

Estrutura de capital: Bibliometria sobre a produção científica brasileira no período 2007-2016

João Eduardo Ribeiro

Cláudia Faria Maciel

Gabriel Augusto de Carvalho

Luana Jéssica Oliveira Carmo

Lilian Bambirra de Assis

RESUMO: Desde a obra seminal de Modigliani e Miller (1958), a discussão sobre a Estrutura de Capital gira em torno da existência ou não de uma estrutura ótima de capital. Nesse sentido, é importante compreender como a pesquisa sobre esse assunto foi conduzida no Brasil ao longo dos anos, a fim de identificar possíveis lacunas e oportunidades de pesquisa na área. Este estudo objetivou identificar as principais teorias adotadas no tocante à estrutura de capital em produções científicas brasileiras, adotando-se como método a análise bibliométrica, realizada a partir das publicações encontradas nos periódicos científicos nacionais com classificação “A” na área de Administração, Ciências Contábeis e Turismo, segundo os critérios Quali (Capes). Baseando-nos nas evidências encontradas, foi possível inferir que os pesquisadores sobre estrutura de capital no Brasil apresentam a tendência de serem doutores, pertencerem a uma instituição de ensino superior das Regiões Sul e Sudeste, e pesquisar as teorias do *Pecking Order* e/ou do *Trade-off*. Isso reflete o avanço do debate com o surgimento de novas teorias sobre a existência ou não de uma estrutura ótima de capital.

Palavras-Chave: Estrutura de Capital. *Trade-off*. *Pecking Order*. Bibliometria.

ABSTRACT: Since Modigliani and Miller's seminal work in 1958, the debate about Capital Structure revolves around the existence or not of optimal capital structure. Therefore, it is important to understand how research about this subject was conducted in Brazil over the years, in order to identify possible gaps and research opportunities in the area. This study aimed to identify the main theories adopted at the capital structure in Brazilian scientific researches, conducting a bibliometric survey based on publications in the national scientific journals with quality "A" in the area of Administration, Accounting Sciences and Tourism, according to the Quali (Capes) criteria. Based on the evidence, it was possible to infer that researchers on capital structure in Brazil tend to be doctors, belong to a higher education institution of the South and Southeast regions, and research, most of the time, the Pecking Order and Trade-off theories. The result suggests that there is a progress on the debate about capital structure, and also points out the emergence of some new theories about the existence or not of optimal capital structure.

Keywords: Capital Structure. Trade-off. Pecking Order. Bibliometric.

Recebido em: 25/01/2019

Aprovado em: 11/06/2019

Sistema de Avaliação: Double Blind Review

Editora Científica: Maria Aparecida de Souza Melo

1 INTRODUÇÃO

A estrutura de capital é um tema gerador de debates em finanças corporativas e, com isso, motiva elevada produção científica que trata sobre suas teorias. Os trabalhos sobre esse tema geralmente buscam chegar a uma composição ideal entre recursos próprios e de terceiros, de modo a testar a hipótese da existência de uma estrutura ótima de capital, capaz de maximizar a riqueza dos acionistas. Contudo, apesar do grande número de publicações sobre o tema, não há posição unânime sobre qual é a melhor composição para a estrutura de capital da empresa (BASTOS; NAKAMURA, 2009).

Até mesmo na definição do termo estrutura de capital, inexistente consenso consolidado. Conforme apresentam Nakamura *et al.* (2007), há o predomínio de autores que a definem considerando apenas as fontes de financiamento de longo prazo, todavia autores como Brealey e Myers (2003) argumentam que as dívidas de curto prazo também devem ser incluídas na estrutura de capital. Fato é que esse tema está relacionado com a composição das origens dos recursos empregados no financiamento da empresa e configura-se como uma das mais importantes decisões financeiras a ser tomada pelos gestores.

Tarantin Junior e Valle (2015) destacam que são muitos os fatores analisados na tentativa de se explicar a formação da estrutura de financiamento das empresas e, essencialmente, são mencionadas características como o tamanho, rentabilidade, tangibilidade, riscos e oportunidade de crescimento. Tais autores também lembram que novas análises ainda incorporam fatores externos às empresas, relacionados aos ofertantes de recursos e às condições institucionais da economia.

A discussão sobre a estrutura de capital emerge com a obra seminal de Modigliani e Miller (1958), na qual os autores tratam da irrelevância da estrutura de capital na empresa, em um contexto de concorrência perfeita. Myers (2001), todavia, argumenta que as fontes de financiamento importam, devido a falhas de mercado, como os impostos, a assimetria informacional e os custos de agência e, da interpretação desses fatores derivam-se novas teorias sobre o tema. Essas teorias tratam a estrutura de capital sobre outra perspectiva. Myers (2001) trata dessas novas perspectivas sobre o tema, que são a teoria do *trade-off*, teoria do *pecking order* e a teoria do *free cash flow* ou dos custos de agência.

Nesse sentido, este estudo tem como objetivo identificar as principais teorias adotadas pelos pesquisadores no tocante à estrutura de capital em produções científicas brasileiras no período entre 2007 e 2016. Para tanto, utilizou-se os estudos publicados em periódicos nacionais na área de Administração, Ciências Contábeis e Turismo, classificadas pela Quali-Capes referentes a 2015 no conceito “A”. Com isso, pretendeu-se responder ao seguinte questionamento: Quais as principais teorias relativas à estrutura de capital vêm sendo estudadas no Brasil nos últimos anos?

Esse estudo estrutura-se em cinco seções, incluindo esta introdução. Na segunda seção, apresenta-se o referencial teórico que aborda as teorias de estruturas de capital; na seção seguinte, são descritos os procedimentos metodológicos adotados na pesquisa; na quarta seção, são apresentados os dados coletados e a análise dos resultados; e, por fim, na seção cinco, são desenvolvidas as considerações finais do estudo e propostos novos desafios de pesquisas para o tema estrutura de capital.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A revisão da literatura é apresentada em cinco subseções. A primeira dedica-se à definição de estrutura de capital. Nas subseções seguintes são abordadas as principais teorias sobre o tema, que são a de Modigliani e Miller, *trade-off*, *pecking order*, e dos custos de agência.

2.1 Estrutura de Capital

A estrutura de capital é definida por Bodie e Merton (2002) como uma combinação de dívidas, patrimônio próprio e outros instrumentos utilizados pela empresa para financiar suas operações. Pode-se dizer, também, segundo Oliveira *et al.* (2013), que a estrutura de capital é a proporção de capital próprio e de terceiros que compõe a origem dos recursos das empresas. Conforme Brito, Corrar e Batistella (2007), o capital próprio é a parte do capital fornecida pelos sócios ou acionistas, enquanto o capital de terceiros representa os recursos obtidos por meio das diferentes formas de endividamento.

A teoria da estrutura de capital teve início nos estudos pioneiros de Durand (1952) e Modigliani e Miller (1958). A temática é explorada pelos autores que tratam a estrutura de capital voltada para a criação de valor das empresas (Machado *et al.* 2015). A proposta feita por Durand (1952) pretende destacar a existência de uma estrutura de capital ótima. Já Modigliani e Miller (1958) sustentam que o valor de mercado de uma empresa, dadas certas premissas simplificadoras, é independente das suas decisões de financiamento, ou seja, seu valor não se relaciona com a forma pela qual a empresa obtém seu capital. Portanto, essa afirmação assegura que a estrutura de capital de uma empresa é irrelevante para a determinação de valor, o que significaria a

inexistência de uma estrutura ótima de capital.

Após o postulado de Modigliani e Miller (1958), surgiram diversas teorias subsequentes que buscam explicar os determinantes e a influência da estrutura de capital nas empresas. Alguns desses estudos assumem a existência de uma estrutura de capital ótima, enquanto outros rejeitam essa hipótese, nunca atingindo o consenso. Entre esses estudos, destacam-se a teoria do *trade-off*, do *pecking order* e dos custos de agência.

2.2 Teoria de Modigliani e Miller

Modigliani e Miller (1958) foram os responsáveis por desenvolver um estudo acerca da irrelevância da estrutura de capital, incitando os debates sobre essa temática nos estudos de finanças corporativas. A discussão abordada pelos autores originou a teoria de Modigliani e Miller (MM), na qual os autores se basearam em premissas como ausência de tributação, ausência de custos de falência, ausência de assimetria na informação, isenção de custos de agência e a existência do mercado perfeito, onde não existem custos de transação (PEROBELLI; FAMÁ, 2003). A partir disso, a teoria MM afirma que o valor da empresa não é função da maneira como ela é financiada, sendo a estrutura de capital irrelevante.

Corroborando com esse raciocínio, a teoria de MM ainda considera, ao analisar duas empresas que são idênticas, onde uma delas é alavancada e a outra é não alavancada, financiada totalmente por capital próprio, que o valor das duas será o mesmo, ou seja, apesar de ter um maior índice de endividamento, a empresa alavancada terá o mesmo valor que a não alavancada (TEIXEIRA; PRADO; RIBEIRO, 2011).

No caso do tratamento de impostos, o artigo de Modigliani e Miller (1958) foi alvo de críticas e uma versão revisada de seu trabalho foi apresentada por Modigliani e Miller (1963) em que passam a contemplar os efeitos das taxas e impostos na estrutura de capital das empresas (FAMÁ; GRAVA, 2000). Com isso, os autores Modigliani e Miller (1963) passaram a reconhecer os benefícios fiscais gerados pela utilização do capital de terceiros como forma de financiamento. De acordo com Jaros e Bartosova (2015), isso não significa que a empresa deva maximizar o montante de sua dívida sem antes considerar outros fatos relevantes. Os autores instruem que preservar a flexibilidade é importante para que, em determinadas circunstâncias, as empresas possam eleger outras formas de financiamento que lhes pareçam mais adequadas.

Nos últimos anos, as teorias financeiras formadas em torno da estrutura de capital buscam justificar as decisões de financiamento das empresas, seguindo correntes teóricas bem distintas da abordada por Modigliani e Miller.

2.3 Trade-Off

A teoria do *trade-off* alega a existência de uma estrutura ótima de capital, ou seja, uma combinação de capital próprio e capital de terceiros capaz de maximizar o valor de uma empresa e minimizar seus custos de endividamento (DAVID; NAKAMURA; BASTOS, 2009). Essa teoria contrapõe-se à teoria preconizada por Modigliani e Miller (1958), que sustentam a irrelevância de uma estrutura capital em um mercado perfeito.

No modelo apresentado pela teoria do *trade-off*, a estrutura de capital das empresas é marcada pela existência de dois elementos: os benefícios tributários e custos

de falência (CRUZ *et al.*, 2008). Segundo os estudos de Miller (1977), a teoria do *trade-off* defende que as empresas estabelecem uma meta ótima de endividamento, a qual buscam atingir por meio do equilíbrio entre os custos de falência e os benefícios tributários. Dessa forma, as empresas que buscam a otimização do seu valor de mercado optam por um *trade-off* entre essas duas variáveis.

Considera-se então o valor da empresa alavancada composto pelo valor da empresa não alavancada, o valor do benefício fiscal e o valor dos custos de falência. Julga-se que os benefícios tributários provenientes do endividamento englobam o benefício fiscal com a dedução das despesas de juros (BASTOS; DAVID; BERGMANN, 2008).

Por outro lado, a teoria do *trade-off* sugere uma relação negativa entre o nível de crescimento das empresas e o endividamento: quanto maior o endividamento maior o montante de juros que as empresas devem pagar e, portanto, maior o custo das dívidas (custo de falência). Dessa forma, enquanto o benefício tributário for maior que o custo de falência, a empresa tenderá a aumentar o seu endividamento até o ponto em que os custos superem esses benefícios. Quando isso ocorrer, o valor da empresa alavancada será reduzido devido ao endividamento e o nível de endividamento ótimo ocorrerá quando essas duas variáveis se igualarem, sendo nesse ponto o valor da empresa alavancada maximizado (CARRETE, 2007).

A teoria do *trade-off*, portanto, entende o endividamento como um fator gerador de vantagens para a empresa, porém, reconhece que a partir de um certo nível desse endividamento, aumentam-se os riscos e os custos de falência para as empresas alavancadas, tendo influência negativa em seu valor de mercado.

2.4 Pecking Order

A teoria do *pecking order*, preconizada pelos estudos de Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), afirma que a estrutura de capital de uma empresa resulta de decisões ótimas entre as fontes de financiamento de forma hierárquica objetivando minimizar os custos. De acordo com Berk e DeMarzo (2009), seguindo essa hierarquia, a empresa inicialmente prefere o financiamento interno para compor sua estrutura de capital e, somente caso necessitem, buscam recursos externos. Myers (1984) afirma que as empresas preferem o financiamento por meio de valores retidos internamente, em detrimento da emissão de ações e títulos, em que os custos superam os benefícios.

Para Medeiros e Daher (2008), o motivo para a hierarquia da teoria do *pecking order* está na assimetria de informações existente entre os gestores e os novos acionistas. Parte-se do pressuposto de que os gestores detêm maiores informações do negócio e por isso existe relutância em buscar financiamentos externos, principalmente através da emissão de ações. Eld Junior (1996) reitera que, devido a essa assimetria de informação, as empresas são subavaliadas pelo mercado e a emissão de novas ações pela empresa é vista como uma má notícia. Por isso, o autor sustenta que os gestores evitarão emitir ações subavaliadas e optarão preferencialmente por outros tipos de recursos.

Bastos e Nakamura (2009) afirmam que não há uma estrutura bem definida de capital para a teoria do *pecking order* e a partir dela é possível compreender por que as empresas que possuem maior lucratividade tendem a contrair menos dívidas. Tais autores afirmam que isso ocorre justamente pela tendência de as empresas preferirem

financiamento interno, utilizando-se do lucro, enquanto as empresas que possuem menos lucratividade buscam recursos externos através de capital de terceiros para financiar suas operações.

A teoria do *pecking order*, segundo Medeiros e Daher (2008, p. 181), não rejeita completamente a emissão de novos títulos e ações pelas empresas. Esses autores sustentam que isso poderia ocorrer em duas situações específicas: a primeira “quando a empresa necessita de reserva financeira para eventos futuros ainda não previstos”, e a segunda ocorre, “quando a assimetria de informações deixa de existir momentaneamente, por alguma razão, levando a empresa a aproveitar para emitir novas ações a um preço justo”.

2.5 Teoria dos Custos de Agência

A teoria dos custos de agência é influenciada pela obra seminal de Jensen e Meckling (1976), na qual observaram a separação entre propriedade e controle da empresa. A partir dessa divisão surgem conflitos de interesses entre agente e principal, gestor e acionista, respectivamente, e os custos para alinhar os interesses são os chamados custos de agência. Tais autores empregam conceitos das teorias do direito de propriedade, agência e finanças para analisar as consequências dessa separação é observado assim que seus efeitos impactam diversos aspectos da empresa, entre eles a determinação da estrutura de capital.

Jensen (1976) aponta que o gestor possui incentivos para expandir a empresa além de um tamanho ótimo, pois com isso seu poder será elevado. Uma das principais causas de conflitos entre gestor e acionista apontada pelo autor surge com a maior disponibilidade de *free cash flow* ou fluxo de

caixa livre, que é o fluxo de caixa restante após descontado o custo de capital. Desse modo, uma importante ferramenta para a redução dos custos de agência é o endividamento da empresa, o que acarreta em redução dos recursos livres. Bastos e Nakamura (2009), contudo, apontam que há também um efeito negativo com isso, que é a perda da flexibilidade existente em situações de baixos níveis de endividamento.

Bastos e Nakamura (2009) apontam, ainda, que a decisão de manter maior nível de endividamento como alternativa para evitar a tomada de decisão com vistas ao favorecimento pessoal pelos gestores acarretará na redução do valor da empresa. O administrador pode então optar pela manutenção de um nível de endividamento inferior ao nível ótimo para, com isso, reduzir o risco de falência da empresa. Em relação ao acionista, o endividamento gera novo conflito de interesses, agora com os credores.

Conforme apontam Loncan e Caldeira (2014), na ótica da teoria da agência, a estrutura ótima de capital sugere que há relação de equilíbrio de custos e benefícios da dívida para todos os demandantes do fluxo de caixa da empresa. O endividamento, então, para essa teoria, atua como um mecanismo que equilibra o poder entre os agentes, o que culmina em resultado positivo para o valor da empresa.

Com isso, Myers (2001) argumenta que a dívida pode sim agregar valor a uma empresa propensa ao excesso de investimento e que a decisão pela manutenção de maior nível de endividamento normalmente surge devido a pressões exercidas pelos acionistas que

desejam reduzir o poder nas mãos do administrador. Assim, ainda segundo Myers (2001), essa teoria não trata da escolha da estrutura de capital feita pelo gestor, mas sim das consequências das altas taxas de endividamento.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este estudo documental de caráter exploratório-descritivo e de abordagem quantitativa empregou como método de análise a pesquisa bibliográfica que, para Gil (2010), é desenvolvida a partir de materiais já publicados, tais como revistas, livros, teses, jornais, dissertações e anais de eventos científicos.

A pesquisa completa constitui-se de duas fases, de forma que este trabalho contempla a primeira fase, com dados referentes ao período de 2007 a 2016. O segundo, em andamento, contemplará dados de 2017 até 2021, quando se espera um *corpus* de igual tamanho, para confrontar os resultados e testar a hipótese de permanência da dinâmica anterior. No intuito de analisar os artigos publicados em periódicos de maior impacto, a análise bibliográfica foi realizada a partir das publicações encontradas nos periódicos nacionais “A” segundo a classificação Quali-Capes referente ao ano de 2015. Do total de periódicos classificados na área de Administração, Ciências Contábeis e Turismo, foram selecionados para compor a amostra (Tabela 1), aqueles direcionados à administração e ciências contábeis.

Tabela 1 – Periódicos selecionados.

Seq.	Periódicos
1	Brazilian Administration Review (BAR)
2	Cadernos EBAPE.BR (FGV)
3	Contabilidade Vista & Revista
4	Organizações & Sociedade
5	RAC Eletrônica
6	RAE Eletrônica
7	Revista Brasileira de Administração Pública (RAP)
8	Revista Brasileira de Gestão de Negócios (RBGN)
9	Revista Contabilidade & Finanças
10	Revista de Administração Contemporânea (RAC)
11	Revista de Administração - RAUSP
12	Revista de Administração de Empresas (RAE)
13	Revista Universo Contábil

Fonte: Elaborada pelos autores.

Com o propósito de selecionar apenas os artigos relacionados à estrutura de capital, utilizou-se o termo Estrutura de Capital e a sua versão em inglês *Capital Structure*, como termo chave na busca de artigos que tratassem do tema. A coleta dos dados foi realizada exclusivamente via *web* em três etapas distintas: a primeira compreendeu a busca dos artigos através da biblioteca eletrônica *Scielo*; na segunda, a busca foi realizada nos *sites* oficiais de cada um dos periódicos estudados; e, por fim, empregou-se o mesmo termo chave no buscador *Google Scholar* que efetua a busca através de algoritmo próprio oferecendo os resultados por ordem de impacto e de relevância. Para a seleção dos artigos utilizados na análise, foram selecionados aqueles que possuíam o termo Estrutura de Capital ou *Capital Structure* no título, no resumo e/ou nas palavras-chave dos artigos.

Este estudo se propôs a identificar as principais teorias associadas à estrutura de capital estudadas no Brasil nos últimos dez anos. Para tanto, além do estudo bibliométrico que investigou quantitativamente os artigos por meio dos

autores, instituições e departamentos aos quais os autores pertencem e o *ranking* de publicação dos periódicos. Foi realizada também a leitura completa dos artigos, a fim de identificar a presença das teorias supracitadas nos artigos que compuseram a amostra (BARDIN, 1977).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Dentre os 12 periódicos nacionais selecionados segundo os critérios de inclusão definidos, um total de 260 artigos foram separados durante a análise inicial e, posteriormente, 45 foram selecionados para compor a amostra, considerando a presença do termo Estrutura de Capital (ou *Capital Structure*) no título, resumo e palavras-chave (Tabela 2). A Revista Contabilidade & Finanças apresentou o maior número de artigos relacionados ao tema Estrutura de Capital no período analisado, com um total de 16, representando aproximadamente 36% da amostra. A Revista Universo Contábil, apesar de ser o segundo periódico mais prolífico, teve apenas metade das publicações em relação à Revista

Contabilidade & Finanças. Os dois periódicos, juntos, representam pouco mais da metade da amostra analisada (aproximadamente 53,3%).

Tabela 2 – Quantitativo de artigos identificados e selecionados para composição da amostra segundo o periódico de publicação.

Periódico	Número de artigos	Amostra
Brazilian Administration Review (BAR)	18	3
Cadernos EBAPE.BR	5	0
Contabilidade Vista & Revista	33	4
Organizações & Sociedade	6	0
RAC Eletrônica	2	0
RAE Eletrônica	7	3
Revista Brasileira de Administração Pública (RAP)	4	0
Revista Brasileira de Gestão de Negócios (RBGN)	12	1
Revista Contabilidade & Finanças	62	16
Revista de Administração Contemporânea (RAC)	27	6
Revista de Administração - RAUSP	15	1
Revista de Administração de Empresas (RAE)	25	3
Revista Universo Contábil	44	8
Total	260	45

Fonte: Elaborada pelos autores.

A tabela 3 apresenta o número de publicações inseridas no estudo por periódico e por ano de publicação e, a partir dela, pode-se observar que os anos de 2008 e 2009 foram aqueles com maiores números de artigos publicados em relação ao tema Estrutura de Capital, contendo 8 (oito) e 10 (dez) publicações, respectivamente. Apesar de ser o periódico com maior número de publicações sobre o tema entre 2007-2016 (16 no total), a Revista Contabilidade &

Finanças não obteve publicações em 2008, um dos anos de destaque neste estudo comparativamente aos demais. Já no ano de 2009, a Revista de Contabilidade & Finanças foi responsável pela publicação de quatro artigos, o maior volume do ano. A Revista de Administração Contemporânea (RAC) foi o destaque em número de publicações em 2008, um total de quatro.

Tabela 3 – Quantitativo de artigos publicados sobre o tema Estrutura de Capital incluídos neste estudo, segundo o periódico e ano de publicação.

Periódico	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Total
Brazilian Administration Review (BAR)	0	0	0	0	0	0	2	0	0	1	3
Cadernos EBAPE.BR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Contabilidade Vista & Revista	1	1	1	0	1	0	0	0	0	0	4
Organizações & Sociedade	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
RAC Eletrônica	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
RAE Eletrônica	1	0	2	0	0	0	0	0	0	0	3
Revista Brasileira de Administração Pública (RAP)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Revista Brasileira de Gestão de Negócios (RBGN)	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1
Revista Contabilidade & Finanças	2	0	4	1	1	1	1	2	2	2	16
Revista de Administração Contemporânea (RAC)	0	4	0	0	0	0	0	0	2	0	6
Revista de Administração - RAUSP	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1
Revista de Administração de Empresas (RAE)	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0	3
Revista Universo Contábil	0	0	2	0	1	0	1	1	1	2	8
Total	4	8	10	2	3	1	4	3	5	5	45

Fonte: Elaborada pelos autores.

Inferese, a partir dos resultados deste estudo, que não há evolução significativa do volume de publicações por ano sobre o tema, e sim queda nas publicações totais a partir de 2010, o que manteve o volume anual abaixo de cinco artigos até 2016. Na análise dos artigos selecionados foram identificados, no total, 104 autores responsáveis pelas publicações. À época da publicação, 66 autores possuíam o título de doutor, 33 o título de mestre, um o título de especialista e quatro eram bacharéis. A intuição de ensino e pesquisa

que mais se destacou, dentro da amostra selecionada, com autores/pesquisadores que publicam sobre o tema foi a Universidade de São Paulo (USP), com total de 19 autores provenientes dessa instituição na época de publicação dos artigos analisados. A Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), a Fundação Getúlio Vargas (FGV) e a Universidade Presbiteriana Mackenzie ficaram empatadas em segundo lugar, com nove autores provenientes de cada uma (Tabela 4).

Tabela 4 – Quantitativo de autores dos estudos incluídos segundo a instituição de vínculo.

Instituições	Número de Autores	%
Universidade de São Paulo (USP)	19	18,3
Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)	9	8,7
Fundação Getúlio Vargas (FGV)	9	8,7
Universidade Presbiteriana Mackenzie	9	8,7
Universidade Federal de Santa Maria (UFSM)	5	4,8
Universidade de Brasília (UNB)	4	3,9
Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS)	4	3,9
Universidade Federal do Paraná (UFPR)	4	3,9
Universidade Portucalense Infante D. Henrique (UPT)	4	3,9
Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-RJ)	3	2,9
Universidade do Vale do Rio dos Sinos (Unisinos)	3	2,9
Fucape <i>Business School</i>	3	2,9
Faculdade Novos Horizontes (Unihorizontes)	3	2,9
Universidade Federal de Juiz de Fora (UFJF)	2	1,9
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)	2	1,9
Pontifícia Universidade Católica do Paraná (PUC-PR)	2	1,9
Universidade Federal de Uberlândia (UFU)	2	1,9
Universidade Regional de Blumenau (FURB)	2	1,9
Outras	15	14,4
Total	104	100,0

Fonte: Elaborada pelos autores.

Dentre os autores que tiveram dois ou mais artigos publicados sobre o tema Estrutura de capital, destaca-se *Wilson Toshio Nakamura*, da Universidade Presbiteriana Mackenzie, com cinco publicações em periódicos A2, dentro do período analisado, representando 11,11% da amostra selecionada. Sobressai-se ainda *Maurício Ribeiro do Vale*, da USP, com quatro publicações, um total de 8,88% da amostra. O restante dos autores contribuiu com dois artigos cada, representando 4,44% da amostra cada um destes.

Essa análise apresenta indícios de uma homogenia em relação às autorias e instituições em publicações sobre Estrutura de Capital e pouca diferença no número de publicações dos autores que mais produziram estudos sobre o tema e o restante

dos autores. No entanto, ao fazer esse tipo de análise, vale ressaltar que existem limitações presentes neste estudo, que se atêm ao tamanho da amostra selecionada, além do fato que, isoladamente, essa análise não é suficiente para interpretar de maneira ótima os indicadores aqui produzidos.

Na sequência do estudo bibliométrico, realizou-se o mapeamento das teorias propostas nos artigos que compuseram a amostra, por meio do conteúdo presente nessas publicações, com vistas a compreender quais deles propuseram-se a testar alguma das teorias a que este estudo propôs investigar. Verificou-se que 20 deles (44,44%) não se dedicaram ao estudo das teorias analisadas nesse trabalho e, desse modo, foram excluídos dessa etapa, o que resultou em nova amostra

composta pelos 25 artigos restantes. Adotaram-se, como critério de exclusão nesta etapa, os artigos que, apesar de tratarem da temática estrutura de capital, esta não era estudada como foco principal. Exemplo disso tem-se o trabalho de Oro, Beuren e Hein (2009) que investigou a relação entre estrutura de capital e lucro operacional em diferentes gerações de empresas familiares brasileiras, mas não focou na verificação dos determinantes da estrutura de capital sob a perspectiva de alguma das teorias estudadas nesta pesquisa.

Cumprida a etapa inicial do mapeamento com a composição de uma nova

amostra, o foco então recaiu sobre a análise das teorias mais presentes nos trabalhos. Nessa fase, foi possível identificar que as teorias mais presentes nos estudos que formaram a amostra foram as teorias do *Pecking Order* e do *Trade-off*, 76% e 44% dos trabalhos respectivamente (Tabela 5). A teoria de MM apresentou menor destaque nos trabalhos, o que reflete o avanço do debate, com o surgimento de novas teorias sobre a existência ou não de uma estrutura ótima de capital. Assim, essa teoria, embora esteja presente no referencial teórico de muitos artigos, não se constitui em estratégia de análise dos trabalhos aqui observados.

Tabela 5 – Ocorrência das Teorias Analisadas nos artigos incluídos nesta fase do estudo (N = 25).

Teorias	Quantidade	%
MM	3	12
<i>Trade-off</i>	11	44
<i>Pecking Order</i>	19	76
Custos de Agência	5	20

Fonte: Elaborada pelos autores

Conforme apontado no referencial teórico, não há ainda consenso entre as diferentes teorias que estudam a estrutura de capital e, desse modo, mostra-se a pertinência desse tipo de análise, que busca identificar e mapear quais as teorias predominantes nas pesquisas recentes. Dentre os artigos que compuseram essa amostra, destaca-se o trabalho de Nakamura *et al.* (2007) que buscou compreender quais os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas de capital aberto que atuam no mercado brasileiro, cujo resultado foi consistente com as propostas da *Pecking Order* e do *Trade-off*, o que mostra a importância dessas teorias e do desenvolvimento de novos estudos que as apliquem em diferentes contextos.

Outro aspecto que deve ser destacado é o baixo volume de trabalhos teóricos (dois), o que pode indicar amadurecimento das teorias sobre estrutura de capital, apesar de não haver consenso entre os autores sobre a existência ou não da estrutura ótima de capital. Esse tipo de teoria é definida por Edmondson e McManus (2007) como madura e caracterizada como aquela que possui modelos bem elaborados, apoiados por aplicações em diferentes contextos. Para esses autores, nesse tipo de teoria há predomínio de pesquisas quantitativas, sem a proposição de novas formulações e sim com o objetivo de aplicar tal arcabouço em um ambiente específico.

5 CONCLUSÕES

Este estudo analisou 45 artigos sobre o tema estrutura de capital, publicados em 13 periódicos científicos nacionais das áreas de Administração e/ou Contabilidade, no período de 2007 a 2016. O objetivo consistiu em identificar as principais teorias adotadas pelos pesquisadores no tocante à estrutura de capital em produções científicas brasileiras.

Os dados encontrados a partir dos critérios de inclusão e de exclusão definidos para o estudo levam a inferir que o ano de 2008 e 2009 foram os que mais tiveram estudos sobre estrutura de capital nos últimos 10 anos, com oito e dez artigos respectivamente. Os periódicos mais prolíficos foram a Revista Contabilidade & Finanças, com 16 artigos e a Revista Universo Contábil, com oito publicações. Os periódicos Cadernos EBAPE.BR, Revista de Administração Pública (RAP), Organizações & Sociedade e RAC Eletrônica não tiveram artigo que tratasse especificamente do tema.

Dentre os autores pesquisados, destacam-se *Wilson Toshiro Nakamura*, da Universidade Presbiteriana Mackenzie e *Maurício Ribeiro do Vale*, com maior número de publicações sobre o tema (5 e 4 artigos respectivamente). Além disso, pode-se verificar que dos 104 autores pesquisados, 66 possuem o título de doutor, enquanto 33 possuem o título de mestre. A região sudeste brasileira é que mais se destaca na busca de conhecimento na área, tendo a USP como a universidade que mais pesquisou o tema, seguida pela UFMG, FGV e Universidade Presbiteriana Mackenzie, empatadas na segunda posição.

Com a análise de conteúdo realizada nos 25 artigos que tratavam especificamente das teorias de estrutura de capital foram identificadas as teorias do *Pecking Order* e do *Trade-off* presentes em 76% e 44% dos trabalhos respectivamente. Já a teoria de

MM expressou menor destaque nos estudos. De forma geral, é possível afirmar que pesquisadores sobre estrutura de capital no Brasil apresentam tendência de serem doutores, pertencerem a uma instituição de ensino superior das Regiões Sul e Sudeste, e pesquisar as teorias do *Pecking Order* e/ou do *Trade-off*, o que reflete o avanço do debate, com o surgimento de novas teorias sobre a existência ou não de uma estrutura ótima de capital.

No que diz respeito às limitações deste estudo, destaca-se a ausência dos artigos que abrangeram a estrutura de capital e foi desconsiderado na amostra em decorrência das respectivas seleções (palavras-chave, título ou resumo) apresentarem Estrutura de Capital ou *Capital Structure*, apenas no conteúdo. É importante ressaltar também que, não foram incluídos aqui, os periódicos internacionais e os de menor classificação Quali-Capes, o que gerou uma amostra reduzida das pesquisas brasileiras sobre o tema. No entanto, não significa que as contribuições trazidas por este estudo não sejam relevantes. Recomenda-se para futuras pesquisas a replicação deste estudo com uso de meta-análise e inclusão de estudos publicados em revistas internacionais e de menor classificação, a fim de testar as teorias presentes nos artigos e definir se os estudos sobre estrutura de capital no Brasil defendem ou não a existência de uma estrutura de capital ótima.

REFERÊNCIAS

- BARDIN, L. *Análise de conteúdo*. Lisboa: Edições 70; 1977.
- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. *Revista*

Contabilidade & Finanças, v. 20, n. 50, p. 75-94, 2009.

BASTOS, D. D.; DAVID, M.; BERGMANN, D. R. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina no período entre 2001 e 2006 utilizando dados em painel. *Anais, 32 Encontro da ANPAD*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil. 2008.

BERK, J.; DEMARZO, P. *Finanças empresariais: essencial*. Bookman Editora, 2009.

BODIE, Z.; MERTON, R. C. (2002). *Finanças*. São Paulo: Bookman, 2002.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. *Principles of corporate finance*. McGraw-Hill Irwin, 2003.

BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 18, n. 43, p. 9-19, 2007.

CARRETE, L. S. Decisões de estrutura de capital: evidências empíricas a partir de modelo estrutural de crédito. *Anais, 31 Encontro da ANPAD*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 2007.

CRUZ, A. P. C. D.; MENDES, R. D. C.; ESPEJO, M. M. D. S. B.; DAMEDA, A. D. N. A estrutura de capital de empresas do sul brasileiro como um condicionante à rentabilidade: um estudo empírico à luz de teorias financeiras. *Sinergia*, v. 12, n. 2, p. 9-20, 2008.

DAVID, M.; NAKAMURA, W. T.; BASTOS, D. D. Estudo dos modelos trade-off e pecking order para as variáveis endividamento e payout com empresas

brasileiras (2000-2006). *Revista de Administração Mackenzie*, v. 10, n. 6, p.132-153, 2008.

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

EDMONDSON, A. C.; MCMANUS, S. E. Methodological fit in management field research. *Academy of management review*, v. 32, n. 4, p. 1246-1264, 2007.

ELD JUNIOR, W. Custo e estrutura de capital: o comportamento das empresas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, v. 36, n. 4, p. 51-59, 1996.

FAMÁ, R.; GRAVA, J. W. Teoria da estrutura de capital—as discussões persistem. *Caderno de pesquisas em administração*, v. 1, n. 11, p. 27-36, 2000.

GIL, A. C. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 5. ed. São Paulo: Atlas., 2010.

JAROS, J.; BARTOSOVA, V. To the capital structure choice: Miller and Modigliani model. *Procedia Economics and Finance*, v. 26, p. 351-358, 2015.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

LONCAN, T. R.; CALDEIRA, J. F. Estrutura de capital, liquidez de caixa e valor da empresa: estudo de empresas brasileiras

cotadas em bolsa. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 25, n. 64, p. 46-59, 2014.

MACHADO, L. K. C.; PRADO, J. W.; VIEIRA, K. C.; ANTONIALLI, L. M.; SANTOS, A. C. A relevância da estrutura de capital no desempenho das firmas: uma análise multivariada das empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, v. 9, n. 4, 2015.

MEDEIROS, O. R.; DAHER, C. E. Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras. *RAC-Revista de Administração Contemporânea*, v. 12, n. 1, 2008.

MILLER, M. H. Debt and taxes. *the Journal of Finance*, v. 32, n. 2, p. 261-275, 1977.

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

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. *The journal of finance*, v. 39, n. 3, p. 574-592, 1984.

MYERS, S. C. Capital structure. *Journal of Economic perspectives*, v. 15, n. 2, p. 81-102, 2001.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.

NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; FORTE, D.; CARVALHO FILHO, A. F.; COSTA, A. C. F.; AMARAL, A. C. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. *Revista Contabilidade & Finanças*, v.18, n. 44, p. 72-85, 2007.

OLIVEIRA, G. R.; TABAK, B. M.; RESENDE, J. G. L.; CAJUEIRO, D. O. Determinants of the level of indebtedness for Brazilian firms: a quantile regression approach. *Economia*, v. 14, n. 3, p. 123-138, 2013.

ORO, I. M.; BEUREN, I. M.; HEIN, N. Análise da relação entre a estrutura de capital e o lucro operacional nas diversas gerações de empresas familiares brasileiras. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, v. 20, n. 1, p. 67-94, 2009.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas Latino-Americanas. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 7 n. 1, 9-35, 2003.

TARANTIN JUNIOR, W.; VALLE, M. R. Estrutura de capital: o papel das fontes de financiamento nas quais companhias abertas brasileiras se baseiam. *Revista de Contabilidade e Finanças*, v. 26, n. 69, p. 331-344, 2015.

TEIXEIRA, B. R.; PRADO, M. F.; RIBEIRO, K. C. S. Um estudo da teoria de Modigliani-Miller através do caso de empresas brasileiras: analisando a irrelevância da estrutura de capitais. *FACEF Pesquisa*, v. 14, n. 1, p. 67-79, 2011.

SOBRE OS AUTORES

João Eduardo Ribeiro

Doutorando em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), Mestre em Administração pelo Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais (CEFET-MG), Bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Viçosa (UFV). Endereço: Av. Presidente Antônio Carlos, 6.627 – Pampulha, Belo Horizonte, MG. Contato: joaoribeiro.cco@gmail.com.

Cláudia Faria Maciel

Mestra em Administração pelo Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais (CEFET-MG), Bacharela em Ciências Econômicas pela Universidade Federal de Juiz de Fora (UFJF). Contato: cfariam@gmail.com.

Gabriel Augusto de Carvalho

Mestre em Administração pelo Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais (CEFET-MG), Bacharel em Ciências Econômicas pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Contato: ga09carvalho@gmail.com.

Luana Jéssica Oliveira Carmo

Mestra em Administração pelo Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais (CEFET-MG), Especialista em Gestão Estratégica de Pessoas, pelo SENAC-MG, Bacharela em Administração pelo Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais (CEFET-MG). Contato: luanajeoli@gmail.com.

Lilian Bambirra de Assis

Professora do Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais (CEFET-MG), Chefe do departamento de Ciências Sociais Aplicadas (DCSA), Doutora em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), Mestra em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), Bacharela em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Contato: lilianbassis@hotmail.com.