-se em dados de 436 empresas de diferentes setores contidas na Economática. Os resultados encontrados divergiram dos previstos pelo modelo ACW, pois revelaram que as empresas financeiramente restritas não apresentaram sensibilidade positiva no estoque de liquidez em relação às variações de fluxos de caixa, sendo que os resultados esperados foram evidenciados nas empresas sem restrições.

Braga e Marques (2001) objetivavam apresentar os conceitos e formas de utilização dos indicadores de fluxo de caixa, enaltecendo o mérito destes mesmos em relação aos indicadores tradicionais. Por meio dos instrumentos de coleta bibliográfica e documental, foram analisadas as demonstrações de fluxo de caixa da Companhia Vale do Rio Doce e Centrais Elétricas de

Minas Gerais S/A (CEMIG), apenas para fins de aplicabilidade. Na análise, foram fornecidas informações relevantes acerca da necessidade de manter um nível adequado de liquidez, o que proporciona maior estímulo à viabilidade da análise financeira por meio da DFC.

3 METODOLOGIA

A presente pesquisa segue o delineamento de pesquisa descritiva, com abordagem de natureza quantitativa, e procedimentos técnico *ex-post facto*, efetuando-se suposições acerca da relação entre variáveis sem uma observação direta, mas com base nas informações constantes em dados secundários (GIL, 2008).

A amostra da pesquisa é composta por empresas listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), por representar um conjunto de empresas com maior grau de transparência das informações, sendo analisado o período entre 2011 a 2015. Foram analisadas portanto, 34 empresas totalizando 170 observações. As informações das variáveis foram extraídas sobretudo da base de dados do Economática, e algumas variáveis extraídos dos relatórios publicados na BM&FBOVESPA. O Quadro 2 exhibe as variáveis utilizadas na pesquisa.

Quadro 2 – Variáveis utilizadas na pesquisa.

Variável	Métrica	Fonte
Variável dependente		
Endividamento (End)	O índice de endividamento representa o índice de estrutura patrimonial que indica o quanto a empresa possui de dívidas com terceiros para cada real de recursos próprios (Martins, Diniz & Miranda, 2012). $\text{End} = \frac{\text{Capital de terceiros}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Fonte: Economática
Variáveis independentes		
Cobertura de dívidas com caixa – cobcaixa	Verifica a capacidade da empresa de arcar com dívidas, por meio da identificação do quociente do fluxo de caixa operacional retido (não distribuído) sobre dívidas totais Fórmula: $\text{cobcaixa} = \frac{\text{FCO} - \text{dividendos totais}}{\text{Passivo total}}$	Fonte: Economática e relatórios financeiros. Estudos anteriores: Braga e Marques (2001).
Qualidade do resultado – qualires	Indicação da dispersão entre os fluxos de caixa e os lucros divulgados. Verifica o quanto de lucro operacional proporciona caixa. Fórmula: $\text{qualires} = \frac{\text{FCO}}{\text{EBITDA}}$	Fonte: Economática e relatórios financeiros. Estudos anteriores: Braga e Marques (2001).
Investimento / Financiamento – invfin	A relação investimento e financiamento compara os fluxos líquidos que são necessários para finalidades de investimento, com aqueles gerados de financiamento. $\text{invfin} = \frac{\text{Fluxo de Caixa de Investimento}}{\text{Fluxo de Caixa de Financiamento}}$	Fonte: Economática Estudos anteriores: Braga e Marques (2001).
Retorno sobre o patrimônio líquido – retpl	O retorno sobre o patrimônio líquido mede a taxa de recuperação de caixa dos investimentos realizados pelos acionistas. Fórmula: $\text{retpl} = \frac{\text{FCO}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Fonte: Economática e relatórios financeiros. Estudos anteriores: Braga e Marques (2001).
Taxa crescimento empresa – cresc	O tamanho da empresa é mensurado pelo total dos ativos da empresa no período.	Fonte: Economática
Lucratividade – lucrat	Relação entre o lucro líquido e receita líquida. Fórmula: $\text{Lucrat} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Líquida}}$	Fonte: Economática Estudos anteriores: Bressan et al. (2009).
Tangibilidade dos ativos – tangat	Representa a tangibilidade dos ativos de curto e longo prazo que corresponde a soma dos estoques com imobilizado;	Fonte: Economática Estudos anteriores: Bressan et al. (2009).
Risco do negócio - risco	O risco do negócio representa a volatilidade dos resultados das empresas, que pode ser medido por meio do desvio padrão ou do coeficiente de variação dos resultados. Na presente pesquisa utilizou-se o coeficiente de variação standardizados, conforme Jorge e Armada (2001). A fórmula é apresentada após o Quadro devido à sua extensão.	Fonte: Economática
Controle acionário – control	Representa o percentual de ações ordinárias do maior e dos três maiores acionistas.	Fonte: Economática
Empresa emitente de American Depositary Receipt – adr	Status de listagem como uma empresa que emite ações em mercado estrangeiro. <i>Dummy</i> 1 = emite ações no mercado estrangeiro; <i>Dummy</i> 0 = não emite ações no mercado estrangeiro.	Fonte: Formulário de Referência da BM&FBOVESPA.
Governança Corporativa – gcorp	Status de listagem nos índices de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA – Nível 1 (Gcorp1), Nível 2 (Gcorp2) e Nível Novo Mercado (Gcorp 3).	Fonte: Listagem “Empresas Listadas” BM&FBOVESPA.
Setor de Atividade – setor	Classificação setorial da empresa. <i>Dummy</i> 1 = Bens Industriais; <i>Dummy</i> 2 = Consumo Cíclico; <i>Dummy</i> 3 = Consumo não Cíclico; <i>Dummy</i> 4 = Financeiro e Outros; <i>Dummy</i> 5 = Petróleo. Gás e Biocombustíveis; <i>Dummy</i> 6 = Saúde; <i>Dummy</i> 7 = Tecnologia da Informação; <i>Dummy</i> 8 = Telecomunicações; <i>Dummy</i> 9 = Utilidade Pública.	Fonte: Dados da companhia, apresentado no sítio eletrônico da BM&FBOVESPA.

Fonte: Elaborado pelos autores

Para calcular a variável risco do negócio, recorreu-se à metodologia de Jorge e Armada (2001), conforme Equação 2 apresentada.

Equação 1

$$\text{Risco} = \text{Coeficiente de Variação do RAJI} = \frac{\sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (r_t - \bar{r})^2}{n-1}}}{\bar{r}}$$

Em que,

t = ano;

n = nº de observações (5 anos);

$$r_t = \frac{\text{EBIT do ano } t}{\text{Ativo total líquido do ano } t};$$

$\bar{r}$ = média de r_t .

As variáveis analisadas foram testadas por meio da técnica de regressão linear múltipla, sendo observados os pressupostos básicos propostos por Fávero et al. (2014). O modelo estatístico aplicado referente a regressão linear múltipla, é expressa de uma forma geral, por meio da Equação 2.

Equação 2

$$\text{End}_{ij} = \beta_0 + \beta_1 \text{cobcaixa}_{ij} + \beta_2 \text{qualires}_{ij} + \beta_3 \text{invfin}_{ij} + \beta_4 \text{retpl}_{ij} - \beta_5 \text{cresc}_{ij} + \beta_6 \text{lucrat}_{ij} + \beta_7 \text{tangat}_{ij} + \beta_8 \text{risco}_{ij} + \beta_9 \text{control}_{ij} + \beta_{10} \text{Adri}_{ij} + \beta_{11} \text{i.gcorp}_{ij} + \beta_{12} \text{i.setor}_{ij} + \beta_{13} \text{i.ano} + \varepsilon$$

Por meio do teste de regressão múltipla, espera-se testar a seguinte hipótese:

H1: Os índices de fluxos de caixa estão associados ao endividamento da empresa.

Na próxima seção são apresentados os resultados da pesquisa, por meio do teste de regressão do modelo exposto na Equação 2. Serão também apresentados os resultados da estatística descritiva que permite analisar o comportamento das variáveis e tecer inferências ulteriores às permitidas pelo modelo de regressão.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatística descritiva

Nesta seção, serão divulgados os resultados da pesquisa, sendo, primeiramente, apresentada a estatística descritiva das variáveis qualitativas (governança corporativa, emissão de ADRs e setor) seguida das variáveis quantitativas que se referem aos índices e variáveis que refletem montantes monetários. Posteriormente, é apresentado o modelo de regressão múltipla, dos quais se extrairão as principais discussões da pesquisa. A Tabela 1 registra a estatística descritiva dos dados.

Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis *dummies*.

	Freq.	Freq. Rel.	Freq. Acum.	Média (por grau endividto.)	Desvio Padrão
GCORP					
0	20	11.8%	11.8%	5.40	4.64
1	30	17.6%	29.4%	6.28	5.45
2	25	14.7%	44.1%	2.60	0.91
3	95	55.9%	100.0%	2.93	3.57
Total	170	100.0%		3.76	4.09
ADR					
0	55	32.4%	32.4%	2.67	2.10
1	115	67.6%	100.0%	4.29	4.68
Total	170	100.0%		3.76	4.09
SETOR					
1	20	11.8%	11.8%	2.32	1.05
2	20	11.8%	23.5%	4.54	4.24
3	10	5.9%	29.4%	2.99	2.34
4	35	20.6%	50.0%	8.46	5.36
5	20	11.8%	61.8%	2.85	3.92
6	5	2.9%	64.7%	0.84	0.17
7	10	5.9%	70.6%	0.77	0.24
8	50	29.4%	100.0%	2.16	0.92
Total	170	100.0%		3.76	4.09

Fonte: Elaborado pelos autores.

Nota-se, por meio da tabela 1, que, do total de 170 empresas, 95 estão no nível 3 de governança corporativa, denominado novo mercado, pressupondo-se como justificativa a presença de um rigor maior quanto à transparência das informações apresentadas e, assim, a atração de um maior número de investidores. Nota-se, ainda, que, em média, o nível 1 registrou maior grau de endividamento, podendo ser fundamentado no fato de que, por evidenciar

menores níveis de qualidade de informações, estas podem atrair investidores em menor grau, necessitando de maior volume de capital de terceiros.

Verifica-se que a maioria das empresas possuem ações listadas no exterior, representando 67,6% do total. E esse mesmo grupo de empresas, na média, expõe maior grau de endividamento em relação às empresas que não possuem ações no exterior.

Quanto aos setores, constata-se o setor 8, de utilidade pública, com maior representatividade na amostra, por meio de 50 empresas. O setor de saúde expressa menor representatividade. Nota-se que o maior grau de endividamento está no setor 4 (financeiro e outros) e o menor está no setor 7 (tecnologia da informação). A estatística descritiva das variáveis adotadas pode ser visualizada na Tabela 2.

Tabela 2 – Estatística descritiva das variáveis quantitativas.

Variável	N	Média	Mediana	Des.Padrão	Mínimo	Máximo
end	170	3.76	2.10	4.09	0.24	17.75
cobcaixa	170	0.18	0.15	0.16	-0.12	0.86
qualires	146	0.36	0.63	2.50	-28.96	1.92
invfin	170	-17.60	-0.11	231.70	-3017.82	104.72
retpl	170	0.28	0.22	0.42	-1.27	4.02
lucrat	150	0.12	0.08	0.23	-0.22	1.58
cresc	162	3.23	1.61	4.12	0.13	19.27
tangat	170	7019153.00	4901573.00	8564127.00	54421.00	48200000.00
control	125	0.53	0.53	0.16	0.20	0.80
risco	150	0.32	0.19	0.61	-1.95	3.51

Fonte: Elaborado pelos autores

Na Tabela 2, são relacionadas as médias e demais estatísticas descritivas, e verifica-se que a média do endividamento das empresas foi de 3,76, ou seja, para cada um real de recursos próprios, as empresas possuem 3,76 reais referentes a recursos de terceiros, demonstrando que, em média, as empresas sinalizam uma estrutura de capital dependente dos recursos de terceiros. Para fins de análises e inferências a partir dos resultados, foi aplicado o modelo de regressão múltipla.

4.2 Análise do modelo de regressão

No intuito da representação das variáveis, adotou-se o modelo de regressão linear múltipla, em concordância aos seus pressupostos apresentados por Fávero et. al (2014). Com a finalidade de que as amostras mostrassem uma distribuição normal, adotou-se a técnica de *winsorização* para o tratamento dos *outliers*. Utilizou-se, ainda, o teste *Ladder*, de forma a evitar os problemas de assimetria de distribuição nas variáveis, proporcionando o melhoramento das

discrepâncias dos dados e o direcionamento dos ajustes mais adequados. Após a aplicação da winsorização e do teste *Ladder*, recorreu-se à matriz de correlação com a posterior identificação dos graus de relação entre as variáveis, conforme classificação sugerida por Hair Jr. et al. (2005), para testar se as variáveis são fortemente correlacionadas entre si. Identificou-se por meio do teste de correlação, que não houve grau de correlação forte entre as variáveis independentes, afastando, *a priori*, problemas de multicolinearidade.

Para a verificação de quais variáveis comporiam o modelo, aplicou-se o teste *Stepwise*, identificando as variáveis que apresentaram redundâncias no relacionamento com as outras e, consequentemente, a remoção destas do modelo. Para tal, o teste sugeriu a desconsideração das variáveis investimentos e financiamentos (*invfin*), qualidade dos resultados (*qualres*) e tangibilidade dos ativos (*tangact*). Para a restrição dos problemas de heterocedasticidade e multicolinearidade dos resíduos, empregou-se o método de robustez e o do teste da estatística VIF (fator de inflação da variância), para comprovar a ausência de multicolinearidade no modelo. Observa-se, portanto, que os pressupostos da regressão linear múltipla foram preservados, viabilizando as análises.

Inicialmente, foi testada a regressão linear múltipla do modelo, considerando o nível do endividamento como variável dependente. Em relação às variáveis independentes, foram utilizadas: os indicadores do fluxo de caixa e as variáveis mais relevantes reconhecidas pela literatura como explicativas para o endividamento, já com a exclusão das variáveis que apresentaram redundâncias no teste *Stepwise*. O modelo de regressão linear múltipla e as variáveis adotadas são divulgados na Tabela 3.

Tabela 3 – Modelo de Regressão múltipla

Regressão Linear				Número de Obs.: 113		
VIF = 2.33				F(21, 91): 30.42		
				Prob > F: 0.0000		
				R-quadrado: 0.8097		
				Raiz MSE: 0.3862		
Endc	Coef.	Erro Padrão Robust.	t	P>t	[95% Intervalo Conf.]	
Cobcaixa	-3.92	0.55	-7.14	0.00	-5.01	-2.83
Retpl	1.34	0.24	5.59	0.00	0.87	1.82
Crescc	0.37	0.06	6.08	0.00	0.25	0.50
Lucrat	-0.65	0.36	-1.79	0.08	-1.36	0.07
Risco	0.11	0.09	1.23	0.22	-0.07	0.28
Control	0.42	0.32	1.31	0.19	-0.22	1.06
Adr	-0.18	0.07	-2.40	0.02	-0.32	-0.03
gcorp						
1	-0.09	0.23	-0.41	0.69	-0.55	0.36
2	-0.14	0.17	-0.79	0.43	-0.48	0.21
3	-0.34	0.10	-3.35	0.00	-0.54	-0.14
setor						
2	0.02	0.10	0.17	0.86	-0.18	0.22
3	-0.11	0.13	-0.86	0.39	-0.36	0.14
4	0.36	0.19	1.88	0.06	-0.02	0.73
5	-0.16	0.11	-1.45	0.15	-0.39	0.06
6	-0.48	0.22	-2.16	0.03	-0.93	-0.04
7	0.18	0.21	0.86	0.39	-0.24	0.61
8	0.23	0.10	2.46	0.02	0.05	0.42
ano						
2012	-0.02	0.12	-0.18	0.86	-0.27	0.22
2013	-0.08	0.11	-0.68	0.50	-0.30	0.14
2014	-0.01	0.12	-0.1	0.92	-0.25	0.22
2015	-0.09	0.12	-0.72	0.47	-0.32	0.15
cons	0.97	0.25	3.94	0.00	0.48	1.46

Fonte: Elaborada pelos autores

Verificou-se que, a um nível de significância de 5%, as variáveis cobertura de dívidas com caixa, crescimento, retorno sobre o PL, a empresa emitir ações no exterior ou não, a empresa estar listada no novo mercado de governança corporativa, pertencer ao setor de saúde ou utilidade pública, explicam a variação no endividamento da empresa. De modo conjunto, essas variáveis são capazes de explicar 80,97% das variações do endividamento.

Conforme o modelo estimado, para cada aumento no índice de cobertura de dívidas com caixa, ocorrerá uma redução no endividamento da empresa. Visto que o aumento desse índice representa a capacidade da empresa de gerar caixa das operações, pagar dividendos e, ainda, sobrar recursos para pagar dívidas, ou seja, quanto maior sua proporção, menor a necessidade

da empresa recorrer a recursos de terceiros. Esse comportamento está de acordo com a Teoria *Pecking Order*, pois os recursos internos são as fontes primárias de financiamento, e as empresas com alta cobertura de caixa tendem a evitar a utilização dos recursos de terceiros (BREISSAN et al., 2009).

Quanto ao impacto do retorno sobre o patrimônio líquido da empresa, este expressa o potencial do negócio, ou a taxa de recuperação de caixa dos investimentos realizados pelos acionistas por meio das operações, ou seja, quanto maior o potencial das operações da empresa, maior é a distância entre o resultado operacional e o recurso empregado pelos sócios e, por conseguinte, maior a necessidade de recursos de terceiros para financiar tais operações, justificando relação positiva com o endividamento da empresa (BRAGA; MARQUES, 2001). Deste modo, verifica-se que os índices resultantes da DFC estão associados ao grau de endividamento das empresas, portanto, a hipótese H_1 pode ser confirmada.

Em relação à variável crescimento, para cada aumento de uma unidade no crescimento da empresa, aumenta-se 0,37 unidade no endividamento, mantidas as demais condições constantes, ou seja, quanto maior o crescimento da empresa, maior é a necessidade de captar recursos de terceiros para financiar esse crescimento. Esse resultado confirma a teoria de *Pecking Order*, que sugere uma relação positiva entre o nível de crescimento das empresas e o endividamento, opondo-se à teoria *Tradeoff*.

Além disso, embora a variável lucratividade não tenha apresentado significância estatística a 5%, ela apresenta a 10%, podendo verificar que, a cada aumento na lucratividade, reduz-se em 0,65 unidades no nível de endividamento, uma vez que a empresa, em cenário de aumento da lucratividade, tende a aumentar os seus recursos e a reduzir a necessidade de captar recursos de terceiros. Alinhado aos estudos de Correa, Basso & Nakamura (2013) esse comportamento confirma a tendência de que empresas mais lucrativas tendem a ser menos endividadas, e comprova a Teoria *Pecking Order*.

À medida que as empresas estão listadas no nível novo mercado de governança corporativa e com emissões de ações no exterior, estas tendem a exigir maior rigor e transparência na divulgação das informações, bons índices de desempenho e baixo nível de endividamento. Porém, ao mesmo tempo, tendem a atrair a confiança de investidores e, assim, financiar-se por meio de recursos próprios e não de terceiros, portanto, verificou-se que o fato da empresa ser classificada no novo mercado da BOVESPA ou ter ações listadas em bolsas estrangeiras, reduz, respectivamente, em 0,34 e 0,18 unidades no grau de endividamento. Esses resultados foram observados no estudo de Bezerra e Apolinário (2014), que encontraram diferenças entre o nível de endividamentos das empresas abrangidas pelo

mercado tradicional, e as empresas participantes dos diferenciados níveis de governança corporativa da BMF Bovespa.

Para as empresas pertencentes ao setor de saúde, há uma redução em 0,48 unidades no nível de endividamento das empresas, mostrando que as empresas deste setor tendem a ser menos endividadas. Esse comportamento poderia ser explicado pela estabilidade do patrimônio líquido das operadoras e seguradoras de saúde, conforme dados do estudo de Laureano (2008). E ainda, pela política da ANS (Agência Nacional de Saúde Suplementar), que incentiva a utilização de indicadores financeiros em prol da qualidade dos resultados, e, consequentemente, não haver a deterioração dos serviços de assistência à saúde.

Em contrapartida, o fato de a empresa ser pertencente ao setor de utilidade pública, aumenta o nível de endividamento das empresas, em 0,23 unidades, corroborando os estudos de Silva, Cardoso e Toledo (2010), que demonstraram, por meio das três maiores empresas do setor, os altos índices de endividamento durante os anos de 2005 a 2008, com uma média de 50% no índice de endividamento. Esse comportamento poderia ser explicado pela necessidade do próprio segmento em realizar altos investimentos para compor a demanda e apoiar o desenvolvimento do país, o que propende a maior utilização dos recursos de terceiros (CARVALHO et al., 2014).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo buscou identificar os fatores mais relevantes para o grau de endividamento, com ênfase nos indicadores de fluxo de caixa enquanto características explicativas, e seguindo as premissas das teorias *Tradeoff* e *Pecking Order*.

Para a presente pesquisa, a amostra foi composta por 34 empresas de diferentes setores e níveis de governança corporativa listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&FBOVESPA, entre os anos de 2011 a 2015. Foram realizados testes estatísticos quanto à análise descritiva e modelo de regressão linear múltipla.

Os resultados demonstraram uma propensão do endividamento estar relacionado à Teoria *Pecking Order*, corroborando os principais estudos que pautaram-se por esta teoria, sendo na pesquisa apontado que os fatores cobertura de caixa, retorno sobre o patrimônio líquido, crescimento, emissão de ações no exterior ou não, nível de governança corporativa e setor são variáveis explicativas para o nível de endividamento das empresas. Portanto

verifica-se que além das variáveis apontadas tradicionalmente pela literatura como associadas ao endividamento, observou-se que os indicadores de Fluxos de Caixa também possuem potencial em explicar o grau de endividamento das empresas, aceitando-se a hipótese da pesquisa.

Foi constatado que o grau de endividamento geral da amostra resultou em 3,76, demonstrando a dependência das empresas pelos recursos de terceiros. Observou-se, que as empresas de segmento tradicional e do nível 1 de governança corporativa, apresentaram em média maior grau de endividamento. Foi possível observar também que na variável representativa da emissão de ações no exterior, as empresas que as possuem são mais endividadas do que as não possuem. Em relação aos setores, identificou-se os setores financeiro e de consumo cíclico como os mais endividados, e os setores de saúde e tecnologia da informação como os menos endividados.

A principal contribuição do estudo fundamenta-se na análise no grau de endividamento em um grupo empresas ditas com sustentabilidade corporativa superior, por efeito da eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa, além da utilização de variáveis relacionadas ao fluxo de caixa como potenciais para explicar a estrutura de capital das empresas.

Quanto às limitações encontradas no estudo, observa-se a restrição da análise quanto à carteira teórica de ações de empresas cotadas em apenas um índice. Sugere-se para futuros estudos, a investigação de outras variáveis que possuem relevância na explicação do endividamento das empresas, bem como ampliar a amostra a diversos indicadores listados na BM&FBOVESPA.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M.; WEISBACH, M. S. The cash flow sensitivity of cash. **Journal of Finance**, v. 59, n. 4, p.1777-1804, 2004.
- ALVES, L. C. O.; MARQUES, J. A. V. C. A demonstração dos fluxos de caixa como ferramenta de análise financeira. **Pensar Contábil**, Rio de Janeiro, v. 8, n. 32, p. 1-12, 2006.
- ANS. **Agência Nacional de Saúde Suplementar, indicadores de qualidade**. 2017.
Disponível em:
<http://www.ans.gov.br/aans/Transparencia_Institucional/Indicadores_de_qualidade/Fase1>.
Acesso em: 02 mar. 2017.
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- BEZERRA, M. N.; APOLINÁRIO, A. K. N. Governança Corporativa e Endividamento: um estudo empírico nas empresas listadas nos segmentos da BM&FBovespa nos anos de 2008 a 2012. In: Congresso USP Controladoria e Contabilidade, 14, 21 a 23 de julho de 2014, São Paulo/SP. **Anais...** São Paulo: Congresso USP, 2014.
- BORGES, M. S. D.; NUNES, S. C. D.; ALVES, M. T. V. D. A demonstração dos fluxos de caixa e sua contribuição para uma decisão mais informada. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 8, n. 1, p.141-158, 2012.
- BRAGA, R.; MARQUES, J. A. V. C. Avaliação da liquidez das empresas através da análise da demonstração de fluxos de caixa. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 14, n. 25, p. 6-23, 2001.
- BRESSAN, V. G. F.; LIMA, J. E.; BRESSAN, A. A.; BRAGA, M. J. Análise dos determinantes do endividamento das empresas de capital aberto do agronegócio brasileiro. **Revista de Economia e Sociologia Rural**, Piracicaba, v. 47, n. 1, p. 89-122, 2009.
- CARVALHO, F. P. L.; BOENTE, D. R.; STEPPAN, A. I. B.; MÓL, A. L. R. Eficiência econômico-financeira do setor de energia elétrica brasileiro nos anos 2010 e 2011. **Revista de Informação Contábil**, RIC, Recife, v. 8, n. 1, p. 1-27, 2014.
- CHALHOUB, L.; KIRCH, G.; TERRA, P. R. S. Fontes de caixa e restrições financeiras: evidências das firmas listadas na BM&FBovespa. **Revista brasileira de finanças**, Rio de Janeiro, v. 13, n. 3, p. 470-503, 2015.
- CORREA, C. A.; BASSO, L. F. C.; NAKAMURA, W. T. A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: análise empírica das teorias de pecking order e trade-off, usando panel data. **Revista de Administração da Mackenzie**, v. 14, n. 4, p. 106-133, 2013.
- DALLABONA, L. F.; OLIVEIRA, C. R.; FIORENTIN, M.; BEZERRA, F. A. Determinantes da estrutura de capital no Brasil: análise das empresas familiares versus não familiares listadas na BM&FBovespa. In: Congresso Brasileiro de Custos, 17, 3 a 5 de novembro de 2010, Belo Horizonte/MG. **Anais...** Belo Horizonte: CBC, 2010.

DURAND, D. Cost of debt and equity funds for business: trends and problems measurement. **Conference on research in business finance**, v. 1, n. 1, p. 215-262, 1952.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; TAKAMATSU, R. T.; SUZART, J. **Métodos Quantitativos com Stata**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

FOLHA DE SÃO PAULO. **Endividamento das companhias deve retardar recuperação econômica**. 2016. Disponível em: <
<http://www1.folha.uol.com.br/colunas/mercadoaberto/2016/11/1828801-endividamento-alto-das-companhias-deve-retardar-recuperacao-economica>>. Acesso em: 15 nov. 2016.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GITMAN, L. J. **Princípios da Administração Financeira**. 12. ed. São Paulo: Pearson Education, 2009.

HAIR, J. F. JR.; BABIN, B.; MONEY, A. H.; SAMOUEL, P. **Fundamentos de Métodos de Pesquisa em Administração**. Porto Alegre: Bookmann, 2005.

JORGE, S.; ARMADA, M. J. R. Fatores Determinantes do Endividamento: uma Análise em Pannel. **Revista de Administração Contemporânea**, 5(2), p. 9-31, 2001.

LAUREANO, G. L. Endividamento das Operadoras e Seguradoras de Saúde Suplementar no Brasil. In: Encontro da ANPAD, 32, 6 a 10 de setembro de 2008, Rio de Janeiro/RJ. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.

MACHADO, L. K. C.; PRADO, J. W.; VIEIRA, K. C.; SANTOS, A. C.; ANTONIALLI, L. M. Estrutura de Capital e a Performance das Firms: Durand ou Modigliani e Miller, uma Análise Empírica das Empresas Brasileiras Listadas na BM&FBovespa. In: Congresso USP Controladoria e Contabilidade, 15, 29 a 31 de julho de 2015, São Paulo/SP. **Anais...** São Paulo: Congresso USP, 2015.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and theory of investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 33-46, 2002.

PORTAL, M. T.; ZANI, J.; SILVA, C. E. S. Fricções financeiras e a substituição entre fundos internos e externos em companhias brasileiras de capital aberto. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 23, n. 58, p. 19-32, 2012.

PÓVOA, A. C. S. **Estrutura de dívida: Um estudo sobre os padrões e determinantes do endividamento das empresas que atuam no Brasil**. 2013. 214 f. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2013.

SILVA, J. O.; CARDOSO, R. S.; TOLEDO, J. R. F. Impacto da Crise do Subprime no Endividamento das Maiores Empresas Brasileiras. **Pensar Contábil**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 47, p. 16-25, 2010.

SOARES, A. S. **A demonstração dos fluxos de caixa e a demonstração do valor adicionado como instrumentos complementares para a gestão financeira.** 2010. 65 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Contábeis) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2010.

ZANI, J.; PROCIANOY, J. L. **Estrutura de capital:** restrição financeira e sensibilidade do endividamento em relação ao colateral. 2005a. 249 f. Tese (Doutorado em Administração), Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2005.

ZANI, J.; PROCIANOY, J. L. Restrição financeira e a política financeira da firma: a variação na estocagem de liquidez determinada pelo status financeiro e pela sua geração de caixa operacional. In: Encontro Brasileiro de Finanças, 16, 14 a 16 de julho de 2016, São Paulo/SP. **Anais...** São Paulo: SBFIn, 2005b.