

**ESTRUTURA DE CAPITAL E CRIAÇÃO DE VALOR: OS DETERMINANTES DA  
ESTRUTURA DE CAPITAL EM DIFERENTES FASES DE CRESCIMENTO DAS  
EMPRESAS**

**Eduardo Kazuo Kayo**<sup>1</sup>

Rua da Consolação, 896 - 7o andar, sala 73 - Consolação  
CEP: 01302-907, São Paulo/SP Brasil  
Tel: (11) 32368597  
E-mail: [eduardo.kayo@mackenzie.com.br](mailto:eduardo.kayo@mackenzie.com.br)

**Rubens Famá**<sup>2</sup>

Av. Prof. Luciano Gualberto, 908 - Butantã  
CEP: 05508-900 São Paulo/SP Brasil  
Tel: (11) 38144064  
E-mail: [rfama@usp.br](mailto:rfama@usp.br)

**Wilson Toshiro Nakamura**<sup>1</sup>

Rua da Consolação, 896 - 6º andar, sala 63 - Consolação  
CEP: 01302-907, São Paulo/SP Brasil  
Tel: (11) 2368597  
E-mail: [wtnakamura@mackenzie.com.br](mailto:wtnakamura@mackenzie.com.br)

**Diógenes Manoel Leiva Martin**<sup>1</sup>

Rua da Consolação, 896 - Consolação  
CEP: 01302-907, São Paulo/SP Brasil  
E-mail: [diomartin@mackenzie.com.br](mailto:diomartin@mackenzie.com.br)

<sup>1</sup> Universidade Presbiteriana Mackenzie – MACKENZIE  
Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas  
CEP: 01302-907 São Paulo/SP Brasil

<sup>2</sup> Universidade de São Paulo - USP  
Faculdade de Economia Administração e Contabilidade  
Departamento de Administração  
CEP: 05508-900 São Paulo/SP Brasil

**Resumo:**

Vários estudos na área de Estrutura de Capital procuram analisar a relação entre o endividamento e seus determinantes. Entretanto, a grande maioria desses estudos analisa essa relação com base em amostras que contemplam todos os tipos de empresa. O presente artigo procura fazer uma análise das relações do endividamento (variável dependente) e seus determinantes (variáveis independentes) levando em consideração diferentes características de crescimento da empresa. As empresas analisadas são divididas em duas amostras diferentes (de alto e de baixo crescimento) e a análise de

Estrutura de capital e criação de valor: os determinantes da estrutura de capital em diferentes fases  
de crescimento das empresas

regressão é processada para cada uma delas. Os resultados mostram que as oportunidades de crescimento de uma empresa exercem uma importante influência sobre as relações entre o endividamento e seus determinantes.

**Palavras-chave:** Estrutura de capital, endividamento, oportunidades de crescimento, criação de valor.

## **ESTRUTURA DE CAPITAL E CRIAÇÃO DE VALOR: OS DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL EM DIFERENTES FASES DE CRESCIMENTO DAS EMPRESAS**

### **1. Introdução**

No que se refere às decisões de financiamento de uma empresa, a grande questão ainda gira em torno de se saber se existe uma composição ótima de estrutura de capital e, em caso afirmativo, o que a determina. A suposição de que tal estrutura não exista, defendida por Modigliani e Miller (1958), deriva da idéia de que o valor da empresa é determinado pela qualidade das decisões de investimento. As decisões de financiamento, segundo Modigliani e Miller, não exercem qualquer tipo de influência. As proposições de Modigliani e Miller são contrariadas pela chamada escola tradicionalista e por várias evidências empíricas surgidas nos últimos anos.

As pesquisas empíricas desenvolvidas nos últimos anos sugerem a influência de diversos fatores na definição da estrutura de capital das empresas. Fatores como a lucratividade, o tamanho, os benefícios fiscais não relacionados a dívidas, os custos de falência, entre outros são constantemente citados como determinantes da estrutura de capital. Essas pesquisas normalmente se utilizam da análise de regressão múltipla para o estudo das relações entre as variáveis. O presente artigo também se utiliza desta técnica. Entretanto, a análise não é feita apenas sobre a amostra total de empresas. Adicionalmente, a análise de regressão é processada sobre duas sub-amostras. Uma das sub-amostras é composta por empresas caracterizadas por um alto crescimento de suas vendas. A outra sub-amostra é de empresas caracterizadas por um baixo crescimento de suas vendas que, no contexto do conceito de ciclo de vida, estariam na fase de maturidade.

O principal objetivo deste artigo é apresentar evidências de que, dependendo da fase de crescimento em que se encontra uma empresa, as relações entre o endividamento e seus determinantes podem ser diferentes.

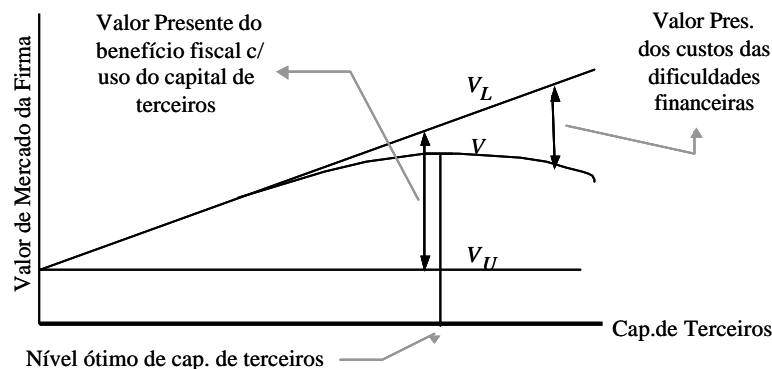
### **2. Estrutura de capital: fundamentação teórica**

Desde os pioneiros trabalhos de Modigliani e Miller (1958 e 1963) os pesquisadores da área de estrutura de capital têm tentado responder uma importante pergunta: existe uma estrutura ótima de capital? Em caso afirmativo, quais os determinantes dessa estrutura? Modigliani e Miller (1958, p.268) afirmam que o valor de mercado de qualquer empresa independe de sua estrutura de capital e esse valor é definido pela capitalização do seu retorno esperado à taxa apropriada à sua classe de

risco. Em outras palavras, Modigliani e Miller sugerem que o valor da empresa depende da qualidade de suas decisões de investimento e não da forma como elas se financiam.

Durand (1959), ao contrário de Modigliani e Miller, é um dos principais contestadores dessa visão. Ele acredita na possibilidade de se definir uma estrutura de capital ótima que permita a maximização da riqueza dos acionistas.

Em uma posterior revisão de suas proposições, Modigliani e Miller (1963) sugerem que a estrutura de capital pode sofrer a influência de benefícios fiscais gerados pelo endividamento. Entretanto, essa afirmação leva a um cenário extremo e irreal em que o recomendável seria a utilização de uma estrutura de capital formada exclusivamente por capital de terceiros. Na prática, uma empresa financiada apenas com capital de terceiros seria inviável, principalmente em função dos custos de dificuldades financeiras geradas por tal estrutura. Essa questão pode ser visualizada e melhor compreendida por meio da Figura 1.



**Figura 1 – O valor da empresa e seu endividamento**

Fonte: Adaptado de Myers (1984, p.577)

A Figura 1 ilustra o modelo de Myers (1984, p.577) de estrutura de capital baseado no *tradeoff*, ou compensação, entre os custos e benefícios do endividamento. De acordo com Myers, mantidos constantes os ativos e os planos de investimento da empresa, o limite para o uso do capital de terceiros se dá quando os custos gerados pelo endividamento, causadores das dificuldades financeiras, passam a ser maiores que os benefícios gerados.

A partir dos trabalhos de Modigliani e Miller, inúmeros estudos têm procurado uma resposta para o maior problema sobre o tema estrutura de capital: se existe uma estrutura de capital ótima, quais são seus determinantes e como eles se relacionam entre si? Nos tópicos a seguir são apresentadas variáveis que, segundo suas respectivas correntes teóricas, formam um conjunto de determinantes da estrutura de capital.

### **3. Endividamento e valor econômico**

Em geral, as diferentes correntes de pensamento em finanças acreditam que o endividamento tenha uma relação positiva com o valor, ou seja, quanto maior o endividamento, maior o valor da empresa. Cada corrente, entretanto, apresenta uma opinião diferente quanto à origem dessa relação. Modigliani e Miller (1963) baseiam-se na suposição de que os benefícios fiscais proporcionados pelo uso de dívidas possam aumentar o valor da empresa. Outra corrente, a teoria de agência, argumenta que as dívidas possam aumentar o valor da empresa na medida em que reduzem o fluxo de caixa livre e limitam atitudes discricionárias e perdulárias de administradores. A corrente teórica das informações assimétricas sugere que os administradores, possuidores de informações privilegiadas, sinalizam ao mercado, por meio do aumento do endividamento, que a empresa está subvalorizada.

Vários estudos empíricos procuram analisar a relação entre endividamento e valor. Em geral, esses estudos investigam as mudanças no valor das ações da empresa em consequência do anúncio de (1) emissão de dívidas, (2) troca de ações por dívidas; (3) recompra de ações, (4) emissão de ações e (5) troca de dívidas por ações. Esses cinco tipos de anúncio caracterizam mudanças na estrutura de capital. Em um desses estudos, Masulis (1980, p.158-160) estuda 163 casos de mudança de estrutura de capital, sendo 106 casos de aumento do endividamento e 57 de redução. Ele observa que as empresas que aumentam seu endividamento apresentam um retorno médio de 7,6% nos dois primeiros dias seguidos ao anúncio da mudança. Por outro lado, as empresas que reduziram o endividamento apresentam um retorno de -5,4% no mesmo período. Asquith e Mullins (1986, p.70-71), em estudo semelhante mas analisando apenas o anúncio de emissão de ações, observam um retorno negativo e estatisticamente significativo sobre o valor das ações.

Os resultados que corroboram a teoria são consistentes com, pelo menos, duas hipóteses: a hipótese de transferência de riqueza e a hipótese de sinalização. Como bem observam Cornett e Travlos (1986, p.453), “a oferta de troca de ações por dívidas [...] faz aumentar o risco da dívida pendente. O resultado é uma transferência de riqueza dos credores para os acionistas”. Com referência à hipótese de sinalização, autores como Ross (1977) e Leland e Pyle (1977) sugerem que o aumento do endividamento reflita as informações privilegiadas possuídas pelos administradores.

Os resultados dessas e outras pesquisas atestam a importância das decisões de financiamento sobre a criação de valor econômico.

#### 4. O Endividamento e seus determinantes

Neste artigo são estudadas as relações entre uma variável dependente, o endividamento, e oito variáveis independentes. O endividamento é calculado tendo por base o valor de mercado das empresas, como mostra a Equação 1. Nesta equação, TDF é o total das dívidas financeiras e VM é o valor de mercado da ações das empresas (quantidade de ações x cotação).

$$ENDIV = \frac{TDF}{VM} \quad \text{Equação 1}$$

As oito variáveis independentes analisadas são: alavancagem operacional (ALAVOP), benefícios fiscais não relacionados a dívidas (BFND), crescimento (CRESC), lucratividade (LUCRAT), singularidade (SING), tamanho (LNAT), valor colateral dos ativos (VCA) e volatilidade (VOLAT). A alavancagem operacional está ligada ao risco do negócio. Quanto maior a alavancagem operacional maior a necessidade de aumento nas vendas para cobrir os custos fixos, o que implica em um aumento do risco do negócio. Assim, a relação entre endividamento e alavancagem operacional deve ser negativa, como sugere Ferri e Jones (1979, p.632). A fórmula utilizada nesta pesquisa é a mesma usada por Ferri e Jones (1979, p.634), como mostra a Equação 2. Nesta equação, ALAVOP é a alavancagem operacional,  $LOP_t$  é o lucro operacional próprio na data  $t$  (2001),  $LOP_{t-1}$  é o lucro operacional próprio na data  $t - 1$  (2000),  $RLO_t$  é a receita líquida operacional na data  $t$  (2001) e  $RLO_{t-1}$  é a receita líquida operacional na data  $t-1$  (2000).

$$ALAVOP = \frac{\frac{LOP_t - LOP_{t-1}}{LOP_{t-1}}}{\frac{RLO_t - RLO_{t-1}}{RLO_{t-1}}} \quad \text{Equação 2}$$

Os benefícios fiscais não relacionados a dívidas referem-se a deduções do imposto de renda proporcionados por variáveis, como a depreciação, que possam substituir os benefícios tributários proporcionados pelo endividamento. DeAngelo e Masulis (1980, p.4) sugerem uma relação negativa entre o nível de endividamento da empresa e a existência deste tipo de benefício, ou seja, empresas com maiores níveis de benefícios fiscais não relacionados a dívidas possuem menos dívidas. A variável utilizada para medir esses benefícios é calculada por meio da Equação 3, onde BFND é o benefício fiscal não relacionado a dívidas, D é o valor da depreciação e AT é o ativo total

$$BFND = \frac{D}{AT} \quad \text{Equação 3}$$

A variável crescimento, além de ser incluída na análise de regressão como variável independente, também serve de parâmetro para a divisão das empresas em amostras de alto e baixo crescimento. A medição dessa variável é feita pela média geométrica da variação da receita líquida operacional do período compreendido entre 1996 e 2001, como mostra a Equação 4, onde CRESC é crescimento,  $RLO_{01}$  é a receita líquida operacional do ano 2001 e  $RLO_{96}$  é a receita líquida operacional de 1996.

$$CRESC = \left( \frac{RLO_{01}}{RLO_{96}} \right)^{1/5} \quad \text{Equação 4}$$

A relação entre endividamento e crescimento tem sido destacada, especialmente, por alguns estudos na linha da teoria de agência. Essa relação é defendida, entre outros, por Stulz (1990, p.4), o qual afirma que o endividamento depende da distribuição de probabilidade do fluxo de caixa e das oportunidades de investimento de uma empresa. Ele acredita na existência de dois tipos de custos relacionados com o crescimento de uma empresa: um causado por problemas de sobreinvestimento (*overinvestment*) e outro causado por problemas de subinvestimento (*underinvestment*). O problema de sobreinvestimento está relacionado com a fase de maturidade (ou baixo crescimento), caracterizada pela ausência de bons projetos de investimento. Partindo-se da premissa de que o administrador não seja acionista da empresa, ele procura aumentar suas mordomias por meio do aumento do tamanho da empresa, mesmo que isso implique em investir em projetos de baixa qualidade, isto é, que gerem valor presente líquido (VPL) negativo. O problema de subinvestimento, por sua vez, está relacionado com a fase de crescimento da empresa, quando os projetos rentáveis são abundantes.

Segundo Stulz (1990, p.4), uma vez que as dívidas reduzem o fluxo de caixa livre e, conseqüentemente, a capacidade de investimento, o endividamento pode exercer dois tipos de efeito sobre a riqueza dos acionistas, um positivo e outro negativo. Afeta positivamente quando reduz investimentos que não sejam necessários e afeta negativamente quando inibe investimentos que sejam vantajosos. O modelo teórico de Stulz aparenta ser fundamentado, principalmente, na

hipótese de controle defendida por Jensen (1986, p.324), segundo o qual as dívidas incentivam os administradores e suas organizações a serem eficientes. Continua Jensen, afirmando que a “dívida reduz os custos de agência do fluxo de caixa livre por meio da redução do fluxo de caixa disponível à arbitrariedade do administrador”. Ainda segundo Jensen, a hipótese de controle “é mais importante em organizações que gerem grandes fluxos de caixa mas possuam baixas perspectivas de crescimento”. Com base nas afirmações de Stulz e Jensen, é razoável supor que as dívidas sejam mais indicadas na fase de baixo crescimento (ou maturidade) do que na fase de alto crescimento.

A variável lucratividade é definida pela Equação 5, onde LUCRAT é a lucratividade, LO é o lucro operacional e AT é o ativo total. Dentre os determinantes da estrutura de capital, a lucratividade parece ser um dos mais relevantes, pelo menos para o ambiente econômico-financeiro brasileiro. Isso é confirmado por Nakamura (1992), Kayo (1997), entre outros, e pelos resultados do presente artigo. O estudo de Nakamura, por exemplo, aponta uma negativa e significativa relação entre endividamento e lucratividade, corroborando a teoria do *pecking order*. A relação negativa entre endividamento e lucratividade é contestada por Ross (1977), o qual sugere que a relação seja positiva. Entretanto, a interpretação de Ross para lucratividade é diferente da teoria do *pecking order*. Ross assume que a lucratividade reflita o valor da empresa e, assim sendo, a relação entre o endividamento e o valor é positiva, como sugerem outras teorias.

$$LUCRAT = \frac{LO}{AT} \quad \text{Equação 5}$$

Titman (1984) afirma que a falência de uma empresa acarreta prejuízos consideráveis a clientes, fornecedores e trabalhadores. Esses prejuízos são ainda maiores se o produto fabricado for altamente especializado, ou singular. Nesse caso, os trabalhadores podem encontrar dificuldades em conseguir alguma colocação que empregue suas habilidades específicas, os fornecedores perdem um cliente cujos pedidos são exclusivos e os clientes encontram dificuldades para achar outra empresa que ofereça os mesmos produtos. Por isso, Titman (1984) sugere que o endividamento seja negativamente relacionado com a singularidade (*uniqueness*) do produto. A singularidade, como sugerido por Titman (1984) é medida pela Equação 6, onde SING é a singularidade, DV são as despesas com vendas e V são as vendas (receita operacional líquida). As despesas com vendas supostamente representariam os investimentos das empresas em ativos intangíveis relacionados à marca, um indicador da singularidade da empresa. Evidentemente, outras variáveis poderiam



representar a singularidade com mais precisão (como as despesas com pesquisa e desenvolvimento). Entretanto, o levantamento de tais informações esbarra nas limitações da contabilidade brasileira.

$$SING = \frac{DV}{V} \quad \text{Equação 6}$$

Estudos de Ang, Chua e McConnell (1982), Nakamura (1992), entre outros, sugerem que o endividamento é positivamente relacionado com o tamanho da empresa, ou seja, quanto maior a empresa, maior o endividamento. A variável utilizada para medir o tamanho da empresa é o ln do ativo total.

O valor colateral dos ativos é uma variável independente que se relaciona à capacidade de um determinado ativo servir como garantia ao financiamento. Segundo Titman e Wessels (1988, p.3), essa é uma variável muito importante na medida em que, se um empréstimo pode ser garantido, o tomador é obrigado a aplicar os recursos no projeto especificado. O incentivo a assumir riscos elevados seria limitado e o credor não ficaria prejudicado. Essa variável é medida pela Equação 7, onde VCA é o valor colateral dos ativos, E corresponde aos estoques, IB é o imobilizado bruto e AT é o ativo total.

$$VCA = \frac{E + IB}{AT} \quad \text{Equação 7}$$

A variável volatilidade (VOLAT) é medida pelo desvio padrão da lucratividade das vendas do período compreendido entre 1996 e 2001. A lucratividade das vendas, por sua vez, é dada por  $LUCRAV = LO/V$ , onde LUCRAV é lucratividade sobre vendas, LO é lucro operacional e V corresponde às vendas, ou receita operacional líquida. A teoria sugere que a relação entre endividamento e volatilidade seja negativa, na medida em que esta variável reflita um risco econômico gerado pela variabilidade dos lucros no futuro.

## 5. Metodologia da pesquisa

O desenvolvimento do presente artigo é baseado, principalmente, na pesquisa realizada por McConnell e Servaes (1995), os quais procuram analisar, para diferentes amostras de empresas de alto e baixo crescimento, a relação entre valor (como variável dependente) e endividamento (entre

outras variáveis, como explanatória). Entretanto, no presente artigo, a variável dependente é o endividamento.

As informações necessárias para a pesquisa são coletadas do banco de dados da Economatica. Coletados os dados, procede-se ao cálculo das variáveis utilizadas nesta pesquisa.

A partir do cálculo da variável CRESC, procede-se a um importante passo no desenvolvimento desta pesquisa. Com base na mediana da variável CRESC, as empresas são divididas em duas amostras diferentes, uma amostra contendo empresas que apresentam alto crescimento e outra contendo empresas que apresentam baixo crescimento. A mediana da variável CRESC é 0,127. Assim, 50% das empresas apresenta crescimento médio superior a 12,7% ao ano e são classificadas como sendo de alto crescimento. A outra metade das empresas apresentam crescimento inferior a 12,7% e são, portanto, classificadas como empresas de baixo crescimento.

Em seguida são excluídas as empresas que não apresentam dados suficientes para a análise. A amostra final é composta por 93 empresas no total. Terminado esse processo, as empresas remanescentes são, então, submetidas à análise de regressão múltipla.

## **6. Resultados da pesquisa**

Como é discutido no tópico sobre metodologia da pesquisa, as empresas analisadas são divididas em duas amostras diferentes. Uma das amostras é formada pelas chamadas empresas de alto crescimento. A segunda amostra é composta pelas empresas de baixo crescimento. Essa divisão é efetuada partindo-se da premissa de que as variáveis independentes apresentem relações diferentes com a variável dependente, dependendo das oportunidades de crescimento.

Os dados são analisados apenas pelo método de análise de regressão *stepwise*. Esse método possibilita a inclusão das variáveis estatisticamente mais significantes, ignorando aquelas que pouco contribuem para explicar a variável dependente. Assim, é razoável supor que as variáveis escolhidas por esse método representem os determinantes mais importantes em cada estágio de crescimento. Esse método é processado para as duas amostras de empresas (alto e baixo crescimento). Além disso, a análise de regressão também é processada sobre a amostra geral, contendo todas as empresas. A Tabela 1 apresenta os resultados da análise de regressão pelo método *stepwise*.

**Tabela 1 – Análise de regressão – método *stepwise***

	Amostra Geral*	Alto Cresc.*	Baixo Cresc.*
Intercepto	2,706 (0,039)	1,212 (0,000)	-0,674 (0,780)
ALAVOP	-0,008 (0,033)	- -	- -
BFND	91,844 (0,000)	- -	185,211 (0,000)
CRESC	- -	1,008 (0,026)	- -
LUCRAT	-45,386 (0,000)	-5,604 (0,007)	-48,086 (0,001)
R <sup>2</sup>	0,433	0,229	0,543
R <sup>2</sup> ajustado	0,414	0,196	0,521

\* Significância estatística entre parênteses

Os resultados apresentados pela análise de regressão mostram que o ciclo de crescimento exerce importante influência sobre a forma como a estrutura de capital é definida. Observa-se que nas empresas de alto crescimento duas variáveis são mais relevantes na formação da sua estrutura de capital: o crescimento (CRESC) e a lucratividade (LUCRAT). Essas duas variáveis são responsáveis por um R<sup>2</sup> ajustado de 0,196. Isto é, 19,6% da variação na estrutura de capital das empresas de alto crescimento pode ser explicada por essas duas variáveis.

Com relação às empresas de baixo crescimento, consideradas maduras, o resultado é mais significativo. Duas variáveis são responsáveis por um R<sup>2</sup> de 0,521, ou seja, 52,1% da variação na estrutura de capital dessas empresas podem ser explicadas por essas variáveis. As variáveis mais relevantes para empresas nesta fase são o benefício fiscal não relacionado a dívidas (BFND) e lucratividade (LUCRAT).

Na análise feita para a amostra contendo todas as empresas (sem distinção entre alto e baixo crescimento), as variáveis ALAVOP, BFND e LUCRAT apresentam grande significância estatística (respectivamente 0,033; 0,000 e 0,000).

As variáveis ALAVOP e LUCRAT, corroborando a teoria, apresentam uma relação negativa com o endividamento. Como é de se esperar, quanto maior a alavancagem operacional (ALAVOP) menor o endividamento, ou seja, as empresas que apresentam maiores níveis de alavancagem operacional e, conseqüentemente, maior risco de negócio mostram menor endividamento.

A relação negativa entre a lucratividade (LUCRAT) e o endividamento pode indicar uma grande influência da teoria do *pecking order*. Em outras palavras, as empresas preferem utilizar recursos gerados internamente para financiar seus projetos. Essa relação é estatisticamente significativa em todas as análises realizadas, tanto para a amostra geral quanto para as amostras de alto crescimento e de baixo crescimento.

Os resultados com a variável BFND, por sua vez, não corroboram a teoria. Sua relação com o endividamento deveria ser negativa, uma vez que essa variável representa benefícios que substituem os benefícios fiscais da dívida. Entretanto, pode existir outra explicação para esse fenômeno. Essa variável é significativa apenas para a amostra de empresas de baixo crescimento, que já se encontram em sua fase de maturidade. Empresas nessa fase, como sugere Stulz (1990), não apresentam boas oportunidades de investimento. Assim, grandes investimentos nessa fase podem reduzir o valor da empresa já que aqueles apresentam VPL negativo. Uma solução para esse problema seria o uso mais intenso das dívidas para se reduzir o fluxo de caixa livre. A variável BFND é calculada a partir dos valores de depreciação que, supostamente, tem uma relação com o nível de investimentos da empresa. Assim, é razoável supor uma relação positiva entre a variável BFND e o endividamento, já que este atuaria como um limitador para os investimentos em projetos de baixo retorno.

## **7. Conclusões**

Ao longo dos últimos anos vários estudos relacionados à teoria de estrutura de capital têm sugerido a existência de vários fatores que determinam a formação da estrutura de capital das empresas. Pesquisas brasileiras e estrangeiras estudam variáveis como a lucratividade, o tamanho, os custos de falência, entre outros, e suas influências sobre a estrutura de capital.

O presente artigo também faz uma análise da relação entre essas variáveis. Entretanto, o estudo dessas relações se dá em contextos diferentes. Isto é, são realizadas análises separadas para

diferentes amostras de empresas. Uma das amostras é composta por empresas de alto crescimento de vendas. A outra amostra é composta por empresas de baixo crescimento.

O principal objetivo deste artigo é apresentar evidências de que, dependendo da fase de crescimento em que se encontra uma empresa, as relações entre o endividamento e seus determinantes podem ser diferentes.

Os resultados apurados nesta pesquisa levantam uma importante consideração a respeito da relação entre a estrutura de capital e seus determinantes: dependendo das oportunidades de crescimento, algumas variáveis podem ser mais importantes que outras na determinação da estrutura de capital. A análise de regressão pelo método *stepwise* mostra que, dependendo da fase de crescimento em que se encontra uma empresa, diferentes variáveis podem influenciar o seu nível de endividamento. Nas empresas de alto crescimento, duas variáveis se mostram significantes: o crescimento e a lucratividade. Para as empresas de baixo crescimento as variáveis significantes são os benefícios fiscais não relacionados a dívidas e a lucratividade.

## 8. Bibliografia

ANG, J.; CHUA, J.; McCONNELL, J. The administrative costs of corporate bankruptcy: a note. *The Journal of Finance*, v.37, p.219-226, March 1982.

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

CORNETT, Marcia; TRAVLOS, Nickolaos. Information effects associated with debt-for-equity and equity-for-debt exchange offers. *The Journal of Finance*, v.44, p.451-468, 1989.

DeANGELO, Harry; MASULIS, Ronald W. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, v.8, n.1, p.3-29, 1980.

DURAND, D. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: comment. *American Economic Review*, v.49, n.4, p.639-655, 1959.

FERRI, Michael G.; JONES, Wesley H. Determinants of financial structure: a new methodological approach. *The Journal of Finance*, v. 34, n.3. p.631-644, June 1979.

JENSEN, Michael C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeover. *American Economic Review*, v.76, p.323-339, 1986.

KAYO, Eduardo K. *Estrutura de capital e oportunidades de crescimento: uma análise dos determinantes do endividamento em diferentes contextos empresariais*. Dissertação (Mestrado

em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 1997.

LELAND, Hayne E.; PYLE, David H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, v.32, n.2, p.371-387, May 1977.

MASULIS, Ronald. The effects of capital structure change on security prices. *Journal of Financial Economics*, v.8, p.139-178, 1980.

McCONNELL, John J.; SERVAES, Henri. Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of Financial Economics*, v.39, p.131-157, 1995.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M.H. The costs of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, v.48, p.261-197, 1958.

\_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, p.433-443, 1963.

MYERS, S.C. The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, v.39, n.3, p.575-592, July 1984.

NAKAMURA, Wilson T. *Estrutura de capital das empresas no Brasil: evidências empíricas*. Dissertação de mestrado apresentada à FEA-USP, 1992.

ROSS, Stephen A. The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, v.8, n.1, p.23-40, Spring 1977.

STULZ, René M. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, v.26, p.3-27, 1990.

TITMAN, Sheridan. The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. *Journal of Financial Economics*, v.13, p.137-151, 1984.

\_\_\_\_\_, WESSELS, Roberto. The determinants of capital structure choice. *The Journal of finance*, v.43, p.1-19, 1988.