

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

CINTHIA BARBOSA SILVA

DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL:

Evidências da Orientação Econômica a Mercado versus Bancos
nos países desenvolvidos-G5 e BRIC.

SÃO PAULO

2015

CINTHIA BARBOSA SILVA

DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL:

Evidências da Orientação Econômica a Mercado versus Bancos
nos países desenvolvidos-G5 e BRIC.

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie, como requisito para a obtenção do Título de Doutora em Administração de Empresas.

Orientador: Leonardo Fernando Cruz Basso

SÃO PAULO

Mai, 2015

S586d Silva, Cinthia Barbosa

Determinantes da estrutura de capital : evidências da orientação econômica a mercado versus a bancos nos países desenvolvidos G5 e BRIC - 2015.

95 f. : il. ; 30 cm

Tese (Doutorado em Administração de empresas) –
Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2015.

Orientação: Prof. Dr. Leonardo Fernando Cruz Basso

Bibliografia: f. 84-87

1. Estrutura de capital. 2. Alavancagem. 3. Orientação econômica. 4. Mercado. 5. Bancos I. Título.

CDD 332.6

CINTHIA BARBOSA SILVA

DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL:
Evidências da Orientação Econômica a Mercado versus
Bancos nos países desenvolvidos-G5 e BRIC.

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie, como requisito para a obtenção do Título de Doutora em Administração de Empresas.

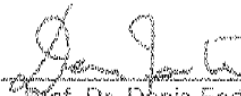
Orientador: Leonardo Fernando Cruz Basso

Aprovada em 04 de maio de 2015.

BANCA EXAMINADORA



Prof. Dr. Leonardo Fernando Cruz Basso
Universidade Presbiteriana Mackenzie



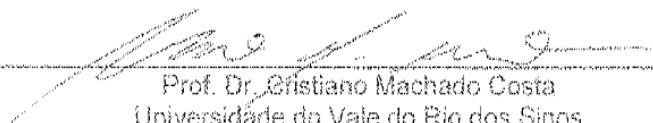
Prof. Dr. Denis Forte
Universidade Presbiteriana Mackenzie



Prof. Dr. Emerson Fernandes Marçal
Universidade Presbiteriana Mackenzie



Prof. Dr. Herbert Kimura
Universidade de Brasília - UnB



Prof. Dr. Cristiano Machado Costa
Universidade do Vale do Rio dos Sinos

Dedico este estudo a todos os meus alunos, a quem tenho o prazer de
compartilhar meus conhecimentos.

AGRADECIMENTOS

A Deus e a todos que tornaram possível mais esta etapa na minha vida.

A minha querida mãe, Marilza, com todo o meu amor, minha eterna gratidão por tudo que sou. Obrigada por todos os conselhos, pelo apoio e orações.

Ao meu pai, José, pelo apoio e compreensão.

A minha irmã, Érika, pelo incentivo. E, a minha querida Vivi, cuja distração também foi importante.

Ao meu orientador Prof. Dr. Leonardo Basso pelo apoio e confiança desde o início do doutorado, além dos respeitáveis ensinamentos que contribuíram para meu crescimento pessoal e acadêmico.

A todos os professores e aos coordenadores do programa que contribuíram de alguma maneira para este estudo e para minha vida acadêmica.

Ao Prof. Dr. Herbert Kimura pelo aprendizado, pelas conversas que indicaram um norte na minha vida acadêmica. Suas recomendações foram importantes na execução deste estudo.

Ao Prof. Dr. Denis Forte pelos conselhos que contribuíram para construção desta pesquisa. Obrigada por compartilhar seus conhecimentos.

Ao Prof. Dr. Emerson Marçal, por todo o conhecimento econométrico compartilhado.

Ao Prof. Dr. Diógenes Martins pelos conselhos de pesquisa e estudos.

A Prof^a. Dr^a. Mallu Mendes Teixeira pela inspiração e estimados conselhos que levarei para minha vida acadêmica e pessoal, muito obrigada.

Ao Prof. Dr. Cristiano M. Costa, pelo apoio desde o mestrado. Agradeço pelas conversas que ajudaram o meu crescimento acadêmico e pessoal. Muito obrigada, por ter sido meu tutor e amigo.

RESUMO

Esta pesquisa mensura e analisa os determinantes da estrutura de capital avaliando dados dos países investigados: Brasil, Rússia, Índia, China, França, Alemanha e Japão (orientação econômica a bancos); e, Estados Unidos e Reino Unido (orientação econômica a mercado). As observações firma-ano da amostra para o período entre 2000 e 2013 foram coletadas nas bases de dados *Compustat*, *Thomson Reuters datastream* e *The World Bank - World Development Indicators*. A análise de dados em painel encontrou evidências que sugerem o efeito positivo da Liquidez de mercado na alavancagem das firmas brasileiras, indianas, alemãs e americana, além do efeito negativo nas firmas japonesas. Adicionalmente, o estudo indica que o crédito bancário afeta positivamente a alavancagem das firmas do Brasil e Alemanha, e negativamente a alavancagem das firmas da Índia, Japão e EUA. A pesquisa sugere ainda a relação negativa entre a alavancagem das firmas e a rentabilidade. Nos resultados das variáveis: crescimento de oportunidades, desempenho no preço das ações, benefício fiscal da não dívida, tamanho e tangibilidade o sinal da correlação depende do país investigado.

Palavras-chave: estrutura de capital, alavancagem, orientação econômica, mercado, bancos.

ABSTRACT

In this research paper we examine the determinants of capital structure using data of the investigated countries: Brazil, Russia, India, China, France, Germany and Japan (Banks Oriented); and United States and the United Kingdom (Market Oriented). The observations of the sample firm-year for the period period from 2000 up until 2013 collected in the Compustat database, Thomson Reuters datastream and The World Bank - World Development Indicators. Our results indicate the positive effect of market liquidity in the leverage of Brazilian firms, Indian, German and American. In addition, the positive impact of the interaction between the bank credit and the leverage of firms in Brazil and Germany, and negative leverage of firms from India, Japan and the USA. The research also suggests the negative impact of the interaction between leverage and profitability of firms. The results of variables: growth opportunities, performance in the stock price, the tax benefit of not debt, size and tangibility of the effect is different between the investigated countries.

Keywords: capital structure, leverage, economic orientation, market, banks.

Lista de Tabelas

Tabela 1: Definição das Variáveis.....	49
Tabela 2: Estatística Descritiva.....	50
Tabela 3: Painel Amostra Total	58
Tabela 4: Painel <i>Book Leverage</i> por País	60
Tabela 5: Painel <i>Market Leverage</i> por País	61
Tabela 6: Painel <i>Book Leverage</i> por País (sem efeito fixo anual).....	73
Tabela 7: Painel <i>Market Leverage</i> por País (sem efeito fixo anual).....	74
Tabela 8: Painel Amostra Total com variáveis de Orientação Econômica.....	76
Tabela 9: Painel <i>Book Leverage</i> por País com variáveis de Orientação Econômica (sem efeito fixo anual).....	79
Tabela 10: Painel <i>Market Leverage</i> por País com variáveis de Orientação Econômica (sem efeito fixo anual)	80

Lista de Quadros

Quadro 1: Orientação Econômicas dos países.....	31
Quadro 2 : Efeito das variáveis na Alavancagem.....	46
Quadro 3: Efeito Hipóteses x Resultados.....	81

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	10
2	REFERENCIAL TEÓRICO	17
2.1	Estrutura de Capital.....	17
3	HIPÓTESES	29
3.1	Orientação Econômica	29
3.2	Desenvolvimento do Mercado de Capitais e Bancário	30
3.3	Rentabilidade	32
3.4	Crescimento das Oportunidades	34
3.5	Desempenho do Preço das Ações	37
3.6	Tangibilidade de Ativos	38
3.7	Tamanho da firma	39
3.8	Benefício Fiscal da não/dívida	39
3.9	Pagamento de Dividendos	40
3.10	Custo Efetivo do Imposto	42
3.11	Volatilidade dos Ganhos	42
3.12	Variáveis de Controle	43
4	DADOS E ESTATÍSTICA DESCRITIVA	48
5	METODOLOGIA	55
6	RESULTADOS EMPÍRICOS	58
7	CONCLUSÃO	82
	REFERÊNCIAS	84
	APÊNDICE A. Número Fusões e Aquisições da amostra Total	88
	APÊNDICE B. Número Fusões e Aquisições por País	89
	APÊNDICE C. Matriz de Correlação	90
	APÊNDICE D. Painel Amostra Total (sem efeito fixo anual)	91
	APÊNDICE E. Painel <i>Market Leverage</i> por País (sem efeito fixo anual) ..	92
	APÊNDICE F. Painel <i>Market Leverage</i> por País (sem efeito fixo anual) ..	93
	APÊNDICE G. Painel Book Leverage por País - variáveis de Orientaçã	
	Econômica (efeito fixo anual).....	94
	APÊNDICE H. Painel Market Leverage por País - variáveis de Orientação	
	Econômica (efeito fixo anual).....	95

1 INTRODUÇÃO

A teoria de estrutura de capital oferecida sugere modelos que contribuem para os estudos que investigam a escolha das firmas quanto à captação de recursos, avaliando características financeiras de cada firma. Adicionalmente, estudos de estrutura de capital têm investigado as variáveis financeiras ao nível da firma, considerando o efeito do ambiente externo ou estrutura do país (ALVES; FERREIRA, 2011; ANTONIOU; GUNEY; PAUDYAL, 2008; COTEI; FARHAT; ABUGRI, 2011; LA PORTA et al.,1999; OVTCHINNIKOV, 2010). Desta maneira, estas pesquisas contribuem com a teoria de estrutura de capital, pois a captação de recursos de terceiros podem ser afetadas por diferenças na economia que orienta os países.

A fim de contribuir com os estudos sobre estrutura de capital, a presente pesquisa testa os efeitos dos determinantes da estrutura de capital na alavancagem das firmas, a partir da análise dos dados em painel, avaliando as diferentes orientações econômicas dos países investigados. A amostra consiste de observações firma-ano no período entre 2000 e 2013 das firmas não financeiras do Brasil, Rússia, China, Índia, França, Alemanha, Japão, Reino Unido e Estados Unidos. As observações da amostra foram coletadas nos bancos de dados *Compustat* e *Thomson Reuters*. Além disso, só foram avaliadas as firmas que tinham disponíveis todas as observações firma-ano das variáveis investigadas.

Em adição aos modelos de estrutura de capital, estudos reconhecem a relação entre a alavancagem das firmas e o ambiente externo, por exemplo, a estrutura do país e as diferenças na economia que orienta os países. Levine e

Zervos (1998) estudam a influência da liquidez no mercado de capitais e do sistema bancário desenvolvido no crescimento econômico e nas variáveis financeiras das firmas. Em seguida, La Porta et al. (1999) explicam que a escolha de captação de recursos é afetada pelo ambiente externo, visto que países com maior nível de transparência e de proteção aos credores reduzem o custo de capital de oportunidade do credor, minorando, desta forma, o custo da dívida das firmas que buscam capital de terceiros. Este efeito é esperado nas firmas dos países orientados a banco.

Claessens, Djankov e Nenova (2001) reforçam a influência do ambiente externo na alavancagem das firmas, indicando que firmas em ambientes *Common law* – orientados a mercado exibem riscos financeiros mais baixos, inclusive o risco de financiamento com capital de terceiros.

Recentemente, Antoniou, Guney e Paudyal (2008) analisaram observações firmas-ano da França, Alemanha, Japão, Reino Unido e Estados Unidos. Nos estudos, encontraram resultados que apontam que a alavancagem é afetada: (i) positivamente pela tangibilidade e tamanho das firmas; e, (ii) negativamente pela rentabilidade, oportunidade de crescimento e desempenho do preço das ações. Entretanto, o custo efetivo do imposto e o pagamento de dividendos apresentam efeitos diferentes em cada país investigado.

Alves e Ferreira (2011) encontraram evidências de que características da economia são determinantes na estrutura de capital das 31 firmas avaliadas. A análise em painel observa dados de 31 países, entre eles o Brasil, França, Alemanha, Japão, Reino Unido e Estados Unidos, investigando o efeito da rentabilidade, tamanho, tangibilidade de ativos e *market-to-book* na alavancagem das firmas, em especial sob a perspectiva do modelo *Market timing*. Os resultados

mostram o efeito das variáveis financeiras na alavancagem da firma: (i) efeito positivo do tamanho; e, (ii) efeito negativo da rentabilidade e do *market-to-book*.

Cotei, Farhat e Abugri (2011) pesquisaram a relação da assimetria de informação e do sistema legal nas decisões de estrutura de capital das firmas de 37 países. O estudo encontrou evidências de uma correlação inversa entre o desenvolvimento financeiro do mercado de capitais e os custos de financiamento. A pesquisa indica, ainda, que a assimetria de informação, as dívidas de curto prazo e o custo de capital próprio são mais elevados em firmas estabelecidas em ambientes *Civil law* em comparação aos ambientes *Common law*.

Diante disso, esta pesquisa busca mensurar o efeito dos determinantes de estrutura de capital na alavancagem das firmas dos países com economia orientada a mercado (Índia, Reino Unido, Estados Unidos) e países com economia orientada a bancos (Brasil, Rússia, China, França, Alemanha e Japão). A partir destas informações, o estudo investiga o efeito das variáveis explicativas na alavancagem das firmas de cada país da amostra, a fim de confrontar os efeitos das variáveis explicativas na alavancagem dos países com economia orientada a mercado e países com economia orientada a bancos.

Este estudo se apoiou nos modelos teóricos relacionados à estrutura de capital que demonstram a correlação entre as variáveis explicativas estudadas e a alavancagem. As variáveis explicativas investigadas neste estudo são: rentabilidade, oportunidades de crescimento, tangibilidade de ativos, tamanho, custo efetivo do imposto, evolução dos ganhos, pagamento de dividendos, depreciação e desempenho do preço das ações. Para tanto, a pesquisa conta, ainda, com as variáveis de controle Estrutura da taxa de Juros, Atividade Fusão e Aquisição (*M&A*) e Prêmio de Retorno de mercado.

Características do sistema legal propõem a orientação econômica dos países, como, por exemplo, países em ambientes *Common law* tem a economia orientada a mercado – Índia, Reino Unido e Estados Unidos, e países em ambientes *Civil law* tem a economia orientada a bancos – Brasil, Rússia, China, França, Alemanha e Japão (ALVES; FERREIRA, 2011).

A teoria de estrutura de capital contou com contribuições relevantes que ajudaram a organizar modelos que estudam o efeito dos determinantes de estrutura de capital. Modigliani e Miller (1958) indicam que, aproveitando o benefício fiscal dos juros da dívida à firma, eleva a sua alavancagem ao nível ótimo, maximizando, assim, o valor da firma. Miller e Modigliani (1961) e Modigliani (1982) reconhecem a relação entre as escolhas de captação de recursos com o valor da firma e a política de dividendos.

O modelo *Pecking Order*, apresentado por Myers (1984), explana uma hierarquia de escolhas quanto à captação de recursos para financiar os investimentos da firma. Em complemento, as pesquisas de Chang e Rhee (1990) e de Rajan e Zingales (1995) reforçam a hierarquia de captação de recursos, apresentando evidências de que firmas com lucro elevado preferem utilizar seu capital próprio como fonte de financiamento para seus projetos de investimento. Portanto, firmas com lucro insuficiente para financiar seus investimentos recorrem à segunda opção na hierarquia, ao endividamento externo por apresentarem menor custo de capital.

No entanto, estudos indicam que a emissão de ações (terceira opção na hierarquia) pode ser uma alternativa atraente na captação de recursos em firmas que apresentam elevado nível de oportunidade de crescimento ou elevado desempenho do preço das ações. Quer dizer, o modelo *Market Timing* sugere que a

firma prefere captar recursos a partir de emissão de ações, aproveitando a sobrevalorização do preço das ações no mercado (ALTI, 2006; BAKER; WURGLER, 2002; DITTMAR; THAKOR, 2007; HUANG; RITTER, 2005). Além deste modelo, pesquisas indicam que, nas últimas décadas, as firmas têm preferido financiar seus investimentos com a emissão de ações, ou seja, este é um comportamento contrário à hierarquia do modelo *Pecking order* (FAMA; FRENCH, 2002; FAMA; FRENCH, 2005; FRANK; GOYAL, 2003).

O modelo *trade-off* também tradicional na teoria de estrutura de capital discute o efeito do risco/custos de falência (BRADLEY; JARREL; KIM, 1984; HARRIS; RAVIV, 1991; JENSEN, 1986; MILLER, 1991), do benefício fiscal da dívida e da tangibilidade dos ativos (BEVAN; DANBOLT, 2004; RAJAN; ZINGALES, 1995; STULZ; JOHNSON, 1985), na alavancagem das firmas. Em complemento, Jensen e Meckling (1976) e Jensen (1986) contribuem com estudos sobre os custos de agência derivados do conflito entre gestores e acionistas, custos estes que colaboram com a discussão do modelo do fluxo de caixa livre. Fama e French (2002) e Myers (2001) discutem, neste modelo, a elevação do endividamento como proteção do lucro da firma, pois evita que os gestores utilizem o capital próprio da firma para se beneficiar individualmente (custos de agência).

O conflito de agência/custo de agência é acentuado pela assimetria de informação, visto que o volume de informações que os gestores têm é maior do que as informações conhecidas pelos acionistas no mercado. Perante isso, os acionistas precisam se atentar para mecanismos eficazes de governança corporativa a fim de alinhar os gestores com o objetivo da firma/acionistas – maximizar os resultados para os acionistas (MYERS; MAJLUF, 1984).

Além disso, o modelo de sinalização de Ross (1977) mostra que os acionistas buscam reduzir a assimetria de informação (aumentar a transparência), avaliando sinais sobre a qualidade da firma. Em resumo, os acionistas percebem a elevação da alavancagem como um sinal de qualidade da firma.

Outras pesquisas empíricas contribuíram com a teoria de estrutura de capital, como, por exemplo, DeAngelo e Masulis (1980) que encontraram resultados que evidenciam uma relação negativa entre o benefício fiscal da não-dívida com a alavancagem das firmas. Resultados estes contrários às evidências encontradas por Bradley, Jarrel e Kim (1984); Titman e Wessels (1988); Boquist e Moore (1984); e, Chang e Rhee (1990), os quais indicam um efeito positivo entre o benefício fiscal da não-dívida e o endividamento externo. Bradley, Jarrel e Kim (1984) encontraram também evidências da correlação inversa entre a volatilidade dos ganhos e a alavancagem das firmas.

O efeito do pagamento de dividendos na alavancagem das firmas também é alvo dos estudos de estrutura de capital, que encontraram evidências de uma correlação negativa (ROZEFF, 1982), além da correlação positiva (CHANG; RHEE, 1990) entre as variáveis. Em complemento, pesquisas sugerem ainda que custo efetivo dos impostos afeta o equilíbrio entre o pagamento dos dividendos e o retorno de mercado (LITZENBERGER; RAMASWAMY, 1979; 1982; POTERBA; SUMMERS, 1984).

Os resultados da presente pesquisa sugerem evidências da relação negativa entre a alavancagem das firmas e a rentabilidade. Nos resultados das variáveis crescimento de oportunidades, desempenho no preço das ações, benefício fiscal da não dívida, tamanho e tangibilidade o sinal da correlação depende do país investigado. Além disso, o desempenho no preço das ações apresenta resultados

que indicam tanto uma correlação positiva quanto negativa com as variáveis da alavancagem das firmas.

A organização deste estudo é a seguinte. A seção 2 apresenta um referencial teórico dos modelos de estrutura de capital. A seção 3 desenvolve as hipóteses testadas na pesquisa, mostrando os efeitos das variáveis explicativas na alavancagem das firmas. A seção 4 demonstra os dados e a estatística descritiva. A seção 5 apresenta a metodologia da pesquisa. Finalmente, a seção 6 analisa os resultados encontrados. E a seção 7 conclui.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 *Estrutura de Capital*

Os modelos de Estrutura de Capital estudam a relação entre alavancagem das firmas e diversas variáveis como, por exemplo, benefício fiscal, tangibilidade de ativos, conflito de agência, transparência, assimetria de informação, fluxo de caixa livre, flexibilidade financeira e custo de capital próprio.

A teoria de Estrutura de Capital sugere modelos distintos que podem ser complementares ou, ainda, seguir por caminhos diferentes. Assim, os modelos que estudam a organização da captação de recursos financeiros da firma têm sido estudados a partir de diversas relações/variáveis.

O modelo *Pecking Order* demonstra uma hierarquia quanto à captação de recursos para os projetos de investimento da firma, considerando a qualidade financeira da firma e os custos de oportunidade de capital: (i) como primeira opção, tem-se a utilização de capital próprio, uma vez que firmas que apresentam boa qualidade podem aproveitar os seus ganhos para investir em seus projetos de investimento, ou melhor, firmas com elevada qualidade oferecem ganhos suficientes para investir em seus projetos; (ii) como segunda opção, tem-se a captação de recursos de terceiros, devido, por exemplo, ao lucro da firma não ser suficiente para investir em projetos de investimento; e, (iii) por fim, há a emissão de ações para negociação no mercado - como terceira opção - para captação de recursos, sendo que os custos relacionados com a emissão de ações são mais elevados que o custo de oportunidade de capital dos acionistas e de terceiros (MYERS, 1984).

Este modelo foi explicado a partir de estudos que apresentam a preferência das firmas pela utilização de capital próprio, deixando, como segunda opção, a captação de recursos de terceiros para investimentos na empresa (DONALDSON, 1961). Além disso, a escolha, quanto à captação de recursos, pode também ser uma combinação das três possibilidades citadas anteriormente. Desta forma, quando os recursos internos são insuficientes para novos projetos de investimento, a firma busca fontes externas de financiamento ou, ainda, a possibilidade de emissão de ações no mercado para negociação (MYERS, 1984).

Entretanto, pesquisas indicam que, nas últimas décadas, as firmas apresentam um comportamento contrário à hierarquia do modelo *Pecking order*, visto que os estudos expõem uma elevação na preferência por emissão de ações para captação de recursos (FAMA; FRENCH, 2002, 2005; FRANK; GOYAL, 2003).

Os estudos de Lemmon e Zender (2010) são consistentes com o modelo *Pecking order*, considerando que, em média, as firmas optam pelos fundos internos, reduzindo o nível de alavancagem da firma. No entanto, ao considerar firmas pequenas, maduras e com elevado nível de crescimento, o estudo encontra evidências de que a emissão de ações passa a ser preferida como captação de recursos.

Em complemento a estes estudos, o modelo *Pecking order* explica algumas escolhas das firmas quanto à decisão de captação de recursos para investimentos em projetos. A partir disso, é possível intuir, por exemplo, que firmas que apresentam elevados ganhos, mesmo que não operacionais, podem decidir entre: (i) combinar recursos internos e externos para novos projetos de investimento, utilizando parte de seu capital próprio para elevar sua liquidez. Quer dizer, utilizar somente parte dos lucros retidos, complementando os recursos com capital externo;

ou, ainda, (ii) utilizar somente capital próprio para investir em novos projetos, visto que o lucro elevado da firma é suficiente para investir nos projetos e a estratégia da firma não contempla elevação da liquidez.

Alinhado a este modelo, as decisões de captação de recursos, seja em arranjo ou não, possivelmente dependem do mercado em que a firma faz parte. La Porta et al. (1999) sugerem que a política de investimento da firma é influenciada pelo ambiente externo em que a firma está inserida, além da capacidade da empresa em captar recursos externos, ainda mais que países que apresentam transparência reduzida e baixa proteção aos credores impulsionam o custo de capital de oportunidade do credor, majorando, assim, o custo da dívida das firmas que buscam capital de terceiros.

Portanto, mercados que oferecem níveis menores de proteção certamente apresentam custos de oportunidade de capital dos credores mais elevados, limitando, dessa forma, o acesso ao capital de terceiros, o que incentiva as firmas a financiarem seus projetos de investimento a partir de recursos próprios ou emissão de ações (DITTMAR, MAHRT-SMITH; SERVAES, 2003; KALCHEVA; LINS, 2007).

Em complemento, Wu e Yeung (2012) encontram evidências de que o tipo de crescimento das firmas afeta a escolha quanto à captação de recursos, indicando que firmas que apresentam baixo nível de crescimento são mais propensas a emitir ações, preferindo, assim, o endividamento (capital de terceiros). No entanto, firmas com elevado nível de crescimento apresentam menor disposição quanto à escolha por financiamento, a partir de capital de terceiros, apresentando maior pré-disposição para emitir ações no mercado.

Além disso, o mercado/investidores não elegem a emissão de ações como a melhor opção na captação de recursos (KRASKER, 1986), porquanto, para o

mercado, a emissão de ações reduz o nível de confiabilidade da firma. Desta forma, a captação de recursos, a partir de dívidas, sinaliza - para o mercado - perspectivas positivas de crescimento da firma (LELAND, PYLE ; 1977; ROSS, 1977).

Possivelmente, acionistas e gestores terão conflitos com relação às decisões de estrutura de capital. Como indicado acima, investidores e acionistas podem eleger formas de captação de recursos diferentes das preferidas pelos gestores. Desta maneira, os acionistas oferecem aos gestores incentivos e benefícios, a fim de influenciar os gestores a zelar pelo capital e pela propriedade com a mesma cautela e sentimento de dono. Estes são chamados custos de agência que derivam do conflito de agência entre gestores e acionistas nas decisões da firma, os quais originam os custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976).

Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência como um contrato entre o principal e o agente, em que o principal contrata um ou mais agentes para executar alguma função em seu nome, delegando autoridade para a tomada de decisão. Considerando que ambas as partes buscam maximizar a própria utilidade, observa-se que o alinhamento entre o principal e o agente é improvável neste modelo. Desta maneira, as decisões do agente (por exemplo, o gestor) certamente não estarão a par dos interesses do principal (por exemplo, o acionista) (JENSEN; MECKLING, 1976).

Diante disso, o conflito de agência indica que o gestor estará propenso a tomar decisões que favoreçam a si próprio e que podem não estar alinhadas com os interesses do acionista (JENSEN; MECKLING, 1976). Portanto, cabe ao acionista limitar e influenciar as decisões do gestor, restringindo os gastos com recursos da empresa. Por exemplo, o gestor pode desviar recursos para benefício próprio, considerando que, no caso de abundância de recursos, o desvio poderá ser maior.

Por consequência, a escassez desses recursos ocasionará redução em investimentos da firma (STULZ, 1990).

Para garantir que o agente tome decisões ótimas para o principal e evitar que os agentes atuem contra os acordos estabelecidos com o principal (*moral hazard*), os acionistas criam mecanismos institucionais chamados de governança corporativa. Estes mecanismos têm o objetivo de incentivar os gestores a tomar decisões que maximizem o valor da firma/acionistas, ou seja, reduzir o conflito de interesses entre gestores e acionistas da firma (JENSEN; MECKLING, 1976). Estes incentivos, mecanismos de controle e monitoramentos para reduzir o conflito de agência geram custos de agência que, em princípio, deverão ser menores que as perdas causadas pelas decisões tomadas pelo gestor, visando a maximizar o seu próprio interesse (COPELAND; WESTON; SHASTRI, 2005; JENSEN; MECKLING, 1976;).

Em virtude disto, as firmas precisam atentar-se para mecanismos eficazes de governança corporativa, os quais proporcionam às firmas uma melhor eficiência na gestão, possibilitando aos gestores estarem mais alinhados com o objetivo da firma, maximizando os resultados para os acionistas. Estes incentivos podem buscar um efeito positivo na aprovação de projetos de investimento mais rentáveis (mesmo que estes não apresentem baixo risco – mais favorável ao gestor). Diante da assimetria de informação, certamente os acionistas não estarão cientes das possibilidades de projetos de investimento que maximizem o valor para o acionista e não àqueles projetos que oferecem rendimentos menores (MYERS; MAJLUF, 1984).

Por exemplo, caso o gestor tenha que escolher entre projetos: (i) com maior rentabilidade e com um risco maior; ou, (ii) com menor rentabilidade, porém, com um risco menor, certamente, o gestor decidirá pela segunda possibilidade, pois esta exigirá uma menor eficiência da gestão e menos preocupações por parte do gestor.

No entanto, o acionista pode estimular os gestores a aprovarem projetos com elevados retornos e não projetos com poucos retornos por terem um risco menor, mas oferecendo incentivos, como, por exemplo, participação nos ganhos com investimento.

O enfraquecimento dos conflitos de agência, a partir da execução de mecanismos mais eficazes de governança corporativa, afeta positivamente a eficiência da gestão. Portanto, espera-se uma elevação na eficiência dos processos e na aprovação de investimentos com maiores taxas de retorno, proporcionando a elevação na lucratividade da firma e, conseqüentemente, o valor da empresa será majorado.

Complementarmente, a alavancagem é correlacionada positivamente com o valor da empresa (HARRIS; RAVIV, 1991; MYERS, 2001; STULZ, 1990;). O aumento na lucratividade impulsiona o valor da empresa, já que a elevação nos lucros aumenta os fluxos de caixa projetados pela firma, elevando o valor presente destes fluxos de caixa, e, portanto, majorando o valor presente da firma. Diante disso, os credores se tornam mais propensos a emprestar capital para esta firma, esperando-se, assim, que ocorra a alavancagem (MYERS, 2001).

Para tanto, há outras possibilidades que tendem a influenciar os gestores a disponibilizar capital ao invés de investir a um baixo custo de oportunidade, ou ainda desperdiçar este capital com despesas desnecessárias (JENSEN, 1986; JENSEN; MECKLING, 1976). Por exemplo, Myers (2001) sugere que a solução seria o endividamento externo, pois obriga o gestor a disponibilizar este capital para pagamento aos credores.

A alavancagem em uma elevada proporção sugere um maior risco de *default* (HARRIS; RAVIV, 1991; JENSEN, 1986;), observando-se que quanto mais elevado

o nível de alavancagem da firma, maior a probabilidade de a firma não cumprir suas obrigações com o credor. No entanto, a alavancagem é capaz de agregar valor à firma, amenizando o alinhamento imperfeito entre acionistas e gerentes e, ainda, elevando os ganhos da firma.

Além disso, a alavancagem sugere menores custos de agência, notando-se que a negligência dos gestores na utilização do fluxo de caixa livre da firma será reduzida. Fama e French (2002) apontam que reduzir o fluxo de caixa livre proporciona redução dos custos de agência; logo, um menor montante de capital estará “disponível” para gastos excessivos dos gestores.

Mediante isto, o endividamento externo apresenta um recurso na busca da redução dos custos de agência, pois influencia o gestor a gerenciar melhor o fluxo de caixa livre, por conseguinte, a firma majora sua obrigação com seus credores (MYERS, 2001).

O aumento da alavancagem demonstra, por um lado, uma elevação no risco da firma, visto que, quanto maior a dívida da firma com os credores, maior será o risco de crédito do credor (quer dizer, maior a probabilidade da firma não conseguir honrar as suas obrigações com os credores). No entanto, esta medida restringe os gastos dos agentes/gestores, reduzindo os custos de agência para a firma, e, assim, amenizando o desalinhamento entre acionistas e gerentes (MYERS, 2001). Por outro lado, o modelo de estrutura de capital que sugere a flexibilidade de crédito - como opção real da firma - indica que as empresas podem optar por uma folga financeira de crédito, não atingindo o nível alvo-ótimo de seu endividamento. Esta estratégia sugere que a firma terá vantagem competitiva (PENROSE, 1995), considerando que as firmas que mantêm uma flexibilidade de crédito tem a possibilidade de aproveitar oportunidades futuras não previstas antecipadamente

(DAVIDSON, 1988).

Em virtude disto, a firma poderá captar recursos de terceiros para aproveitar estas oportunidades sem ultrapassar o seu nível-alvo de alavancagem, ou seja, não afetará intensamente o risco de infortúnio da firma.

Em complemento, o modelo *trade-off* discute a utilização de recursos externos em relação a, por exemplo, risco de infortúnio, a benefício fiscal e à tangibilidade de ativos.

O modelo *trade-off* indica que as firmas alavancadas aproveitam um benefício fiscal: as firmas se ausentam do pagamento de imposto de renda sobre as despesas financeiras decorrentes de dívidas externas (capital de terceiros). Assim sendo, as firmas optam pelo capital de terceiros para investir em seus projetos de investimento, uma vez que este capital de terceiros oferece este benefício fiscal. É importante destacar, em complemento, que as firmas devem combinar este nível de alavancagem com o risco de falência da firma, sendo que elevados níveis de dívida aumentam a taxa de juros cobrada pelo terceiro, por exemplo, instituição financeira, impulsionando, portanto, o risco de falência da firma (JENSEN, 1986).

Por conseguinte, firmas com restrição financeira interna, ou seja, firmas que não dispõem de

elevada liquidez irão apoiar-se no modelo *trade-off* a fim de aproveitar os benefícios do capital de terceiros e, por consequência, é reduzida a sua disponibilidade de capital próprio para seus projetos de investimento. Este efeito negativo entre capital interno e capital de terceiros é sugerida também por Almeida e Campello (2010) em seus estudos, expondo que a demanda por capital de terceiros tem relação negativa com utilização de capital próprio.

Além disso, firmas inseridas em mercados com menor alíquota do imposto de renda são mais propensas a optar pela captação de recursos externos. E, ainda, firmas com menor risco de negócio ou firmas com mais ativos tangíveis líquidos tendem a ter uma maior disponibilidade de crédito, pois a probabilidade da firma não conseguir honrar sua dívida com o terceiro é mais baixa. Assim, firmas com risco de negócio mais elevado ou firmas que apresentam uma fatia maior de ativos composta por ativos tangíveis menos líquidos e ativos intangíveis sugerem maior risco de crédito para o credor (ALMEIDA; CAMPELLO, 2007; JENSEN, 1986).

Diante disso, quanto menor o risco da firma, menor o risco de crédito do terceiro, e quanto mais ativos tangíveis líquidos, maior a garantia de pagamento da dívida para o terceiro. Este último sugere uma relação entre recursos internos e recursos externos (ALMEIDA; CAMPELLO, 2007; JENSEN, 1986).

Assim, firmas com menor risco de negócio tendem a alavancar-se mais do que firmas que apresentam um nível de risco elevado, se bem que firmas com maior risco de negócio têm maior probabilidade de infortúnio financeiro em qualquer nível de endividamento (MILLER, 1991). Portanto, como os gerentes são normalmente avessos ao risco, eles só irão optar por um nível alto de alavancagem quando a situação de qualidade da firma for boa e o risco de falência for baixo ou controlável.

Ademais, a teoria indica que o endividamento externo (com o objetivo de novos investimentos) das firmas até atingir um nível alvo-seguro supõe uma elevação uniforme no custo de capital próprio da firma (a partir da elevação do risco da firma). No entanto, o custo tem o aumento acelerado em níveis de dívidas mais altas, refletindo custos de agência e de elevação nos custos de falência da firma. Assim sendo, a alavancagem até o nível-alvo propõe elevação na expectativa de retornos sobre os investimentos. Diante disso, a elevação no custo de capital

próprio da firma mostra uma elevação no prêmio de risco do capital próprio das firmas, explicando o efeito das decisões de estrutura e de capital no *equity premium* das firmas. Entretanto, é interessante analisar o efeito do conflito de agência gerente-acionista no *equity premium* das firmas.

Welch (2004), que investigou se a alavancagem das firmas flutuam de acordo com os preços das ações, se o retorno das ações afetam o reajustamento do nível alvo da alavancagem, apresenta que o retorno das ações das firmas é um determinante nas decisões de estrutura de capital. Este estudo indica ainda que, no curto prazo, os retornos das ações são negativamente correlacionados aos índices de endividamento.

Em complemento ao estudo de Welch (2004), Frank e Goyal (2004) analisaram dados de firmas dos norte-americanas para pesquisar o processo de ajustamento nas decisões de estrutura de capital das firmas no longo prazo. O estudo indicou que o índice *market-to-book* afeta o ajuste de endividamento das firmas, já que a elevação do *market-to-book* afeta negativamente a alavancagem da firma no ano seguinte. Portanto, o estudo sugere evidências de que o endividamento é positivamente correlacionado com capital próprio das firmas.

Estudos na linha de finanças comportamentais demonstram que o comportamento do gestor afeta a estrutura de capital das firmas, interferindo tanto na estrutura de capital limite-alvo quanto no retorno sobre o capital próprio das firmas. Características do comportamento do gestor como, por exemplo, o seu desempenho, compõem um determinante nas decisões de financiamento da firma (BHAGAT; BOLTON; SUBRAMANIAN, 2011). Evidências, em estudo nesta linha, propõem que firmas com elevadas oportunidades de crescimento afetam as decisões positivamente de financiamento dos gestores (MAO, 2003).

Reforçando esta pesquisa, características como a superconfiança e otimismo dos gestores indicam uma preferência por níveis de endividamento mais elevados. Sabe-se que gestores mais confiantes não seguem uma hierarquia de fontes de financiamento nas decisões de estrutura de capital. Assim sendo, o comportamento do gestor funciona como um mecanismo para minorar o conflito de agência, uma vez que estes gestores reduzem o fluxo de caixa livre da firma, reduzindo ou abolindo o desvio de recursos. Além disso, gestores confiantes e otimistas tendem a investir mais, buscando maiores retornos para a firma (HACKBARTH, 2008).

A partir desta discussão teórica, a estrutura de capital das firmas deve ser determinada não apenas por fricções de mercado, tais como impostos, custos de falência, ou custos de refinanciamento, como em Fisher, Heinkel e Zechner (1989), mas também pela importância dos conflitos gerente-acionista. Embora o impacto do conflito de agência sobre as decisões de financiamento tenha sido amplamente discutido por três décadas, a literatura tem sido pouco explorada diante da magnitude deste efeito (MORELLEC; NIKOLOV; SCHURHOFF, 2012).

Adicionalmente, o modelo da sinalização de Ross (1977) também sugere uma relação entre qualidade da firma e alavancagem, indicando uma correlação negativa da alavancagem com a probabilidade de falência, e positiva, com a sinalização de qualidade da firma (MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984; ROSS, 1977).

Considerando que os gestores tomam decisões que maximizam a utilidade própria, de acordo com Jensen e Meckling (1976), a escolha do gestor em elevar o nível de endividamento da firma sinaliza que este tem uma boa perspectiva sobre os ganhos futuros da empresa, podendo, assim, honrar sua obrigação com os credores. Certamente, os gestores não serão recompensados, caso a firma não consiga

retorno para o pagamento da dívida ou tenha uma elevada possibilidade de ir à falência. Portanto, os gestores somente irão decidir por níveis de alavancagem maiores quando a firma apresentar bons níveis de qualidade e baixa probabilidade de *default* (ROSS, 1977). Diante disso, Ross (1977) propõe que elevados níveis de alavancagem são interpretados pelos investidores como um sinal de qualidade das firmas.

Estes sinais quanto à qualidade da firma aumentam a transparência e o equilíbrio no mercado, visto que as relações e as informações entre investidores e firmas se tornam mais claras, minorando, portanto, os problemas de assimetria de informação que existem entre gestores e investidores. Neste aspecto, os investidores passam a ter informações que, em princípio, somente são conhecidas pelos gestores (informações estas obtidas mediante interpretação de sinais).

Mudanças ou escolhas na estrutura financeira e na estrutura de incentivos gerenciais da firma podem alterar a percepção do mercado. Por conseguinte, os investidores fazem inferências a partir destes sinais, interpretando que o crescimento na alavancagem sinaliza alta qualidade da firma. Este indício de alta qualidade eleva a percepção de valor de mercado da firma, ou seja, a elevação na alavancagem da firma é percebida pelo investidor como sinalização de elevada qualidade, e reduzida probabilidade de falência da firma (ROSS, 1977). Portanto, considerando o modelo de sinalização, o empreendedor pode elevar a confiança dos investidores no mercado, majorando o capital investido na firma a partir de captação de recursos com terceiros, percebendo que a alavancagem da firma sinaliza para os investidores com melhor qualidade, além de perspectivas positivas de crescimento (LELAND, PYLE; 1977).

3 HIPÓTESES

Este capítulo discute as hipóteses testadas no estudo, sugerindo intuições prévias sobre o efeito das variáveis de orientação econômica e das explicativas na alavancagem (variável dependente) das firmas, além da discussão quanto à escolha das variáveis de controle [Estrutura da taxa de Juros, Atividade de Fusão e Aquisição (M&A) e Prêmio de Retorno Mercado] das equações testadas.

Os modelos teóricos de estrutura de capital apresentam um impacto significativo das variáveis explicativas que compõem o estudo. Estas indicam que a alavancagem das firmas varia de acordo com o Crescimento das Oportunidades, da Rentabilidade, da Tangibilidade dos Ativos, do Tamanho, do Efetivo de Imposto, da Volatilidade dos Ganhos, do Pagamento de Dividendos, da Depreciação e do Desempenho dos preços das ações.

3.1 *Orientação Econômica*

O estudo analisa a orientação econômica dos países que se diferenciam em orientação a mercado e orientação a bancos. Cada orientação econômica é indicada pelos sistemas jurídicos *Common Law* (lei comum) e *Civil Law* (lei civil) praticados em cada país, uma vez que os sistemas jurídicos influenciam variáveis financeiras das firmas. Além disso, o ambiente legal é um decisor: no desenvolvimento do mercado de capitais, e nos direitos dos credores e dos acionistas (La PORTA et. al., 1998). Os países com sistema jurídicos da lei comum indicam uma forte proteção aos investidores, além de indicar uma relação positiva com a criação de riqueza (DEMIRGÜC-KUNT; LEVINE, 1999). O quadro 1 indica o sistema jurídico praticado

em cada país investigado. Além disso, o quadro 1 especifica a divisão dos grupo de países desenvolvidos (França, Alemanha, Japão, Reino Unido e EUA), e países do BRIC (Brasil, Rússia, China e Índia).

Antoniou; Guney; Paudyal (2008) estudou o efeito do ambiente externo na estrutura de capital das firmas dos países desenvolvidos, assim a presente pesquisa incluiu nas análises as firmas dos países emergentes, considerando países ainda não estudados por Alves; Ferreira (2011), por exemplo, Rússia; China e Índia.

O quadro 1 divide os países em grupos de países desenvolvidos e emergentes, a fim de identificar diferenças nos resultados entre ambos os grupos. Além disso, países desenvolvidos apresentam, por exemplo, características econômicas distintas dos países emergentes.

3.2 *Desenvolvimento do Mercado de Capitais e Bancário*

O estudo avalia variáveis que indicam o desenvolvimento do mercado de capitais e desenvolvimento bancário, a fim de investigar o efeito destes desenvolvimentos na alavancagem das firmas dos países analisados. Alves; Ferreira (2011) avaliam o desenvolvimento do mercado de capitais a partir da variável de liquidez do mercado (negociações na bolsa de valores local dividido pelo PIB – produto interno bruto).

Pesquisas sugerem um efeito positivo do desenvolvimento do mercado de capitais no crescimento das firmas que dependem de financiamento externo (RAJAN; ZINGALES, 1998), indicando uma redução na alavancagem das firmas em países com mercado de capitais mais desenvolvidos, visto que estas firmas

preferem emissão de ações como forma de captação de recursos. Este indício reforça a hipótese que sugere que em mercados de capitais mais desenvolvidos a assimetria de informação é menor, pois há uma maior proteção aos direitos do investidor, regulação do mercado mais forte, maior transparência, ou seja, mais informações disponíveis ao investidor (ALVES; FERREIRA, 2011).

Adicionalmente, Alves; Ferreira (2011) e Demirguc–Kunt; Levine (1999) analisaram o desenvolvimento bancário a partir da variável Crédito Bancário (crédito fornecido pelo setor financeiro/bancário dividido pelo PIB – produto interno bruto). A intuição prévia sugere uma elevação na alavancagem das firmas em países com desenvolvimento bancário mais forte, considerando uma maior proteção aos credores. A proteção ao credor é relacionada negativamente com o risco de crédito dos bancos/ credores e com o custo da dívida das firmas, sugerindo um efeito positivo da proteção ao credor na alavancagem das firmas (La PORTA et. al., 1999).

Quadro 1 : Orientação Econômicas dos países

O desenvolvimento do mercado (Desenvolvido e Emergente) foi definido por Morgan Stanley Capital International standards.

País	Sistema Jurídico
Painel A	
Países Emergentes	
Brasil	Lei Civil
Rússia	Lei Civil
China	Lei Civil
Índia	Lei Comum
Painel B	
Países Desenvolvidos	
França	Lei Civil
Alemanha	Lei Civil
Japão	Lei Civil
Reino Unido	Lei Comum
EUA	Lei Comum

3.3 Rentabilidade

Os modelos financeiros de estrutura de capital *Trade-off*, *Pecking Order* e Fluxo de Caixa Livre demonstram que a rentabilidade da firma delinea as decisões de financiamento. Em resumo, a rentabilidade afeta positivamente a alavancagem nos modelos *Trade-off* e do Fluxo de Caixa Livre, e afeta também negativamente, sob o modelo *Pecking Order* (FAMA; FRENCH, 2002; JENSEN, 1986; MYERS, 1984; 2001).

O modelo *Trade-off* sugere que o aumento da rentabilidade majora a alavancagem da firma, uma vez que firmas mais lucrativas esperam ter menores custos de falência. Diante disso, o endividamento externo é mais atraente para estas firmas que apresentam rentabilidade mais elevada, visto que empresas com menor risco de falência podem alavancar-se mais. Além disso, firmas com maior lucratividade e menor risco de falência indicam menor risco de crédito para os credores, já que é menor a probabilidade da firma não honrar a obrigação com o credor (HARRIS; RAVIV, 1991; JENSEN, 1986; MILLER, 1991). Em complemento, os bancos podem enxergar a elevação da dívida da firma como sinal de qualidade. Assim, os bancos/credores se tornam mais propensos a emprestar capital (ROSS, 1977).

A correlação positiva também é esperada a partir da teoria do Fluxo de Caixa Livre, a qual propõe um efeito positivo da rentabilidade na alavancagem da firma, a fim de proteger o lucro tributável e reduzir os custos de agência causados por este Fluxo de Caixa Livre (FAMA; FRENCH, 2002; MYERS, 2001). Este modelo mostra que a elevação do endividamento protege o lucro da firma, pois evita que os gestores utilizem o capital próprio da firma para se beneficiar individualmente.

Diante deste conflito entre gestores e acionistas, que sugere a elevação dos custos de agência (JENSEN, 1986; JENSEN; MECKLING, 1976;), a alternativa indicada pelo modelo teórico em discussão será a elevação do endividamento como maneira de reduzir o Fluxo de Caixa Livre e reduzir os custos de agência, sendo que esta decisão tende a minorar a utilização de recursos da firma pelos gestores na busca de atender aos objetivos individuais (FAMA; FRENCH, 2002; MYERS, 2001).

Além disso, a captação de recursos externos estimulará a eficiência dos gestores na gestão de investimentos, quer dizer, estes recursos captados deverão ser investidos em projetos economicamente viáveis com elevados retornos que consigam cobrir os pagamentos futuros do endividamento.

Entretanto, a partir do modelo *Pecking Order*, é possível intuir uma correlação negativa entre a rentabilidade e a alavancagem das firmas, pois firmas que apresentam um nível de rentabilidade mais elevada não precisam de financiamento externo para seus projetos de investimento, ou seja, o modelo explana que firmas com lucro elevado preferem utilizar seu capital próprio como fonte de financiamento para seus projetos de investimento (ALVES; FERREIRA, 2011; CHANG; RHEE, 1990; MYERS, 1984; RAJAN; ZINGALES, 1995).

A captação de recursos externos fica, como alternativa, em segundo lugar, na hierarquia de escolhas, no caso da rentabilidade da firma não ser suficiente para financiar os projetos de investimento. Já a emissão de ações como forma de captação de recursos é a terceira opção, uma vez que os custos relacionados com a emissão de ações são mais elevados que o custo de oportunidade de capital dos acionistas e de terceiros (MYERS, 1984).

3.4 Crescimento das Oportunidades

Na investigação entre o crescimento de oportunidades e a alavancagem, espera-se uma relação tanto positiva quanto negativa. O modelo de flexibilidade financeira demonstra que o aumento da expectativa de oportunidades futuras reduz a alavancagem, pois a firma decidirá manter uma folga financeira de crédito a fim de, no futuro, contar com o crédito disponível para aproveitar oportunidades futuras não previstas antecipadamente (DAVIDSON, 1988), sem exceder o seu nível alvo de alavancagem, ou melhor, sem afetar densamente o risco de infortúnio da firma.

A estratégia anterior sugere que a firma terá vantagem competitiva (PENROSE, 1995) ao decidir por uma folga de crédito que permitirá que a firma aproveite oportunidades futuras de investimento.

Entretanto, os resultados de Chang e Rhee (1990) mostram evidências da correlação positiva entre o crescimento de oportunidades e a alavancagem das firmas. A fim de sustentar esta evidência, é adequado propor que: (i) a execução de investimentos corrente atrelada à expectativa de crescimento das oportunidades afeta positivamente o nível de endividamento, pois as firmas precisarão captar recursos suficientes para executar os investimentos atuais; e, (ii) as firmas elevam a captação de recursos de terceiros, a fim de aproveitar o benefício fiscal dos juros e, ainda, reservam o lucro retido para reinvestimento futuro.

Em adição, outros modelos financeiros expõem outros efeitos na relação crescimento de oportunidades e alavancagem. As firmas têm, como alternativa, combinar fontes de captação de recursos, considerando que uma só fonte não trará capital suficiente para investir nos projetos da firma (MYERS, 1984). Portanto, a

firma poderá combinar recursos próprios e de terceiros, aproveitando os benefícios de cada captação, por exemplo:

(i) a emissão de ações poderá ser uma alternativa atraente na captação de recursos, considerando que firmas com nível de crescimento elevado estão mais dispostas a emitir ações no mercado (Wu; Yeung, 2012). Isso é proposto, pois a assimetria de informação estimula as firmas a emitirem ações quando estas estão sobrevalorizadas no mercado (ALTI, 2006; BAKER; WURGLER, 2002; HUANG; RITTER, 2005). A elevação na preferência por emissão de ações para captação de recursos tem sido sugerida por estudos de Fama e French (2002; 2005) e, Frank e Goyal (2003).

Reforçando a indicação anterior, o modelo *Market Timing* explica que os elevados preços das ações estimulam as firmas a emitirem ações para captação de recursos no mercado, uma vez que, neste período, as ações estão sobrevalorizadas no mercado. Em complemento, o modelo teórico expõe que as firmas aproveitem para abrir o capital e financiar seus investimentos com emissão de ações, quando o mercado sinaliza elevadas expectativas de ganhos e crescimento futuro para a firma (ALTI, 2006). Desta maneira, a firma aproveita a sobrevalorização das ações no mercado, preferindo captar recursos para financiar seus projetos, a partir de emissão de ações, nos períodos em que os investidores do mercado têm uma expectativa de crescimento da firma (DITTMAR; THAKOR, 2007).

Contudo, a sobrevalorização das ações não se sustenta ex-post, minorando o valor das ações em seguida (BAKER; WURGLER, 2002), influenciando, assim, as firmas a financiarem os investimentos com endividamento externo (DITTMAR; THAKOR, 2007).

(ii) o endividamento externo oferece o benefício fiscal da isenção de pagamento de imposto de renda sobre os juros da dívida. Desta forma, o custo de capital de terceiro será menor, indicando que o endividamento é uma boa escolha de captação de recursos.

Além disso, nos períodos em que os investidores do mercado têm uma expectativa baixa de crescimento da firma, os gestores elegem o endividamento externo como melhor captação de recursos para financiar estes investimentos (DITTMAR; THAKOR, 2007). Reforçando esta correlação negativa, Bevan e Danbolt (2004) encontraram resultados que evidenciam o efeito inverso da variável explicativa crescimento de oportunidades na alavancagem das firmas.

Na discussão entre as duas opções de captação de recursos, cabe expor que a orientação econômica do país, onde a firma está alocada, afeta as decisões de estrutura de capital. A intuição prévia sugere que firmas alocadas em economias orientadas a mercado apresentam uma correlação inversa entre a oportunidade de crescimento e a alavancagem, já que as decisões financeiras são mais influenciadas pelo mercado de capitais. Em contrapartida, firmas alocadas em economias orientadas a bancos sugerem menor poder do mercado de ações nas decisões das firmas.

Em adição, La Porta et al. (1999) demonstram que o ambiente externo afeta a captação de recursos externos, sabendo-se que países que apresentam maior proteção aos credores reduzem o custo de capital do credor, minorando, assim, o custo da dívida das firmas que buscam capital de terceiros. A economia orientada a banco propõe uma maior proteção aos credores.

O modelo *Trade-off*, além de tratar da relação dívida e do benefício fiscal também sugere a relação inversa entre a dívida e o risco de infortúnio. Esta última

relação, quando discutida sob o efeito do crescimento de oportunidades explica que o aumento do crescimento esperado eleva o risco de infortúnio, reduzindo a alavancagem da firma (JENSEN, 1986).

3.5 Desempenho do Preço das Ações

Os modelos teóricos *Pecking Order* e *Marketing Time*, discutidos anteriormente (Crescimento das oportunidades), expõem os efeitos do desempenho do preço das ações na alavancagem das firmas.

Na secção anterior que sugere os efeitos da variável crescimento das oportunidades, discutiu-se que a emissão de ações poderá ser uma alternativa atraente na captação de recursos (FRANK; GOYAL, 2004; WU; YEUNG, 2012) quando o valor das ações no mercado está sobrevalorizado (ALTI, 2006; BAKER; WURGLER, 2002; HUANG; RITTER, 2005;).

Desta maneira, o desempenho do preço das ações afeta negativamente a alavancagem da firma, sendo que o modelo *Market Timing* explica que os elevados preços das ações estimulam as firmas a emitirem ações a fim de captar recursos no mercado, uma vez que, neste período, as ações estão sobrevalorizadas no mercado (ALTI, 2006; BAKER; WURGLER, 2002; FRANK; GOYAL, 2004; HUANG; RITTER, 2005;). Portanto, a firma aproveita o aumento do desempenho do preço das ações no mercado para financiar seus projetos de investimento a partir da emissão de ações (DITTMAR; THAKOR, 2007).

Além disso, o modelo *Market Timing* mostra que a sobrevalorização das ações não se sustenta *ex-post*, reduzindo o valor das ações em seguida (BAKER; WURGLER, 2002). A partir deste momento, a emissão de ações passa a ser menos

atraente. Diante disso, a firma elege a dívida externa como melhor opção de captação de recursos (DITTMAR; THAKOR, 2007).

Portanto, o modelo *Pecking Order* contribui para esta intuição prévia, sugerindo que o endividamento externo é a segunda opção na hierarquia de escolhas de captação de recursos, demonstrando que há o benefício fiscal da isenção de pagamento de imposto de renda sobre os juros da dívida que minora o custo de capital de terceiros (MYERS, 1984).

3.6 Tangibilidade de Ativos

Uma correlação positiva é esperada entre a tangibilidade de ativos e a alavancagem da firma, como sugerido no modelo *Trade-off*, expondo que ativos tangíveis representam uma garantia para os credores que os ativos intangíveis não oferecem. Resultados dos estudos de Bevan e Danbolt (2004), Rajan e Zingales (1995), Stulz e Johnson (1985) reforçam o efeito positivo da variável explicativa, da tangibilidade de ativos e da variável dependente da alavancagem.

Firmas que possuem mais ativos tangíveis oferecem menor risco de crédito aos credores, do que empresas que possuem mais ativos intangíveis. Quer dizer, firmas com mais ativos tangíveis sugerem uma redução da probabilidade de a firma não conseguir honrar os pagamentos com o credor, refletindo, desta maneira, um menor custo capital de oportunidade do credor (menor custo da dívida para a empresa). Ao contrário de firmas que possuem mais ativos intangíveis que perdem valor de mercado quando a firma está em dificuldades (risco de infortúnio maior).

3.7 Tamanho da firma

Na investigação entre a variável explicativa tamanho e a alavancagem, espera-se uma correlação positiva (ALVES; FERREIRA, 2011; CHANG; RHEE, 1990; FRANK; GOYAL, 2003). Estudos esclarecem que quanto maior o tamanho, menor o risco de falência da firma. Diante disso, firmas com menor probabilidade de infortúnio tendem a se alavancar mais do que firmas cujo nível de risco de negócio é mais elevado (JENSEN, 1986; MILLER, 1991).

Além disso, Titman e Wessels (1988) apresentam, em sua pesquisa, que o tamanho afeta negativamente a alavancagem da firma (valor da dívida contábil de curto prazo). O estudo de Titman e Wessels (1988) recomenda ainda que seus resultados não indicam evidências sobre o efeito das variáveis explicativas (Benefício fiscal da não-dívida, volatilidade dos ganhos e crescimento futuro) na alavancagem das firmas.

3.8 Benefício Fiscal da não/dívida

As firmas podem contar com outro benefício fiscal além do benefício que ausentam o pagamento de impostos sobre os juros do capital de terceiros. Firmas que possuem elevados níveis de depreciação aproveitam o benefício fiscal da não-dívida, quer dizer, quanto maior a depreciação das firmas, menor o lucro tributável apurado e, conseqüentemente, menor o valor do imposto de renda descontado. Portanto, firmas que aproveitam um maior benefício fiscal da não-dívida exibem menores níveis de alavancagem (DEANGELO; MASULIS, 1980).

O modelo *Trade-off* indica que as firmas escolhem o endividamento externo para financiar os investimentos a fim de aproveitar o benefício fiscal dos

juros da dívida. No entanto, integrando o modelo *Trade-off*, as indicações do estudo apresentado no parágrafo anterior, é oportuno propor que as firmas que já aproveitam o benefício fiscal da não-dívida não têm a intenção de aumentar o seu endividamento e, conseqüentemente, buscar o benefício fiscal dos juros do capital de terceiros.

Em complemento, o modelo *Trade-off* esclarece ainda que firmas com mais ativos tangíveis tendem a alavancar-se mais, devido os mais ativos tangíveis indicarem maior garantia e menor risco de crédito para os credores. Considerando que a teoria declara que a depreciação está relacionada positivamente com os ativos tangíveis das firmas, é aceitável sugerir uma afinidade entre as variáveis explicativas, tangibilidade de ativos e benefício fiscal da não-dívida. Isto é, espera-se um efeito positivo das variáveis explicativas (i) tangibilidade de ativos (BEVAN; DANBOLT, 2004; RAJAN; ZINGALES, 1995; STULZ; JOHNSON, 1985); e, (ii) benefício fiscal da não- dívida (CHANG; RHEE, 1990) na variável da alavancagem da firma.

A discussão, no parágrafo anterior, apresenta uma explicação para os resultados descobertos por Boquist e Moore (1984); Bradley, Jarrell e Kim (1984), Titman e Wessels (1988), os quais encontraram evidências significativas de uma correlação positiva entre o benefício fiscal da não-dívida e a alavancagem das firmas.

3.9 Pagamento de Dividendos

Seguindo os estudos sobre o efeito do pagamento de dividendos e a alavancagem, espera-se uma correlação positiva entre as variáveis, visto que firmas

com elevado nível de retenção do lucro (menores pagamentos de dividendos) preferem financiar seus investimentos com capital próprio. Em resumo, a elevação do índice de pagamento de dividendos sugere a elevação da alavancagem das firmas; portanto, firmas com menores níveis de retenção do lucro tendem a se financiar com capital de terceiros (CHANG; RHEE, 1990). Estes resultados são validados pelo modelo *Pecking Order* que demonstra a preferência das firmas pelo financiamento de investimentos com o lucro retido (capital próprio). Entretanto, se o lucro retido não for suficiente para financiar os investimentos, a firma aproveitará a segunda opção na hierarquia de escolhas, a captação de recursos de terceiros (MYERS, 1984).

Adicionalmente, Rozeff (1982) encontra evidências da correlação negativa entre o pagamento de dividendos e a alavancagem das firmas. Este estudo expõe que as firmas minoram o pagamento de dividendos quando o beta da firma está mais elevado (maior custo de oportunidade de capital próprio elevado), portanto, o custo da dívida se torna mais atrativo. Diante disso, a firma elege o endividamento externo como melhor opção de financiamento de projetos de investimentos.

A combinação de recursos apresenta uma explicação para tal comportamento inverso entre o pagamento de dividendos e a alavancagem, já que a combinação de recursos de terceiros e próprio poderá ser uma opção ajustada para financiar os seus projetos. Além disso, o modelo *Trade-off* também ampara este resultado, explanando que se as firmas se alavancarem estas aproveitam o benefício fiscal dos juros da dívida e conseqüentemente um menor custo de captação de recursos de terceiros.

Estudos expõem ainda que o custo efetivo dos impostos afeta o equilíbrio entre os dividendos e o retorno de mercado (LITZENBERGER; RAMASWAMY, 1979, 1982; POTERBA; SUMMERS, 1984).

3.10 Custo Efetivo do Imposto

O modelo *Trade-off* cita que o benefício fiscal que isenta o pagamento de Imposto de renda sobre os juros da dívida influencia positivamente na alavancagem das firmas. Portanto, as firmas que apresentam a alíquota do imposto mais elevada tendem a eleger o endividamento externo como melhor opção de financiamento de projetos de investimento.

Considerando outra abordagem, o estudo de Antoniou, Guney e Paudyal (2008) explica teoricamente que a política fiscal afeta a estrutura de capital da firma, já que a política fiscal influencia no pagamento de dividendos. Em suma, se a política fiscal favorecer o pagamento de dividendos, as firmas irão preferir o capital de terceiros para financiar seus investimentos, pois a elevação no pagamento de dividendos irá inibir a retenção dos lucros.

3.11 Volatilidade dos Ganhos

Estudos apontam que a alavancagem decresce com o aumento da variabilidade dos ganhos (BRADLEY; JARRELL; KIM, 1984), pois o risco de falência majora em firmas que apresentam lucros mais voláteis. Portanto, as firmas com risco de falência mais elevado (maior custo de capital de oportunidade do credor) tendem a aproveitar menos o endividamento externo (MILLER, 1991).

Entretanto, Chang e Rhee (1990) encontraram evidências que mostram uma correlação positiva entre a volatilidade dos ganhos e a alavancagem. Os autores julgam o resultado como surpreendente, pois o efeito positivo é contrário às indicações teóricas. No entanto, se for ajustado este resultado ao modelo *Pecking Order*, é possível propor que as firmas com elevada volatilidade de ganhos podem não conseguir reter lucro suficiente para financiar seus projetos de investimento. Assim sendo, é necessário optar pelo financiamento com recursos de terceiros (MYERS, 1984).

3.12 Variáveis de Controle

Além das variáveis explicativas coletadas por firma, o estudo conta, ainda, com as variáveis de controle que investigam as relações com o mercado. A teoria esclarece tanto um efeito positivo quanto negativo da variável Prêmio de Retorno que avalia a relação do prêmio de risco do mercado com a alavancagem das firmas.

Evidências de uma correlação inversa indicam que as firmas preferem emitir ações quando o prêmio de risco do mercado aumenta, reduzindo, desta forma, o financiamento por meio de recursos de terceiros. Este efeito negativo pode ser explicado pelo: (i) aumento da confiança dos investidores no mercado e, (ii) modelo *Market Timing*, expondo que as firmas aproveitam a assimetria de informação para emitir ações, quando estas estão sobrevalorizadas no mercado, preferindo, desta maneira, financiar seus investimentos a partir da emissão de ações (ALTI, 2006; BAKER; WURGLER, 2002; DITTMAR; THAKOR, 2007; HUANG; RITTER, 2005).

Em contrapartida, a intuição prévia sugere também uma correlação positiva entre o prêmio de risco do mercado e a alavancagem, se forem consideradas duas

possibilidades: (i) caso o prêmio de risco aumentar por causa da elevação do retorno de mercado e, (ii) caso o prêmio de risco do mercado aumente por efeito da redução da taxa livre de risco. Na primeira possibilidade, o comportamento inverso entre a ação da firma (redução) e o retorno de mercado (aumento) esclarece também o efeito positivo entre o prêmio de risco e o da alavancagem, uma vez que diante da redução do preço das ações, as firmas não irão preferir financiar os seus investimentos com a emissão ações (ALTI, 2006; BAKER; WURGLER, 2002; DITTMAR; THAKOR, 2007; HUANG; RITTER, 2005). Quer dizer, o preço das ações da firma não apresenta o mesmo desempenho do retorno do mercado.

Na segunda possibilidade, a redução da taxa de juros livre de risco afeta o endividamento externo, pois reduz o custo da dívida das firmas. Entretanto, observando que esta avaliação considera também o efeito no curto prazo, a variável Estrutura da Taxa de Juros investigará o efeito das taxas de juros de longo prazo.

A variável Estrutura da Taxa de Juros foi adicionada à equação como variável de controle, pois indica como as taxas de juros do mercado afetam a alavancagem das firmas. A correlação positiva exposta pelo modelo de sinalização de Ross (1977) explana que a alavancagem das firmas aumenta quando a qualidade da firma é maior, visto que os gestores irão optar por níveis de alavancagem maiores quando a firma apresentar bons níveis de qualidade e baixa probabilidade de *default*.

Outrossim, Jensen (1986) sustenta o efeito negativo se for considerado que os gestores tendem a não optar pelo financiamento de investimentos com recursos de terceiros quando a expectativa das taxas de juros futuro do mercado majora. Esta correlação é indicada, pois as taxas de juros mais elevadas requerem investimentos mais rentáveis e gerenciamento de risco mais eficaz. Em adição, os gestores

buscam tomar decisões que maximizem o seu próprio interesse (JENSEN; MECKLING, 1976) e suavizem seu risco, portanto, é possível sugerir que o endividamento das firmas minora à medida que os gestores enxergam o aumento do risco de infortúnio. Em síntese, se o aumento da alavancagem elevar o risco de infortúnio da firma a um nível ousado, a firma poderá falir ou até ser adquirida por outra empresa do mercado.

A teoria de estrutura de capital também aclara a correlação entre a atividade de fusão e aquisição e a alavancagem das firmas. Jensen (1986) explica a correlação positiva entre as variáveis, uma vez que firmas adquirentes preferem adquirir firmas com capacidade excedente de endividamento. Assim, as firmas adquirentes enxergam nestas firmas-alvo uma opção para elevar a sua folga de crédito. Diante disso, os gestores das firmas-alvo alavancam a firma a fim de espantar a possibilidade de uma aquisição.

Em complemento, o modelo *Market Timing* apresenta o efeito negativo entre a atividade de fusão e aquisição e a alavancagem das firmas, pois quando o preço das ações no mercado aumenta as firmas preferem emitir ações para financiar seus projetos de investimento (ALTI, 2006; BAKER; WURGLER, 2002; DITTMAR; THAKOR, 2007; HUANG; RITTER, 2005). Além disso, se for feita uma ponte entre este aumento do preço das ações no mercado e a preferência das firmas adquirentes por firmas com capacidade excedente de endividamento, é razoável supor que a combinação de emissão de ações e capital de terceiros seria uma boa opção de captação de recursos para financiar os investimentos da firma (FRANK; GOYAL, 2004; WU; YEUNG, 2012).

Enfim, o quadro 2 apresenta uma síntese das correlações entre as variáveis explicativas e a alavancagem, e ainda os modelos teóricos e os autores que aclaram o sinal das correlações.

Quadro 2 : Efeito das Variáveis na Alavancagem

Variáveis	Efeito esperado na Alavancagem	Modelo Teórico	Autores
Liquidez do mercado	-	Proteção ao investidor	Rajan; Zingales (1998) Alves; Ferreira (2011)
Crédito Privado	+	Proteção so Credor	Demirguc-Kunt; Levine (1999) La Porta et. al., (1999) Alves; Ferreira (2011)
Rentabilidade	-	Pecking Order	Myers (1984) Chang; Rhee (1990) Rajan; Zingales (1995) Antoniou; Guney; Paudyal (2008) Alves; Ferreira (2011)
	+	Fluxo de Caixa Livre	Jensen; Meckling (1976) Jensen (1986) Fama; French (2002) Myers (2001)
	+	Trade-off	Jensen (1986) Harris; Raviv (1991) Miller (1991)
Crescimento das Oportunidades	-	Flexibilidade Financeira	Davidson (1988) Penrose (1995)
	-	Market Timing e Combinação de recursos	Baker; Wurgler (2002) Fama; French (2002) Frank; Goyal (2004) Huang; Ritter (2005) Alti (2006) Dittmar; Thakor (2007) Antoniou; Guney; Paudyal (2008) Wu; Yeung (2012)
	-	Trade-off	Jensen (1986)
	+	Combinação de recursos	Chang; Rhee (1990)
Tangibilidade dos Ativos	+	Trade-off	Stulz; Johnson (1985) Rajan; Zingales (1995) Bevan; Danbolt (2004) Antoniou; Guney; Paudyal (2008)
Tamanho	+	Trade-off	Jensen (1986) Chang; Rhee (1990) Miller (1991) Frank; Goyal (2003) Antoniou; Guney; Paudyal (2008) Alves; Ferreira (2011)
	-		Titman; Wessels (1988)

Continuação quadro 2

Variáveis	Efeito esperado na Alavancagem	Modelo Teórico	Autores
Volatilidade dos Ganhos	-	Trade-off	Bradley; Jarrell; Kim (1984) Miller (1991)
	+	Pecking Order	Myers (1984) Chang; Rhee (1990)
Pagamento de Dividendos	-	Trade-off e Combinação de recursos	Rozeff (1982)
	+	Pecking Order	Myers (1984) Chang; Rhee (1990)
Benefício Fiscal da não/dívida	-	Trade-off	DeAngelo; Masulis (1980) Bradley; Jarrell (1984)
	+	Trade-off	Stulz; Johnson (1985) Chang; Rhee (1990) Rajan; Zingales (1995) Bevan; Danbolt (2004)
Desempenho do preço das ações	-	Market Timing e Combinação de recursos	Fama; French (2002) Baker; Wurgler (2002) Frank; Goyal (2003) Huang; Ritter (2005) Alti (2006) Dittmar; Thakor (2007) Antoniou; Guney; Paudyal (2008)
Estrutura da Taxa de Juros	-	Trade-off	Jensen; Meckling (1976) Jensen (1986)
	+	Sinalização	Jensen; Meckling (1976) Ross (1977)
Atividade Fusão e Aquisição (M&A)	-	Market Timing e Combinação de recursos	Baker; Wurgler (2002) Fama; French (2002) Frank; Goyal (2004) Huang; Ritter (2005) Alti (2006) Dittmar; Thakor (2007) Wu; Yeung (2012)
	+	Teoria de Agência	Jensen (1986)
Prêmio de Retorno	-	Market Timing e Combinação de recursos	Baker; Wurgler (2002) Frank; Goyal (2004) Huang; Ritter (2005) Alti (2006) Dittmar; Thakor (2007) Wu; Yeung (2012)
	+	Trade-off	Jensen (1986)

4 DADOS E ESTATÍSTICA DESCRITIVA

O estudo se baseou na amostra coletada no banco de dados da *Compustat* e *Thomson Reuters datastream* com observações das firmas não financeiras dos seguintes países: Brasil, Rússia, Índia, China, França, Alemanha, Japão, Estados Unidos e Reino Unido. O período analisado foi entre 2000 e 2013. Considerando que as decisões das firmas financeiras refletem fatores diferentes das decisões das outras firmas, estas firmas foram excluídas da amostra.

A amostra estudada consiste de 184.842 observações firma-ano. As variáveis utilizadas na pesquisa seguem descritas na tabela 1. As variáveis que serviram de base para a construção das variáveis dependentes e explicativas foram coletadas na base de dados *Compustat*. Em adição, as variáveis de controle foram coletadas na base de dados *Thomson Reuters datastream*.

Dentre elas, a variável de controle Atividade de Fusão e Aquisição (*M&A*) foi construída a partir de observações que indicavam o nome das empresas adquiridas e adquirentes, o país respectivo das empresas e o dia/mês/ano da aquisição. Desta maneira, foi possível capturar as informações sobre o número de fusões e aquisições da amostra coletada, o número de fusões, aquisições em cada país e em cada país por ano.

Complementarmente, o estudo analisou variáveis que indicam o desenvolvimento do mercado de capitais e bancário dos países investigados. A variável Liquidez do Mercado avalia o desenvolvimento do mercado de capitais, enquanto a variável Crédito Bancário avalia o desenvolvimento bancário. As

observações coletadas para o período entre 2000 e 2013 das variáveis Liquidez do Mercado e Crédito Bancário foram coletadas no *The World Bank - World Development Indicators*. As observações no ano de 2013 para a variável Liquidez de Mercado não estavam disponíveis.

Tabela 1 : Definição das Variáveis

Variáveis Dependentes	
Book-Leverage	dívida total/ ativo total
Market-Leverage	dívida total/ (market equity + dívida total)
Variáveis Explicativas	
Rentabilidade	EBIT / Ativo Total
Crescimento das Oportunidades	(Ativo Total - Patrimônio Líquido + Market Equity) / Ativo Total
Tangibilidade dos Ativos	Ativos tangíveis/ Ativo Total
Tamanho	Vendas (Log)
Custo Efetivo de Imposto	Imposto total/ Lucro Tributável
Volatilidade dos Ganhos	Primeira diferença de ganhos anuais (variação%) menos média das primeiras diferenças.
Pagamento de Dividendos	Dividendos Ordinários/ Lucro Líquido
Benefício Fiscal não dívida	Depreciação/ Ativo Total
Desempenho do preço das ações	Variação anual do preço da ação.
Variáveis de Controle	
Estrutura da Taxa de Juros	(Rendimentos dos títulos do governo de longo prazo - Retorno dos títulos do Tesouro de três meses)
Atividade Fusão e Aquisição(M&A)	Número de fusões e aquisições em um determinado ano e país dividido pelo total de fusões e aquisições durante o período de amostragem (amostra total e amostra por país)
Prêmio de Retorno	(Retorno do mercado de ações - Retorno dos títulos do Tesouro de três meses)
Variáveis de Orientação Econômica	
Liquidez do Mercado (%)	Negociação do Mercado de Capitais. (Valor total de ações negociadas durante o período / PIB)
Crédito Privado	(Crédito fornecido pelo setor financeiro-Bancário / PIB)

Em seguida, a tabela 2 apresenta a estatística descritiva das variáveis

analisadas apresentando a estatística de toda a amostra e de cada país investigado.

Tabela 2: Estatísticas Variáveis

Amostra Total						
Variável	N	Média	Mediana	Desvio p	Min	Max
Book Leverage	159243	22.26	19.74	18.72	-	60.55
Market Leverage	105210	0.89	0.97	0.19	0.29	1.00
Liquidez Mercado %	171639	108.02	79.16	82.09	7.47	434.92
Crédito Privado %	184842	181.19	151.88	94.97	20.81	366.53
Rentabilidade	138566	5.53	5.45	7.26	- 11.60	19.44
Crescimento Oportunid.	105210	2.39	2.03	1.10	1.23	5.48
Tangibilidade Ativos	134309	143.18	4.07	362.25	0.01	1,474.17
Log Tamanho	137001	4.42	4.49	0.66	2.97	5.48
Volatilidade Ganhos	159679	23.82	26.94	20.85	- 17.96	61.75
C. E. Imposto	139990	1.00	0.01	3.90	- 5.13	14.01
Pagamento Dividendos	115027	0.14	0.09	0.16	-	0.57
Benefício Fiscal NãoDívida	134215	3.37	2.97	2.10	0.52	8.30
Desempenho Preço Ações	116478	10.48	0.91	51.15	- 61.86	141.73
Estrutura de Juros	176933	1.62	1.28	1.74	- 12.90	8.50
Prêmio de Retorno	162354	3.18	2.90	1.54	0.61	8.28
Fusão e Aquisição Total	184842	0.95	1.00	1.12	-	4.00
Fusão e Aquisição p/ país	184842	7.23	7.00	2.19	2.00	19.00
Brasil						
Variável	N	Média	Mediana	Desvio-pad	Min	Max
Book Leverage	3253	28.14	27.75	18.49	-	60.55
Market Leverage	2127	0.95	0.99	0.13	0.29	1.00
Liquidez Mercado %	3536	26.75	23.37	13.50	9.56	44.02
Crédito Privado %	3808	87.60	89.41	13.77	71.86	110.80
Rentabilidade	3059	6.68	6.74	8.08	- 11.60	19.44
Crescimento Oportunid.	2127	2.02	1.75	0.96	1.23	5.48
Tangibilidade Ativos	2929	8.97	0.21	89.65	0.01	1,474.17
Log Tamanho	2988	4.17	4.24	0.67	2.97	5.48
Volatilidade Ganhos	3250	19.53	22.66	20.34	- 17.96	61.75
C. E. Imposto	2648	2.93	0.71	6.21	- 5.13	14.01
Pagamento Dividendos	1374	0.27	0.23	0.19	-	0.57
Benefício Fiscal NãoDívida	2803	3.57	3.21	2.12	0.52	8.30
Desempenho Preço Ações	1690	13.99	2.32	55.91	- 61.86	141.73
Estrutura de Juros	3808	- 3.03	- 1.06	5.37	- 12.90	4.22
Prêmio de Retorno	2176	2.98	3.00	0.84	1.85	3.98
Fusão e Aquisição Total	3808	-	-	-	-	-
Fusão e Aquisição p/ país	3808	7.21	7.50	2.98	3.00	13.00

Continuação da tabela 2

Russia						
Variável	N	Média	Mediana	Desvio-pad	Min	Max
Book Leverage	1728	22.80	20.43	17.79	-	60.55
Market Leverage	722	0.95	1.00	0.13	0.29	1.00
Liquidez Mercado %	2288	33.55	33.85	19.40	7.47	60.19
Crédito Privado %	2464	30.47	26.31	8.16	20.81	48.29
Rentabilidade	1547	7.90	7.87	8.18	- 11.60	19.44
Crescimento Oportunid.	722	1.99	1.71	0.94	1.23	5.48
Tangibilidade Ativos	1423	2.42	0.01	47.92	0.01	1,474.17
Log Tamanho	1555	4.35	4.36	0.63	2.97	5.48
Volatilidade Ganhos	1726	24.11	24.46	18.88	- 17.96	61.75
C. E. Imposto	1164	6.13	13.45	8.68	- 5.13	14.01
Pagamento Dividendos	289	0.17	0.11	0.17	-	0.57
Benefício Fiscal NãoDívida	1275	4.17	3.91	2.24	0.52	8.30
Desempenho Preço Ações	1019	22.23	3.42	62.62	- 61.86	141.73
Estrutura de Juros	2112	3.64	3.69	2.91	- 0.17	8.50
Prêmio de Retorno	1760	4.85	4.48	1.86	2.78	8.28
Fusão e Aquisição Total	2464	0.43	-	0.49	-	1.00
Fusão e Aquisição p/ país	2464	7.21	3.50	6.18	2.00	19.00
China						
Variável	N	Média	Mediana	Desvio-pad	Min	Max
Book Leverage	26046	21.41	19.81	16.66	-	60.55
Market Leverage	17968	0.87	0.95	0.19	0.29	1.00
Liquidez Mercado %	32747	85.04	60.27	61.30	22.93	223.00
Crédito Privado %	35266	139.25	141.91	12.79	119.67	162.96
Rentabilidade	23052	5.27	4.82	6.47	- 11.60	19.44
Crescimento Oportunid.	17968	3.01	2.70	1.29	1.23	5.48
Tangibilidade Ativos	21836	0.61	0.11	4.88	0.01	305.84
Log Tamanho	22572	4.09	4.11	0.62	2.97	5.48
Volatilidade Ganhos	25550	16.62	15.28	13.99	- 17.96	61.75
C. E. Imposto	22258	2.42	1.06	5.82	- 5.13	14.01
Pagamento Dividendos	24065	0.07	-	0.16	-	0.57
Benefício Fiscal NãoDívida	22110	2.66	2.34	1.61	0.52	8.30
Desempenho Preço Ações	17763	15.21	- 3.70	60.24	- 61.86	141.73
Estrutura de Juros	27709	2.85	3.45	1.55	- 0.29	4.52
Prêmio de Retorno	15114	3.85	3.57	1.62	1.43	6.04
Fusão e Aquisição Total	35266	0.43	-	0.49	-	1.00
Fusão e Aquisição p/ país	35266	7.21	8.00	2.83	2.00	10.00

Continuação da tabela 2

Índia						
Variável	N	Média	Mediana	Desvio-pad	Min	Max
Book Leverage	30875	28.29	28.59	20.15	-	60.55
Market Leverage	14228	0.91	0.99	0.18	0.29	1.00
Liquidez Mercado %	33098	61.83	52.53	21.69	33.91	106.97
Crédito Privado %	35644	63.81	60.84	8.78	51.19	77.15
Rentabilidade	27785	6.67	6.86	7.32	- 11.60	19.44
Crescimento Oportunid.	14228	2.22	1.86	1.08	1.23	5.48
Tangibilidade Ativos	26704	456.89	166.21	549.96	0.01	1,474.17
Log Tamanho	27331	4.34	4.45	0.70	2.97	5.48
Volatilidade Ganhos	31965	20.34	22.27	19.20	- 17.96	61.75
C. E. Imposto	28682	0.03	0.00	0.36	- 5.13	14.01
Pagamento Dividendos	14079	0.15	0.11	0.13	-	0.57
Benefício Fiscal NãoDívida	27573	2.92	2.56	1.93	0.52	8.30
Desempenho Preço Ações	14565	13.04	- 2.57	60.86	- 61.86	141.73
Estrutura de Juros	35644	0.95	0.68	0.99	0.03	4.06
Prêmio de Retorno	35644	2.44	1.99	1.11	1.40	5.61
Fusão e Aquisição Total	35644	-	-	-	-	-
Fusão e Aquisição p/ país	35644	7.21	8.00	2.34	3.00	10.00
França						
Variável	N	Média	Mediana	Desvio-pad	Min	Max
Book Leverage	6406	20.68	18.66	15.90	-	60.55
Market Leverage	5242	0.89	0.97	0.19	0.29	1.00
Liquidez Mercado %	7033	74.03	66.65	25.42	41.93	128.39
Crédito Privado %	7574	115.03	115.00	12.26	100.12	132.54
Rentabilidade	6196	4.86	5.57	7.80	- 11.60	19.44
Crescimento Oportunid.	5242	2.21	1.92	0.95	1.23	5.48
Tangibilidade Ativos	5975	79.71	4.14	227.91	0.01	1,474.17
Log Tamanho	6151	4.46	4.57	0.60	2.97	5.48
Volatilidade Ganhos	6401	23.26	29.10	20.25	- 17.96	61.75
C. E. Imposto	5746	0.83	0.05	3.87	- 5.13	14.01
Pagamento Dividendos	1624	0.23	0.20	0.16	-	0.57
Benefício Fiscal NãoDívida	6136	3.58	3.16	2.23	0.52	8.30
Desempenho Preço Ações	5306	7.02	2.84	44.66	- 61.86	141.73
Estrutura de Juros	7574	1.96	1.98	0.81	0.70	3.25
Prêmio de Retorno	7574	4.20	4.40	1.45	1.45	6.91
Fusão e Aquisição Total	7574	0.57	1.00	0.49	-	1.00
Fusão e Aquisição p/ país	7574	7.21	7.50	1.61	4.00	9.00

Continuação da tabela 2

Alemanha						
Variável	N	Média	Mediana	Desvio-pad	Min	Max
Book Leverage	6772	19.02	15.90	17.69	-	60.55
Market Leverage	4503	0.88	0.97	0.21	0.29	1.00
Liquidez Mercado %	7384	59.14	54.91	18.88	34.69	97.89
Crédito Privado %	7952	128.77	128.08	8.56	113.52	141.92
Rentabilidade	5765	4.12	4.87	8.31	- 11.60	19.44
Crescimento Oportunid.	4503	2.26	1.99	0.99	1.23	5.48
Tangibilidade Ativos	5581	64.08	3.91	213.53	0.01	1,474.17
Log Tamanho	5710	4.58	4.68	0.60	2.97	5.48
Volatilidade Ganhos	6754	20.67	24.51	22.20	- 17.96	61.75
C. E. Imposto	6058	0.67	0.04	3.53	- 5.13	14.01
Pagamento Dividendos	2739	0.22	0.20	0.17	-	0.57
Benefício Fiscal NãoDívida	5711	4.36	4.02	2.30	0.52	8.30
Desempenho Preço Ações	5426	6.18	-	48.65	- 61.86	141.73
Estrutura de Juros	7952	1.89	1.72	0.97	0.42	3.99
Prêmio de Retorno	7952	4.43	4.26	1.96	1.44	7.44
Fusão e Aquisição Total	7952	0.50	0.50	0.50	-	1.00
Fusão e Aquisição p/ país	7952	7.14	6.50	1.46	6.00	10.00
Japão						
Variável	N	Média	Mediana	Desvio-pad	Min	Max
Book Leverage	43796	20.72	17.29	18.08	-	60.55
Market Leverage	34701	0.91	0.98	0.16	0.29	1.00
Liquidez Mercado %	42822	83.25	73.68	35.05	39.52	149.14
Crédito Privado %	46116	318.87	310.86	20.11	295.02	366.53
Rentabilidade	38438	4.74	4.17	5.38	- 11.60	19.44
Crescimento Oportunid.	34701	2.00	1.84	0.70	1.23	5.48
Tangibilidade Ativos	37885	124.22	12.75	330.97	0.01	1,474.17
Log Tamanho	38429	4.66	4.65	0.49	2.97	5.48
Volatilidade Ganhos	43702	33.67	41.05	22.53	- 17.96	61.75
C. E. Imposto	37688	0.07	0.01	1.06	- 5.13	14.01
Pagamento Dividendos	37328	0.17	0.14	0.14	-	0.57
Benefício Fiscal NãoDívida	36293	3.25	2.89	2.03	0.52	8.30
Desempenho Preço Ações	38348	7.12	0.19	42.26	- 61.86	141.73
Estrutura de Juros	46116	1.11	1.12	0.23	0.63	1.49
Prêmio de Retorno	46116	2.61	2.07	1.27	0.61	5.27
Fusão e Aquisição Total	46116	0.79	1.00	0.41	-	1.00
Fusão e Aquisição p/ país	46116	7.29	6.50	1.98	5.00	11.00

Continuação da tabela 2

Reino Unido						
Variável	N	Média	Mediana	Desvio-pad	Min	Max
Book Leverage	12241	16.63	11.30	18.02	-	60.55
Market Leverage	6830	0.86	0.96	0.21	0.29	1.00
Liquidez Mercado %	42822	83.25	73.68	35.05	39.52	149.14
Crédito Privado %	46116	318.87	310.86	20.11	295.02	366.53
Rentabilidade	9235	4.55	6.19	9.29	- 11.60	19.44
Crescimento Oportunid.	6830	2.48	2.16	1.10	1.23	5.48
Tangibilidade Ativos	8840	124.12	4.49	326.09	0.01	1,474.17
Log Tamanho	8915	4.43	4.54	0.74	2.97	5.48
Volatilidade Ganhos	12081	16.54	17.17	19.20	- 17.96	61.75
C. E. Imposto	9825	0.75	0.04	3.23	- 5.13	14.01
Pagamento Dividendos	5442	0.27	0.27	0.17	-	0.57
Benefício Fiscal NãoDívida	8851	3.94	3.58	2.35	0.52	8.30
Desempenho Preço Ações	9089	7.22	-	52.62	- 61.86	141.73
Estrutura de Juros	15316	1.19	0.68	1.66	- 1.12	3.74
Prêmio de Retorno	15316	4.39	4.03	1.42	2.38	7.39
Fusão e Aquisição Total	15316	1.00	1.00	-	1.00	1.00
Fusão e Aquisição p/ país	15316	7.21	7.00	1.26	6.00	10.00
EUA						
Variável	N	Média	Mediana	Desvio-pad	Min	Max
Book Leverage	28126	21.67	18.97	19.32	-	60.55
Liquidez Mercado %	18889	0.86	0.95	0.21	0.29	1.00
Crédito Privado %	28509	238.37	231.12	84.25	132.25	434.92
Market Leverage	30702	218.19	221.54	15.59	190.96	240.55
Rentabilidade	23489	6.36	7.36	8.62	- 11.60	19.44
Crescimento Oportunid.	18889	2.74	2.44	1.20	1.23	5.48
Tangibilidade Ativos	23136	15.07	0.43	105.60	0.01	1,474.17
Log Tamanho	23350	4.42	4.50	0.70	2.97	5.48
Volatilidade Ganhos	28250	23.50	31.07	20.06	- 17.96	61.75
C. E. Imposto	25921	1.99	0.49	5.22	- 5.13	14.01
Pagamento Dividendos	28087	0.09	-	0.15	-	0.57
Benefício Fiscal NãoDívida	23463	4.17	3.78	2.17	0.52	8.30
Desempenho Preço Ações	23272	13.10	7.14	50.12	- 61.86	141.73
Estrutura de Juros	30702	2.58	2.98	1.35	0.27	3.95
Prêmio de Retorno	30702	3.34	2.94	1.32	1.44	5.41
Fusão e Aquisição Total	30702	3.21	3.00	0.41	3.00	4.00
Fusão e Aquisição p/ país	30702	7.21	7.00	1.15	6.00	9.00

5 METODOLOGIA

A pesquisa avaliou as observações a partir da análise de dados em painel utilizando as dimensões do *cross-section* e das séries temporais da evolução da alavancagem de cada firma da amostra. Especificamente o corte transversal analisa observações das variáveis estudadas para as firmas da amostra num mesmo período de tempo; as séries temporais analisam as observações das variáveis ao longo do tempo. Assim, o painel analisa cada firma do corte transversal ao longo do tempo (WOOLDRIDGE, 2010).

Diante disso, a análise em painel observa o efeito das variáveis explicativas na variável Y de cada firma no mesmo período de tempo investigado. Além disso, este método permite uma quantidade maior de observações, uma vez que a base de dados considera as variáveis de cada firma, para cada ano no período de tempo estudado. Amostras com mais observações permitem uma precisão maior nas avaliações (WOOLDRIDGE, 2010).

O painel controla os efeitos fixos não observáveis ao ano. A fim de captar reações semelhantes das firmas da amostra em cada ano acrescentou-se na base de dados variáveis *dummies* que identifiquem o ano de cada observação firma-ano da amostra. Desta maneira é possível identificar o erro idiossincrático do grupo (MEYER, 1995; WOOLDRIDGE, 2010).

Diante disso, o primeiro painel avaliado considera as variáveis financeiras explicativas e as variáveis econômicas de controle descritas na tabela 1, além da variável *dummy* anual para captar o efeito fixo anual.

As equações desta análise estão indicadas a seguir:

$$MktLev_{it} = \alpha_i + v_t + \beta_1 Rentab_{it} + \beta_2 COport_{it} + \beta_3 TangAtivos_{it} + \beta_4 Tamanho_{it} + \beta_5 Imposto_{it} + \beta_6 VolatGanhos_{it} + \beta_7 PagDiv_{it} + \beta_8 BFiscal_{it} + \beta_9 DesAção_{it} + YX_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$BkLev_{it} = \alpha_i + v_t + \beta_1 Rentab_{it} + \beta_2 COport_{it} + \beta_3 TangAtivos_{it} + \beta_4 Tamanho_{it} + \beta_5 Imposto_{it} + \beta_6 VolatGanhos_{it} + \beta_7 PagDiv_{it} + \beta_8 BFiscal_{it} + \beta_9 DesAção_{it} + YX_{it} + \varepsilon_{it}$$

Onde:

- $MktLev_{it}$ e $BkLev_{it}$ são variáveis dependentes, respectivamente *market leverage* e *book leverage*;
- α_i o intercepto;
- v_t é o efeito fixo anual;
- $Rentab_{it}$: variável explicativa: Rentabilidade;
- $COport_{it}$: variável explicativa: Crescimento das Oportunidades;
- $TangAtivos_{it}$: variável explicativa: Tangibilidade dos Ativos;
- $Tamanho_{it}$: variável explicativa: Tamanho;
- $Imposto_{it}$: variável explicativa: C. Efetivo de Imposto;
- $VolatGanhos_{it}$: variável explicativa: Volatilidade dos Ganhos;
- $PagDiv_{it}$: variável explicativa: Pagamento de Dividendos;
- $BFiscal_{it}$: variável explicativa: Benefício Fiscal da não/dívida;
- $DesAção_{it}$: variável explicativa: Desempenho dos preços das ações;
- YX_{it} : as variáveis de controle especificadas na tabela 1 (Estrutura da taxa de Juros, Atividade Fusão e Aquisição(M&A) e Prêmio de Retorno);
- ε_{it} termo de erro aleatório.

Em seguida, foi investigado um painel para cada um dos países analisados. Estes consideram as mesmas variáveis financeiras explicativas e as variáveis econômicas de controle descritas na tabela 1, além das variáveis *dummies* para captar o efeito fixo anual.

As equações desta análise estão indicadas a seguir:

$$MktLev_{it} = \alpha_i + v_t + \beta_1 Rentab_{it} + \beta_2 COport_{it} + \beta_3 TangAtivos_{it} + \beta_4 Tamanho_{it} + \beta_5 Imposto_{it} + \beta_6 VolatGanhos_{it} + \beta_7 PagDiv_{it} + \beta_8 BFiscal_{it} + \beta_9 DesAção_{it} + YX_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$BkLev_{it} = \alpha_i + v_t + \beta_1 Rentab_{it} + \beta_2 COport_{it} + \beta_3 TangAtivos_{it} + \beta_4 Tamanho_{it} + \beta_5 Imposto_{it} + \beta_6 VolatGanhos_{it} + \beta_7 PagDiv_{it} + \beta_8 BFiscal_{it} + \beta_9 DesAção_{it} + YX_{it} + \varepsilon_{it}$$

Em complemento, a pesquisa incluiu variáveis que indicam o desenvolvimento do mercado de capitais e bancário dos países analisados. A variável *LiqMercado* indica as negociações no mercado de capitais, e *CredPrtido* indica o crédito fornecido pelo setor financeiro/bancário.

Diante disso, o estudo analisou os painéis de dados descritos a seguir com e sem efeito fixo anual para toda a amostra e para as subamostra de cada país.

$$MktLev_{it} = \alpha_i + v_t + \beta_1 Rentab_{it} + \beta_2 COport_{it} + \beta_3 TangAtivos_{it} + \beta_4 Tamanho_{it} + \beta_5 Imposto_{it} + \beta_6 VolatGanhos_{it} + \beta_7 PagDiv_{it} + \beta_8 BFiscal_{it} + \beta_9 DesAção_{it} + YX_{it} + \beta_{11} LiqMercado + \beta_{12} CredPrivado + \varepsilon_{it}$$

$$BkLev_{it} = \alpha_i + v_t + \beta_1 Rentab_{it} + \beta_2 COport_{it} + \beta_3 TangAtivos_{it} + \beta_4 Tamanho_{it} + \beta_5 Imposto_{it} + \beta_6 VolatGanhos_{it} + \beta_7 PagDiv_{it} + \beta_8 BFiscal_{it} + \beta_9 DesAção_{it} + YX_{it} + \beta_{11} LiqMercado + \beta_{12} CredPrivado + \varepsilon_{it}$$

6 RESULTADOS EMPÍRICOS

A tabela 3 apresenta os resultados do painel que investiga as observações firma-ano da amostra total. A tabela 4 mostra os resultados dos painéis que analisam o efeito na variável da alavancagem *Leverage Book (LevBook)* nas subamostras de cada país. Em seguida, a tabela 5 exibe os resultados dos painéis que avaliam o efeito na variável da alavancagem *Leverage Market (LevMarket)* nas subamostras de cada país.

Tabela 3: Painel Amostra Total

A amostra consiste de firmas não financeiras. A amostra consiste de 184.842 observações firma-ano (amostra completa) coletadas na *Compustat* e *Thomson Reuters datastream* no período entre 2000 a 2013. Todas as variáveis foram definidas na tabela 1. O painel inclui efeito fixo anual.

Variável	Book Leverage		Market Leverage	
	β	p-valor	β	p-valor
Rentabilidade	-0.52856	0.00000	-0.00005	0.04200
Crescimento Oportunidades	0.52844	0.00000	-0.00024	0.19600
Tangibilidade	0.00176	0.00000	0.00000	0.63100
Log Tamanho	4.86194	0.00000	-0.02069	0.00000
C. E. Imposto	0.00002	0.84600	0.00000	0.95700
Volatilidade Ganhos	0.00204	0.61100	0.00000	0.95400
Pagamento Dividendos	0.00814	0.42700	0.00000	0.99600
Benefício Fiscal Não Dívida	-1.75560	0.00000	0.00339	0.00000
Desempenho Preço das Ações	0.03312	0.00000	-0.00004	0.00000
Estrutura de Juros	-0.33119	0.01100	-0.00036	0.85300
Prêmio de Retorno	0.05837	0.66400	0.00661	0.00100
Fusão e Aquisição	42.04648	0.00000	0.17596	0.27200
Intercepto	5.91741	0.00300	0.92610	0.00000

Os resultados serão analisados a partir de cada variável explicativa investigada, além disso, as evidências encontradas na avaliação da amostra total e de cada país serão comparadas.

O painel da tabela 3 sugere fortes evidências de uma correlação negativa entre a rentabilidade e a alavancagem (*LevBook*) das firmas. Entretanto, as evidências não são tão fortes na análise da variável *LevMarket*, pois o resultado indica que há efeito ao nível de significância de 0,05 e o efeito indicado pelo β é mais fraco.

Em complemento, os resultados da tabela 4 sugerem fortes evidências de que a rentabilidade afeta negativamente a alavancagem (*LevBook*) no Brasil, China, Índia, Japão, Reino Unido e EUA. No entanto, as evidências são mais fracas na Alemanha (efeito ao nível de 0,10), e ainda, o p-valor rejeitou o efeito na Rússia e França. Quanto a variável *LevMarket*, a tabela 5 indica fortes evidências de uma correlação negativa entre a rentabilidade das firmas nos países analisados, exceto nas observações da Alemanha.

Os resultados encontrados nesta pesquisa reforçam as evidências indicadas por Alves; Ferreira (2011); Antoniou; Guney; Paudyal (2008), Chang; Rhee (1990), Myers (1984) e Rajan; Zingales (1995). O modelo *Pecking order* aclara este efeito inverso, pois as firmas que apresentam um nível de rentabilidade mais elevada não precisam financiar seus investimentos com capital de terceiros, ou seja, firmas com lucro elevado preferem utilizar seu capital próprio como fonte de financiamento (CHANG; RHEE, 1990; MYERS, 1984; RAJAN; ZINGALES, 1995). Diante disso, a captação de recursos externos se torna uma alternativa, na hierarquia de escolhas, no caso da rentabilidade da firma não ser suficiente para financiar seus investimentos.

Comparando o efeito negativo da rentabilidade entre países orientados a mercado (Reino Unido, EUA) e países orientados a bancos (Brasil, China, Índia, Japão) observa-se que não há padrão quanto à força do beta nestes dois grupos. A

Tabela 4: Painel *Book Leverage* por País

A amostra consiste de firmas não financeiras. A amostra consiste de 184.842 observações firma-ano (amostra completa) coletadas na Compustat e Thomson Reuters datastream no período entre 2000 a 2013. Todas as variáveis foram definidas na tabela1. O painel inclui efeito fixo anual.

<i>Book Leverage</i>																		
Variável	Brasil		Rússia		China		Índia		França		Alemanha		Japão		Reino Unido		EUA	
	β	p	β	p	B	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p
Rentabilidade	-0.3044	0.003	-0.1500	0.408	-0.0218	0.005	-0.2237	0.000	0.0435	0.470	0.0682	0.108	-0.4047	0.000	-0.2320	0.000	-0.5305	0.000
Crescimento Oportunidades	-1.3178	0.001	-6.8823	0.002	-0.0098	0.414	-0.0920	0.000	-2.8366	0.000	-2.6108	0.000	-1.8551	0.000	-1.1875	0.000	0.8571	0.000
Tangibilidade	-0.4674	0.072	36.4231	0.066	-0.0134	0.916	-0.0002	0.092	-0.0008	0.822	-0.0107	0.038	0.0000	0.836	0.0103	0.000	0.0022	0.000
Log Tamanho	0.9966	0.657	3.8425	0.410	-6.8546	0.000	-4.5128	0.000	-2.2266	0.011	-5.8818	0.000	-8.3031	0.000	-1.7555	0.021	10.6439	0.000
C. E. Imposto	-0.0003	0.495	0.0251	0.545	-0.0001	0.895	-0.0001	0.913	0.0021	0.499	0.0001	0.885	-0.0001	0.100	-0.0004	0.555	0.0001	0.786
Volatilidade Ganhos	0.0044	0.650	0.0002	0.889	-0.0034	0.534	3.6418	0.004	-0.0603	0.094	0.0374	0.045	0.1828	0.046	-0.0093	0.390	0.0034	0.915
Pagamento Dividendos	-0.7824	0.011	6.6016	0.444	0.0271	0.965	-0.0020	0.631	0.0516	0.678	-0.0578	0.385	0.0061	0.204	-0.1468	0.260	0.0525	0.736
Benefício Fiscal NãoDívida	0.0639	0.787	-0.1910	0.789	2.9164	0.000	0.0164	0.879	-0.1442	0.398	0.1018	0.174	0.4600	0.000	-0.0017	0.986	-2.2019	0.000
Desempenho Preço das Ações	-0.0027	0.579	-0.0069	0.680	0.0035	0.332	-0.0003	0.837	0.0130	0.034	0.0022	0.659	0.0095	0.000	-0.0075	0.030	0.0334	0.000
Estrutura de Juros	0.0971	0.546	23.6182	0.364	0.0000	0.000	-0.1149	0.362	-0.7593	0.087	-0.3344	0.388	0.0000	0.000	-0.7309	0.000	1.3314	0.002
Prêmio de Retorno	1.1067	0.132	34.4911	0.446	-0.1513	0.276	-0.1700	0.324	-0.3320	0.280	-0.6197	0.000	-0.2594	0.000	-0.4213	0.085	-0.6669	0.160
Fusão e Aquisição	0.0000	0.000	975.6403	0.436	0.0000	0.000	0.0000	0.000	0.0000	0.000	0.0000	0.000	0.0000	0.000	0.0000	0.000	0.0000	0.000
intercepto	51.5981	0.000	-509.0954	0.441	45.4545	0.000	52.4466	0.000	41.2095	0.000	57.8846	0.000	64.4898	0.000	35.4455	0.000	-13.9162	0.001

Tabela 5: Painel Market Leverage por País

A amostra consiste de firmas não financeiras. A amostra consiste de 184.842 observações firma-ano (amostra completa) coletadas na *Compustat* e *Thomson Reuters datastream* no período entre 2000 a 2013. Todas as variáveis foram definidas na tabela1. O painel inclui efeito fixo anual.

<i>Market Leverage</i>																		
	Brasil		Rússia		China		Índia		França		Alemanha		Japão		Reino Unido		EUA	
Variável	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p
Rentabilidade	-0.0034	0.001	-0.0160	0.024	0.0015	0.005	-0.0046	0.000	-0.0038	0.000	-0.0007	0.246	-0.0031	0.000	-0.0016	0.000	-0.0001	0.019
Crescimento Oportunidades	-0.0296	0.000	-0.0231	0.685	0.0029	0.000	-0.0055	0.000	-0.0293	0.000	-0.0634	0.000	-0.0443	0.000	-0.0365	0.000	-0.0014	0.000
Tangibilidade	-0.0056	0.028	-0.2880	0.507	-0.0020	0.815	0.0000	0.236	-0.0001	0.081	-0.0002	0.020	0.0000	0.040	0.0000	0.635	0.0000	0.354
Log Tamanho	0.0099	0.657	0.5349	0.025	-0.0469	0.204	0.0054	0.464	0.0062	0.666	-0.0473	0.001	-0.0050	0.304	-0.0497	0.000	-0.0085	0.137
C. E. Imposto	0.0000	0.987	-0.0015	0.347	0.0000	0.950	0.0000	0.919	0.0000	0.878	0.0000	0.957	0.0000	0.791	0.0000	0.802	0.0000	0.893
Volatilidade Ganhos	0.0000	0.987	0.0000	0.799	0.0000	0.969	0.0244	0.207	-0.0001	0.924	0.0004	0.200	0.0023	0.137	0.0001	0.583	-0.0002	0.442
Pagamento Dividendos	0.0013	0.669	-0.2599	0.259	0.0073	0.862	0.0000	0.879	0.0002	0.928	-0.0006	0.534	0.0000	0.977	-0.0029	0.201	0.0005	0.623
Benefício Fiscal NãoDívida	-0.0036	0.123	-0.0365	0.162	0.0404	0.001	0.0052	0.002	-0.0004	0.879	0.0018	0.111	0.0060	0.000	-0.0016	0.331	0.0021	0.000
Desempenho Preço das Ações	0.0000	0.422	0.0001	0.779	-0.0006	0.026	-0.0001	0.001	0.0000	0.846	0.0000	0.642	0.0000	0.048	-0.0003	0.000	0.0000	0.400
Estrutura de Juros	0.0025	0.112	0.0167	0.494	0.0000	0.000	-0.0059	0.002	-0.0044	0.549	-0.0025	0.658	0.0000	0.000	0.0057	0.114	0.0116	0.000
Prêmio de Retorno	-0.0046	0.526	-0.0223	0.735	0.0048	0.608	0.0137	0.000	0.0096	0.058	-0.0055	0.033	0.0002	0.767	-0.0080	0.060	-0.0071	0.028
Fusão e Aquisição	0.0000	0.000	0.0000	0.000	0.0000	0.000	0.0000	0.000	0.0000	0.000	0.0000	0.000	0.0000	0.000	0.0000	0.000	0.0000	0.000
intercepto	1.3027	0.000	-0.7179	0.433	0.9146	0.000	0.8897	0.000	0.9159	0.000	1.2775	0.000	1.0100	0.000	1.2469	0.000	0.8696	0.000

tabela 4 indica um beta (-0.5304) mais forte para os EUA, entretanto o Reino Unido sugere um efeito do beta (-0.2320) mais fraco (países orientados a mercado). Em complemento, entre os países orientados a bancos, os resultados do Japão sugerem que a rentabilidade afeta a alavancagem, em média, 0.4047 a menos (beta não tão forte quanto o beta dos EUA, porém mais forte que no Reino Unido). Relevante destacar que o Brasil e Índia sugerem um beta não muito distante dos demais países, respectivamente, -0.3044 e -0.2237.

Portanto, os resultados não apresentam evidências fortes que diferenciam o efeito da rentabilidade entre países orientados a mercado e países orientados a bancos.

Nas análises da variável crescimento das oportunidades os resultados da tabela 3 indicam uma correlação positiva com a alavancagem (*LevBook*). O efeito positivo é reforçado pelo resultado da análise das firmas norte-americanas (tabela 4), sugerindo ainda um efeito do beta 62,19% positivamente mais forte. Esta correlação positiva também encontrada por Chang; Rhee (1990) pode ser ilustrada pela combinação de recursos para financiamento, ou seja, a firma poderá combinar recursos (dívida e emissão de ações) aproveitando os benefícios de cada captação (MYERS, 1984).

Entretanto, os resultados do Reino Unido, Brasil, Rússia, Índia, França, Alemanha e Japão apresentam evidências de um efeito inverso entre o crescimento de oportunidades e a alavancagem (*LevBook*). Destaca-se ainda que o efeito indicado pelo beta destes países é ainda mais forte do que o beta das firmas dos EUA. Esta correlação negativa reforça os resultados de Antoniou; Guney; Paudyal (2008); Bevan; Danbolt (2004) e Wu; Yeung (2012), e pode ser sustentada pelos modelos *Market Timing* e *Trade-off*.

O modelo *Trade-off*, ampara a correlação negativa entre crescimento das oportunidades e a alavancagem, pois espera-se uma elevação do risco de infortúnio em firmas com mais oportunidades de crescimento (JENSEN, 1986).

Adicionalmente, a elevação na preferência por emissão de ações para captação de recursos tem sido sugerida por estudos de Fama e French (2002; 2005) e, Frank e Goyal (2003). Wu e Yeung (2012) indicam que a emissão de ações é uma alternativa atraente na captação de recursos, considerando que firmas com nível de crescimento elevado estão mais dispostas a emitir ações no mercado. Esta indicação é razoável, visto que a assimetria de informação estimula as firmas a emitirem ações quando estas estão sobrevalorizadas no mercado (ALTI, 2006; BAKER; WURGLER, 2002; HUANG; RITTER, 2005). Em adição, Alves e Ferreira (2011) explicam que em países em que o acionista é menos protegido (orientação a bancos) a relação negativa entre assimetria de informação e alavancagem é mais forte, pois a elevada assimetria de informação, reduz a alavancagem das firmas e aumenta a emissão de ações como financiamento das oportunidades de investimento.

Em contrapartida, os resultados dos EUA indicam que as firmas aproveitam as oportunidades com recursos externos, pois em países orientados a mercado é esperado uma assimetria de informação menor dificultando a emissão de ações como captação de recursos. Em resumo, em países orientados a mercado (mercado de capitais mais desenvolvido) espera-se um volume maior de informações disponíveis, regulação mais forte e maior proteção dos investidores (ALVES; FERREIRA, 2011).

A variável *Leverage Market* sugere na sua construção que a elevação do valor de mercado da firma reduz a variável de alavancagem (*LevMarket*). Assim,

quando o valor de mercado das firmas majora a preferências por emissão de ações aumenta, reduzindo o endividamento. A tabela 5 mostra que os resultados dos países Brasil, Índia, França, Alemanha, Japão e Reino Unido são consistentes em ambas variáveis de alavancagem.

Entretanto, na China a alavancagem (*LevMarket*) indica um efeito agora positivo, contrariando o efeito do *LevBook*. Em adição, as análises das firmas dos EUA apresentam agora um efeito negativo, também contrariando o efeito do *LevBook*. Importante destacar que o valor do Beta para ambos os países é menos relevante do que dos outros indicados no parágrafo anterior.

Por exemplo, na análise entre as firmas norte-americanas e as firmas do Brasil, Índia, França, Alemanha, Japão e Reino Unido (todos que indicaram efeito negativo na variável *LevMarket* – tabela 5) percebemos que o beta dos EUA representa 2.21% do beta médio dos países em comparação, e 4.03% em relação ao maior beta (Alemanha). Portanto, estes resultados sugerem que o valor de mercado das firmas dos EUA afetam negativamente a alavancagem (*LevMarket*), porém de maneira mais fraca em comparação aos outros países avaliados.

O *Market Timing* explica que a elevação do valor de mercado da firma estimula o financiamento a partir da emissão de ações e reduzindo assim o interesse por dívida, entretanto nos mercados em que a proteção dos acionistas é maior (EUA) espera-se um efeito *Market Timing* mais fraco.

A explicação apresentada pelo Modelo *Market Timing* também apoia a correlação negativa entre o desempenho do preço das ações e a alavancagem (*LevMarket*) evidenciada nos resultados do painel da amostra total (tabela 3) e nos painéis das subamostras nos países China, Índia e Reino Unido (tabela 5). Em resumo, a elevação no preço das ações é diretamente relacionado com o valor de

mercado da firma, e inversamente relacionado com a variável da alavancagem *LevMarket*. Portanto, é relevante sugerir que as firmas elegem a emissão de ações para financiar seus investimentos quando o preço das ações está sobrevalorizado (ALTI, 2006; ANTONIOU; GUNEY; PAUDYAL, 2008; BAKER; WURGLER, 2002; DITTMAR; THAKOR, 2007; HUANG; RITTER, 2005).

No entanto, se avaliarmos a variável da alavancagem do livro os resultados apresentados na tabela 3 indicam uma correlação positiva entre o desempenho no preço das ações e a alavancagem (*LevBook*). Este efeito positivo é reforçado pelos resultados das subamostras nos países França, Japão e EUA (tabela 4). A correlação positiva é contrária à intuição prévia apontada na construção das hipóteses, entretanto esta pode ser explicada por: (i) uma maior proteção do investidor no mercado de capitais restringe a possibilidade da firma emitir ações aproveitando o elevado nível de assimetria de informação (considerando os EUA – orientação econômica a mercado); e, (ii) em países orientados a bancos cuja menor proteção do investidor é uma das características, a elevação da dívida poderá ser reflexo da combinação de recursos (emissão de ações e dívida) para financiamento de investimentos.

Relevante destacar que a correlação nas firmas do Japão (positiva) e Reino Unido (negativa) se mantêm em ambas variáveis da alavancagem. E ainda, o efeito negativo no *LevMarket* da amostra total indica um beta -0.00004 mais fraco em comparação ao beta 0.0331 do *LevBook*.

A variável tamanho afeta positivamente a alavancagem na análise das firmas da Rússia e EUA. Este efeito reforça os resultados encontrados por Alves; Ferreira (2011), Antoniou; Guney; Paudyal (2008) e Chang; Rhee (1990) sugerindo que quanto maior o tamanho da firma, menor o risco de falência. Diante disso, firmas

com menor probabilidade de infortúnio tendem a se alavancar mais do que firmas com o nível de risco de negócio mais elevado (JENSEN, 1986; MILLER, 1991).

Em contrapartida, investigando as observações das firmas da China, Índia, França, Alemanha, Japão e Reino Unido encontra-se um efeito inverso entre o tamanho e a alavancagem da firma. Estes resultados que se assemelham com as evidências encontradas por Titman; Wessels (1988) não confirmam a intuição prévia indicada pelo modelo *trade-off*.

Entretanto, o modelo *Pecking Order* indica que as firmas preferem financiar seus investimentos quando o lucro é suficiente. Considerando que a variável tamanho foi construída a partir das vendas da firma é possível ponderar que as vendas sejam positivamente relacionadas com o lucro, porém é necessário investigar melhor, pois os custos/despesas não estão claros. Diante disso, a pesquisadora direciona a investigação analisando se há semelhança entre os resultados da variável rentabilidade e da variável tamanho. A partir disso, é confirmada a correlação negativa de ambas variáveis explicativas com alavancagem das firmas, sugerindo a relação positiva entre a rentabilidade e as vendas. Desta maneira a intuição do modelo *Pecking Order* apoia o efeito negativo entre o tamanho e o endividamento.

Investigando a variável tangibilidade os resultados indicam evidências fortes da correlação positiva entre a tangibilidade de ativos e a alavancagem contábil (*LevBook*) nas análises da amostra total e nas subamostras dos países Reino Unido e EUA. Estes resultados reforçam as pesquisas de Antoniou; Guney; Paudyal (2008), Bevan; Danbolt (2004), Rajan; Zingales (1995) e Stulz; Johnson (1985), além disso os resultados confirmam o modelo *trade-off* que aborda os ativos tangíveis como uma garantia para os credores que os ativos intangíveis não oferecem. Quer

dizer, firmas com mais ativos tangíveis podem se endividar mais, uma vez que os credores são mais propensos a emprestar capital para estas firmas.

Contudo, os resultados das firmas alemãs apresentaram um efeito negativo entre a alavancagem contábil e a tangibilidade das firmas. Considerando que a Alemanha é um país orientado a Bancos é possível sugerir que neste país a proteção ao credor esperada é maior do que em países orientados à mercado (Reino Unido e EUA – efeito positivo indicado no parágrafo anterior).

A análise entre a variável explicativa benefício fiscal da não dívida e a alavancagem (*LevBook*) apresenta evidências da correlação negativa no painel da amostra total e no painel das firmas norte-americanas. Estas evidências confirmam os resultados encontrados por Bradley; Jarrell (1984) e DeAngelo; Masulis (1980) que apoiados na teoria *trade-off* propõem que as firmas com maiores níveis de depreciação aproveitam o benefício fiscal da não dívida, ou seja, menor o lucro tributável apurado e, conseqüentemente, menor o valor do imposto de renda descontado. Portanto, firmas que aproveitam um maior benefício fiscal da não dívida exibem menores níveis de alavancagem.

Apesar disso, outros resultados da presente pesquisa mostram também um efeito positivo entre o benefício fiscal da não dívida e a alavancagem nas análises da amostra total (*LevMarket*) e dos países China (*LevBook* e *LevMarket*), Índia (*LevMarket*), Japão (*LevBook* e *LevMarket*) e EUA (*LevMarket*). A correlação positiva é proposta a partir de uma interpretação do modelo *Trade-off* que propõem maiores níveis de alavancagem para as firmas com mais ativos tangíveis. Uma vez que a teoria declara que a depreciação está relacionada positivamente com os ativos tangíveis das firmas, é aceitável sugerir uma afinidade entre as variáveis explicativas, tangibilidade de ativos e benefício fiscal da não dívida. Em resumo, é

esperada a correlação positiva entre as variáveis explicativas: (i) tangibilidade de ativos (BEVAN; DANBOLT, 2004; RAJAN; ZINGALES, 1995; STULZ; JOHNSON, 1985); e, (ii) benefício fiscal da não- dívida (CHANG; RHEE, 1990), e a alavancagem das firmas.

Os resultados apresentados na tabela 4 avaliam a alavancagem contábil com o pagamento de dividendos sugerindo evidências significativas de uma correlação negativa somente nas firmas brasileiras. Evidências estas que reforçam os achados de Rozeff (1982) expondo que as firmas minoram o pagamento de dividendos quando o beta da firma está mais elevado (maior custo de oportunidade de capital próprio elevado), portanto, o custo da dívida se torna mais atrativo. Diante disso, a firma elege o endividamento externo como melhor opção de financiamento de projetos de investimentos.

Quanto à investigação entre a alavancagem e o custo efetivo do imposto indicada na tabela 4, somente as firmas japonesas indicam uma evidência mais fraca (nível de significância de 0.10) de uma correlação negativa entre as variáveis. Este resultado contraria a intuição prévia da teoria, visto que o modelo *trade-off* sugere que quanto maior o benefício fiscal que isenta o pagamento de Imposto de renda sobre os juros da dívida, maior a alavancagem das firmas. Portanto, as firmas que apresentam a alíquota do imposto mais elevada tendem a se endividar mais.

Em seguida, os resultados da volatilidade dos ganhos apresentados na tabela 4 sugerem evidências fortes da correlação positiva com a alavancagem contábil na análise das firmas da Índia. Em adição, os painéis que avaliam a Alemanha e Japão indicam evidências da correlação também positiva, porém considerando um p-valor maior de 0.05. Estes resultados confirmam o efeito positivo encontrado por Chang e Rhee (1990). A fim de esclarecer estes resultados esta presente pesquisa propõe

que as firmas com elevada volatilidade de ganhos podem não conseguir reter lucro suficiente para financiar seus projetos de investimento. Assim, o modelo *pecking order* auxilia esta reflexão considerando que se a firma não consegue aproveitar a primeira opção na hierarquia de escolhas (lucro) será necessário optar pelo financiamento com recursos de terceiros (MYERS, 1984).

Além disso, o painel que investiga as firmas da França sugere uma correlação negativa com evidências mais fracas a um nível de significância de 0.10. Bradley; Jarrell; Kim (1984), apontam que a alavancagem decresce com o aumento da variabilidade dos ganhos, pois o risco de falência majora em firmas que apresentam lucros mais voláteis. Portanto, as firmas com risco de falência mais elevado (maior custo de capital de oportunidade do credor) tendem a aproveitar menos o endividamento externo (MILLER, 1991).

Nas análises das variáveis de controle observa-se uma correlação negativa da Estrutura de juros com a alavancagem no painel da amostra total (tabela 3) e nos painéis das firmas da Índia, França e Reino Unido (tabelas 4 e 5). Este efeito inverso é apoiado por Jensen (1986) considerando que os gestores tendem a não optar pelo financiamento de investimentos com recursos de terceiros quando a expectativa das taxas de juros futuro do mercado é elevada. Quer dizer, taxas de juros maiores demandam investimentos mais rentáveis e gerenciamento de risco mais eficaz (JENSEN; MECKLING, 1976). No entanto, os gestores buscam tomar decisões que maximizem o seu próprio interesse, portanto, na ausência de instrumentos de governança, certamente os gestores não decidirão por projetos mais arriscados (maior retorno esperado) se tiver outras opções menos arriscadas (menor retorno esperado).

Em adição, a análise das firmas norte americanas indica uma correlação

positiva entre a estrutura de juros e a alavancagem contábil e de mercado das firmas (tabelas 4 e 5). Considerando que a variável estrutura de juros avalia o efeito das taxas de juros de longo prazo, é possível sugerir a partir do modelo de sinalização de Ross (1977) que os gestores das firmas que apresentam qualidade elevada não serão avessos ao endividamento externo. Em resumo, mesmo com taxas de juros de longo prazo maiores os gestores decidem pela captação de recursos de terceiros, pois o elevado nível de qualidade da firma sugere menor probabilidade da firma não conseguir honrar o pagamento com o credor.

Avaliando a variável prêmio de risco da amostra total apresentada na tabela 3 identificamos evidências de um efeito positivo na alavancagem das firmas (*LevMarket*). Além disso, os resultados no painel das firmas indianas, francesas e japonesas seguiram o mesmo comportamento (tabela 5).

A correlação positiva entre as variáveis foi percebida a partir do modelo *trade-off*, uma vez que o aumento do prêmio de risco do mercado pode ser efeito da redução da taxa livre de risco. Portanto, considerando que o comportamento da taxa básica de juros reflete nas taxas de juros bancárias, a redução da taxa de juros livre de risco afeta positivamente o endividamento externo, pois reduz o custo da dívida das firmas (JENSEN, 1986).

Além disso, o preço das ações da firma podem não apresentar o mesmo desempenho do retorno do mercado, assim o comportamento inverso entre a ação da firma (redução) e o retorno de mercado (aumento) esclarece também o efeito positivo entre o prêmio de risco e o da alavancagem, uma vez que diante da redução do preço das ações, as firmas não irão preferir financiar os seus investimentos com a emissão ações (ALTI, 2006; BAKER; WURGLER, 2002; DITTMAR; THAKOR, 2007; HUANG; RITTER, 2005).

Em contrapartida, a tabela 5 mostra evidências de um efeito negativo entre o *LevMarket* e o prêmio de risco na Alemanha, Reino Unido e EUA. Adicionalmente, nos resultados revelados na tabela 4, o prêmio de risco afeta negativamente o *LevBook* na Alemanha, Japão e Reino Unido. Evidências de uma correlação inversa indicam que as firmas preferem emitir ações quando o prêmio de risco do mercado aumenta, reduzindo, desta forma, o financiamento por meio de recursos de terceiros.

O modelo *Market Timing* esclarece este efeito negativo, visto que as firmas aproveitam a assimetria de informação para emitir ações, quando estas estão sobrevalorizadas no mercado, preferindo, desta maneira, financiar seus investimentos a partir da emissão de ações (ALTI, 2006; BAKER; WURGLER, 2002; DITTMAR; THAKOR, 2007; HUANG; RITTER, 2005).

O painel que apresenta os resultados para a amostra total (tabela 3) sugere evidências de que a variável fusão e Aquisição afeta positivamente a alavancagem (*LevBook*) das firmas. Jensen (1986) explica a correlação positiva entre as variáveis, pois as firmas adquirentes preferem adquirir firmas com capacidade excedente de endividamento, enxergando nestas firmas-alvo uma opção para elevar a sua folga de crédito. Por isso, os gestores das firmas-alvo tendem a elevar a alavancagem da firma e assim afastar uma possível aquisição muitas vezes indesejada pelos gestores.

Em resumo, os gestores de firmas adquiridas entendem a fusão e aquisição como uma ameaça, pois, por exemplo, numa fusão entre duas firmas é preciso somente de um gestor financeiro, que certamente será ocupado pelo gestor da firma adquirente. Assim, o gestor da firma adquirida se torna dispensável.

Complementando a análise da variável fusão e aquisição os resultados apresentados nas tabelas 4 e 5 sugerem que não há evidências de correlação com a

alavancagem das firmas. Destacando que estes painéis consideraram o efeito fixo anual, a pesquisa também avaliou os resultados dos painéis de cada país sem o efeito fixo anual. Os resultados da investigação de cada país sem efeito fixo anual estão descritos nas tabelas 6 e 7.

Além disso, a fim de apresentar mais informações os resultados da amostra total sem efeito fixo, estão indicados no Apêndice D. Relevante lembrar que o teste de parâmetros sugeriu a necessidade do efeito fixo anual, como indicado na Metodologia – seção 5.

Os resultados apresentados nas tabelas 6 (*LevBook*) e 7 (*LevMarket*) indicam evidências da correlação inversa entre a variável fusão/ aquisição e a alavancagem das firmas nas firmas indianas (*LevMarket*), francesas (*LevBook*), alemãs (*LevBook*), japonesas (*LevBook* e *LevMarket*) e norte americanas (*LevBook* e *LevMarket*). Entretanto, nos painéis da Rússia (*LevBook*) e China (*LevMarket*) os resultados indicam evidências da correlação positiva.

Adicionalmente, as tabelas dos Apêndices E e F mostram os resultados da avaliação de cada país sem efeito fixo anual, porém a variável que representa a Fusão e Aquisição considera o total de fusões e aquisições durante o período de amostragem. As evidências da correlação negativa com a alavancagem na França, Alemanha, Japão e EUA, e a correlação positiva na Rússia são consistentes com os resultados mostrados nas tabelas 6 e 7 (análise com a variável Fusão e Aquisição considera o total de fusões e aquisições de cada país). Além disso, é relevante observar que o beta (de cada país) que mensura o efeito na variável *LevMarket* é menor que o beta (de cada país) que mensura o efeito na variável *LevBook*.

Tabela 6: Painel *Book Leverage* por País (sem efeito fixo anual)

A amostra consiste de firmas não financeiras. A amostra consiste de 184.842 observações firma-ano (amostra completa) coletadas na *Compustat* e *Thomson Reuters datastream* no período entre 2000 a 2013. Todas as variáveis foram definidas na tabela1.

<i>Book Leverage</i>																		
	Brasil		Rússia		China		Índia		França		Alemanha		Japão		Reino Unido		EUA	
Variável	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p
Rentabilidade	-0.3083	0.002	-0.2632	0.129	-0.0216	0.006	-0.2189	0.000	0.0318	0.594	0.0872	0.041	-0.4232	0.000	-0.2288	0.000	-0.5309	0.000
Crescimento																		
Oportunidades	-1.5248	0.000	-5.0878	0.011	-0.0100	0.403	-0.0910	0.000	-2.8446	0.000	-2.9181	0.000	-2.0362	0.000	-1.2480	0.000	0.8548	0.000
Tangibilidade	-0.5850	0.024	20.7157	0.241	-0.0179	0.889	-0.0002	0.129	0.0000	0.999	-0.0107	0.041	0.0000	0.373	0.0107	0.000	0.0021	0.000
Log Tamanho	1.0737	0.634	4.6673	0.346	-6.7798	0.000	-4.5081	0.000	-2.4193	0.006	-5.4615	0.000	-7.7367	0.000	-1.7425	0.022	10.6794	0.000
C. E. Imposto	-0.0003	0.399	0.0254	0.531	-0.0001	0.888	0.0000	0.962	0.0026	0.397	0.0000	0.936	-0.0001	0.164	-0.0003	0.600	0.0001	0.780
Volatilidade Ganhos	0.0053	0.589	0.0001	0.931	-0.0035	0.524	3.3672	0.007	-0.0823	0.018	0.0264	0.159	0.0369	0.693	-0.0098	0.366	-0.0011	0.972
Pagamento Dividendos	-0.7683	0.014	2.5052	0.757	0.0008	0.999	-0.0022	0.582	0.0670	0.590	-0.0557	0.410	0.0073	0.138	-0.1640	0.209	0.0556	0.722
Benefício Fiscal																		
Não Dívida	-0.0223	0.923	-0.0657	0.928	2.8982	0.000	0.0276	0.798	-0.1369	0.418	0.1927	0.010	0.5517	0.000	0.0254	0.776	-2.1692	0.000
Desempenho																		
P. Ações	-0.0046	0.326	-0.0123	0.329	-0.0014	0.517	-0.0008	0.514	0.0101	0.061	0.0042	0.359	0.0075	0.000	-0.0089	0.004	0.0329	0.000
Estrutura de Juros	0.0305	0.838	-0.3729	0.489	-0.0167	0.976	-0.0512	0.683	-1.0064	0.001	-0.2660	0.276	3.7295	0.000	-0.5932	0.024	-0.9879	0.077
Prêmio de Retorno	0.2540	0.619	-2.0502	0.071	-0.0705	0.729	-0.2059	0.284	-0.2970	0.190	-0.3478	0.003	-0.4715	0.000	-0.0645	0.709	0.7747	0.012
Fusão e Aquisição	0.0572	0.997	105.2719	0.001	21.2281	0.406	-0.0702	0.993	-56.4297	0.002	-52.2899	0.003	-35.6504	0.000	47.2493	0.143	-119.7596	0.057
intercepto	61.0835	0.000	21.2985	0.308	42.6893	0.000	52.2544	0.000	45.8329	0.000	57.8369	0.000	61.9124	0.000	30.4844	0.000	-4.0267	0.535

Tabela 7: Painel *Market Leverage* por País (sem efeito fixo anual)

A amostra consiste de firmas não financeiras. A amostra consiste de 184.842 observações firma-ano (amostra completa) coletadas na *Compustat* e *Thomson Reuters datastream* no período entre 2000 a 2013. Todas as variáveis foram definidas na tabela1.

<i>Market Leverage</i>																		
	Brasil		Rússia		China		Índia		França		Alemanha		Japão		Reino Unido		EUA	
Variável	β	ρ	β	ρ	B	ρ	β	ρ	β	ρ	β	ρ	β	ρ	β	ρ	β	ρ
Rentabilidade	-0.0034	0.001	-0.0170	0.005	0.0015	0.006	-0.0043	0.000	-0.0038	0.000	-0.0006	0.348	-0.0032	0.000	-0.0015	0.001	-0.0001	0.011
Crescimento																		
Oportunidades	-0.0302	0.000	-0.0232	0.621	0.0029	0.000	-0.0055	0.000	-0.0295	0.000	-0.0642	0.000	-0.0461	0.000	-0.0375	0.000	-0.0014	0.000
Tangibilidade	-0.0060	0.018	-0.1854	0.626	-0.0018	0.838	0.0000	0.391	-0.0001	0.086	-0.0002	0.012	0.0000	0.085	0.0000	0.768	0.0000	0.403
Log Tamanho	0.0102	0.643	0.6000	0.004	-0.0496	0.178	0.0044	0.551	0.0063	0.659	-0.0476	0.001	-0.0016	0.743	-0.0495	0.000	-0.0077	0.176
C. E. Imposto	0.0000	0.942	-0.0008	0.497	0.0000	0.935	0.0000	0.857	0.0000	0.948	0.0000	0.966	0.0000	0.806	0.0000	0.748	0.0000	0.853
Volatilidade Ganhos	0.0000	0.982	0.0000	0.951	0.0000	0.976	0.0174	0.372	-0.0001	0.923	0.0003	0.354	0.0015	0.350	0.0001	0.674	-0.0002	0.365
Pagamento																		
Dividendos	0.0014	0.654	-0.2760	0.173	0.0097	0.819	0.0000	0.833	0.0002	0.910	-0.0006	0.574	0.0000	0.914	-0.0031	0.178	0.0005	0.646
Benefício Fiscal																		
Não Dívida	-0.0037	0.097	-0.0288	0.213	0.0420	0.001	0.0058	0.000	-0.0004	0.881	0.0021	0.054	0.0069	0.000	-0.0006	0.677	0.0023	0.000
Desempenho																		
P. Ações	0.0000	0.405	-0.0001	0.664	-0.0004	0.008	-0.0001	0.000	0.0000	0.741	0.0000	0.698	0.0000	0.937	-0.0003	0.000	0.0000	0.193
Estrutura de Juros	0.0019	0.196	-0.0105	0.341	0.0115	0.760	0.0006	0.754	-0.0097	0.046	-0.0018	0.604	0.0198	0.000	0.0054	0.241	-0.0044	0.254
Prêmio de Retorno	-0.0052	0.295	0.0017	0.949	0.0016	0.909	0.0058	0.050	0.0112	0.002	-0.0059	0.001	-0.0016	0.042	-0.0025	0.407	0.0078	0.000
Fusão e Aquisição	0.1581	0.311	0.8614	0.189	3.4835	0.045	-0.6076	0.000	-0.1589	0.586	-0.2925	0.253	-0.3532	0.000	0.6708	0.234	-0.7360	0.089
intercepto	1.3137	0.000	-1.1196	0.131	0.5399	0.037	0.9509	0.000	0.9239	0.000	1.2887	0.000	1.0077	0.000	1.1704	0.000	0.9108	0.000

O estudo incluiu também na análise variáveis que investigam o desenvolvimento do mercado de capitais e bancário dos países investigados. A variável Liquidez do Mercado avalia o desenvolvimento do mercado de capitais, enquanto a variável Crédito Bancário avalia o desenvolvimento bancário. A tabela 8 apresenta os resultados do painel que acrescentou na investigação as variáveis Liquidez do Mercado e Crédito Bancário. O painel A mostra os resultados sem efeito fixo anual e o painel B os resultados com efeito fixo anual.

A tabela 8 mostra que não houve fortes alterações nas evidências do p-valor nas variáveis financeiras (nível firma) e nas variáveis de controle analisadas anteriormente.

Os resultados do painel B da tabela 8 sugerem evidências mais fracas da correlação entre a liquidez do mercado e a alavancagem (positiva – *BookLeverage* e negativa - *MarketLeverage*) das firmas. No entanto, os resultados no painel A indicam evidências de que a variável liquidez do mercado afeta positivamente a alavancagem (*BookLeverage*) das firmas. Os resultados dos países Brasil, Alemanha e EUA indicados na tabela 9 reforçam os resultados da amostra total sugerindo uma correlação positiva entre a liquidez do mercado e alavancagem (*BookLeverage*) das firmas. Além disso, a tabela 10 mostra que a investigação das firmas indianas e alemãs sugere uma correlação positiva da liquidez do mercado na alavancagem (*MarketLeverage*).

Relevante ponderar que a evidência da correlação positiva na avaliação das firmas brasileiras e alemãs (lei civil, menor desenvolvimento do mercado de capitais) não é tão forte (p-valor < 0,10) quanto à evidência da correlação positiva na avaliação das firmas norte-americanas (lei comum, maior desenvolvimento do mercado de capitais).

Tabela 8: Painel Amostra Total com variáveis de Orientação Econômica

A amostra consiste de firmas não financeiras. A amostra consiste de 184.842 observações firma-ano (amostra completa) coletadas na *Compustat*, *Thomson Reuters datastream* e *The World Bank - World Development Indicators* no período entre 2000 a 2013. Todas as variáveis foram definidas na tabela 1. O painel A não incluiu o efeito fixo anual. O painel B inclui efeito fixo anual.

Painel A				
Variável	Book Leverage		Market Leverage	
	β	p-valor	β	p-valor
Rentabilidade	-0.63490	0.000	-0.00006	0.109
Crescimento Oportunidades	0.10673	0.000	0.00016	0.547
Tangibilidade	0.00022	0.019	0.00000	0.370
Log Tamanho	6.93956	0.000	-0.01846	0.011
C. E. Imposto	-0.00008	0.794	0.00000	0.800
Volatilidade Ganhos	0.00238	0.544	-0.00001	0.889
Pagamento Dividendos	0.00931	0.627	0.00003	0.930
Benefício Fiscal Não Dívida	-2.06732	0.000	0.00396	0.000
Desempenho Preço Ações	0.03066	0.000	-0.00005	0.000
Estrutura de Juros	-0.65229	0.000	-0.00295	0.224
Prêmio de Retorno	0.41416	0.001	0.01067	0.000
Fusão e Aquis. Total	-35.35885	0.000	-0.18270	0.252
Liquidez de Mercado	0.00856	0.000	0.00002	0.659
Crédito Privado	-0.06940	0.000	-0.00067	0.001
Intercepto	20.61283	2.991	1.06801	0.000
Painel B				
Variável	Book Leverage		Market Leverage	
	β	p-valor	β	p-valor
Rentabilidade	-0.63394	0.000	-0.00005	0.187
Crescimento Oportunidades	0.10836	0.000	0.00018	0.485
Tangibilidade	0.00023	0.015	0.00000	0.348
Log Tamanho	7.02332	0.000	-0.01735	0.018
C. E. Imposto	-0.00009	0.770	0.00000	0.795
Volatilidade Ganhos	0.00298	0.447	0.00000	0.993
Pagamento Dividendos	0.00695	0.717	0.00001	0.982
Benefício Fiscal Não Dívida	-2.09918	0.000	0.00369	0.000
Desempenho Preço Ações	0.03173	0.000	-0.00004	0.001
Estrutura de Juros	-0.58000	0.000	-0.00257	0.394
Prêmio de Retorno	0.05544	0.756	0.00489	0.130
Fusão e Aquis. Total	11.57145	0.404	-0.13455	0.592
Liquidez de Mercado	0.00479	0.118	-0.00008	0.132
Crédito Privado	-0.00565	0.718	0.00001	0.973
Intercepto	4.30893	0.357	0.94728	0.000

A combinação de recursos para financiamento de investimentos pode explicar o efeito positivo entre a liquidez do mercado e a alavancagem das firmas, pois mesmo com a elevação do volume de negociações nas bolsas de valores as firmas apresentaram uma elevação no endividamento externo. Isso sugere que as firmas estão buscando mais de uma fonte de captação de recursos, quer dizer as firmas norte-americanas (lei comum, mercado de capitais mais desenvolvido) estão tomando dívida como um complemento de captação de recursos (FRANK; GOYAL, 2004; WU; YEUNG, 2012).

Adicionalmente, os investidores do mercado não elegem a emissão de ações como a melhor opção na captação de recursos (KRASKER, 1986), uma vez que a emissão de ações reduz o nível de confiabilidade da firma. Desta forma, a captação de recursos, a partir de dívidas, sinaliza - para o mercado - perspectivas positivas de crescimento da firma (LELAND, PYLE ; 1977; ROSS, 1977). Esta indicação reforça as características dos países com o mercado de capitais mais desenvolvido (maior proteção ao investidor, maior regulação, maior transparência), ao contrário dos países com o mercado de capitais menos desenvolvido.

O efeito positivo nos países com mercado de capitais menos desenvolvido pode ser explicado pelas características da lei civil que indica uma maior proteção ao credor, menor risco de crédito, e menor custo de capital da dívida. Desta forma, os países com desenvolvimento bancário maior tendem a se endividar mesmo com uma elevação no volume de negócios no mercado de capitais. Esta explicação é reforçada pelos resultados da tabela 9 que sugerem um efeito positivo entre o crédito bancário e a alavancagem das firmas nos países Brasil e Alemanha.

Países com sistema jurídico - lei civil apresentam características que indicam um desenvolvimento bancário mais forte, portanto maior proteção aos credores e

menor custo da dívida das firmas, indicando um efeito positivo da proteção ao credor na alavancagem das firmas (La PORTA et. al., 1999). Em adição, as tabelas 9 e 10 mostram evidências do efeito inverso entre o crédito privado e a alavancagem nas firmas indianas (*BookLeverage*) e norte americanas (*BookLeverage* e *MarketLeverage*) que sugerem um reforço maior da indicação anterior. Em resumo, espera-se uma correlação negativa em países com sistema jurídico - lei comum apresentam características que indicam um desenvolvimento bancário mais fraco (menor proteção aos credores).

A fim de complementar a avaliação anterior os resultados apresentados no painel A da tabela 8 revelam que a variável crédito privado afeta negativamente a alavancagem das firmas (*BookLeverage* e *MarketLeverage*). Entretanto, o painel B da tabela 8 sugere que o crédito privado não afeta a alavancagem das firmas na amostra total.

Analisando as firmas japonesas os resultados mostrados nas tabelas 9 e 10 indicam evidências de uma correlação inversa entre a liquidez do mercado e a alavancagem (*BookLeverage* e *MarketLeverage*). Além disso, os resultados das observações do Japão também evidenciam um efeito negativo entre o crédito bancário e a alavancagem (*BookLeverage* e *MarketLeverage*) das firmas.

O efeito negativo da liquidez do mercado e a alavancagem em países com o mercado de capitais menos desenvolvidos também pode ser explicado pela combinação de recursos, entretanto nestes casos a emissão de ações complementa a dívida (captação de recursos mais característica no país). Quer dizer, considerando uma menor proteção ao investidor as firmas aproveitam a emissão de ações em momentos de sobrevalorização destas ações no mercado – modelo *Market Timing* (DITTMAR; THAKOR, 2007).

Tabela 9: Painel Book Leverage por País com variáveis de Orientação Econômica (sem efeito fixo anual)

A amostra consiste de firmas não financeiras. A amostra consiste de 184.842 observações firma-ano (amostra completa) coletadas na *Compustat*, *Thomson Reuters datastream* e *The World Bank - World Development Indicators* no período entre 2000 a 2013. Todas as variáveis foram definidas na tabela1. O painel não inclui efeito fixo anual.

Book Leverage																		
	Brasil		Rússia		China		Índia		França		Alemanha		Japão		Reino Unido		EUA	
Variável	β	p	β	p	β	P	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p
Rentabilidade	-0.1775	0.141	-0.1777	0.309	-0.0161	0.006	-0.2341	0.000	0.0766	0.273	0.1042	0.017	-0.3646	0.000	-0.2357	0.000	-0.6438	0.000
Crescimento Oportunidades	-1.2570	0.002	-6.6549	0.001	-0.0157	0.084	-0.0644	0.003	-3.0402	0.000	-3.3389	0.000	-1.6540	0.000	-1.2638	0.000	0.1709	0.000
Tangibilidade	-0.1595	0.597	25.9497	0.157	-0.2004	0.052	-0.0155	0.001	0.0403	0.001	-0.0083	0.113	-0.0008	0.009	0.0148	0.000	0.0001	0.679
Log Tamanho	-2.3153	0.410	3.0207	0.527	-4.6301	0.000	-4.7659	0.000	-6.1304	0.000	-5.2471	0.000	-7.6504	0.000	-1.3679	0.134	10.4409	0.000
C. E. Imposto	-0.0002	0.635	0.0211	0.606	-0.0003	0.644	-0.0007	0.573	0.0043	0.288	-0.0030	0.214	-0.0001	0.231	-0.0003	0.651	0.0002	0.821
Volatilidade Ganhos	0.0045	0.646	0.0000	0.994	-0.0017	0.682	2.3456	0.108	-0.0852	0.018	0.0362	0.052	0.0932	0.334	-0.0096	0.395	0.0133	0.633
Pagamento Dividendos	-0.9577	0.004	3.7171	0.644	-0.0453	0.925	-0.9484	0.013	0.1358	0.303	-0.0566	0.397	0.0063	0.192	-0.1438	0.304	0.0476	0.719
Benefício Fiscal Não Dívida	-0.0454	0.860	-0.2373	0.736	2.1061	0.000	0.3167	0.076	0.0842	0.662	0.1183	0.116	0.3945	0.000	0.0301	0.766	-2.5001	0.000
Desempenho P. Ações	-0.0018	0.725	-0.0054	0.716	-0.0043	0.169	0.0023	0.342	0.0108	0.094	0.0011	0.829	0.0101	0.000	-0.0117	0.001	0.0320	0.000
Estrutura de Juros	-5.3034	0.068	0.6198	0.589	-1.5237	0.510	-0.2047	0.400	-0.9438	0.308	-0.3596	0.268	0.2996	0.421	-0.7346	0.076	-1.7021	0.001
Prêmio de Retorno	9.2078	0.069	-0.6649	0.803	0.1701	0.403	-0.1835	0.598	-0.3587	0.484	0.2507	0.148	0.2524	0.001	-0.0132	0.955	1.3554	0.004
Fusão e Aquis. Total	-348.55	0.060	65.225	0.182	0.0000		23.168	0.345	-58.330	0.210	-124.778	0.155	6.615	0.150	17.344	0.710	-156.09	0.005
Liquidez do Mercado	3.2021	0.066	0.2296	0.171	-0.0004	0.971	-0.0256	0.263	0.0017	0.940	0.0892	0.089	-0.0356	0.000	0.0019	0.735	0.0139	0.000
Crédito Privado	0.5308	0.009	-0.4418	0.532	0.0189	0.766	-0.0835	0.076	0.0078	0.930	0.1739	0.004	-0.1091	0.000	0.0035	0.840	-0.1138	0.009
intercepto	-125.03	0.137	26.518	0.224	40.371	0.000	60.141	0.000	60.418	0.000	32.880	0.006	97.120	0.000	30.482	0.000	25.142	0.011

Tabela 10: Painel Market Leverage por País com variáveis de Orientação Econômica (sem efeito fixo anual)

A amostra consiste de firmas não financeiras. A amostra consiste de 184.842 observações firma-ano (amostra completa) coletadas na *Compustat*, *Thomson Reuters datastream* e *The World Bank - World Development Indicators* no período entre 2000 a 2013. Todas as variáveis foram definidas na tabela1. O painel não inclui efeito fixo anual.

<i>Market Leverage</i>																		
	Brasil		Rússia		China		Índia		França		Alemanha		Japão		Reino Unido		EUA	
Variável	β	ρ	β	ρ	β	ρ	β	ρ	β	ρ	β	ρ	β	ρ	β	ρ	β	ρ
Rentabilidade	-0.0029	0.019	-0.0012	0.544	0.0015	0.015	-0.0046	0.000	-0.0049	0.000	-0.0002	0.786	-0.0031	0.000	-0.0013	0.004	-0.0001	0.000
Crescimento Oportunidades	-0.0301	0.000	-0.0860	0.000	0.0030	0.001	-0.0044	0.000	-0.0266	0.000	-0.0695	0.000	-0.0422	0.000	-0.0367	0.000	-0.0019	0.000
Tangibilidade	-0.0048	0.125	0.0294	0.885	-0.0005	0.966	-0.0002	0.015	-0.0005	0.004	-0.0002	0.036	0.0000	0.018	0.0000	0.704	0.0000	0.318
Log Tamanho	0.0090	0.756	0.0375	0.363	-0.0461	0.362	-0.0172	0.218	0.0022	0.919	-0.0495	0.001	-0.0125	0.087	-0.0601	0.000	-0.0036	0.552
C. E. Imposto	0.0000	0.965	-0.0001	0.748	0.0000	0.958	0.0000	0.784	0.0000	0.967	0.0000	0.851	0.0000	0.826	0.0000	0.766	0.0000	0.416
Volatilidade																		
Ganhos	0.0000	0.949	0.0000	0.756	0.0000	0.948	0.0208	0.374	-0.0001	0.877	0.0003	0.302	0.0026	0.144	0.0001	0.638	-0.0002	0.469
Pagamento																		
Dividendos	0.0015	0.657	-0.0564	0.557	0.0067	0.893	-0.0072	0.235	0.0002	0.901	-0.0006	0.552	0.0000	0.832	-0.0037	0.107	0.0005	0.634
Benefício Fiscal																		
Não Dívida	-0.0038	0.156	0.0020	0.731	0.0477	0.004	0.0013	0.641	-0.0017	0.566	0.0024	0.025	0.0056	0.000	-0.0009	0.590	0.0025	0.000
Desempenho																		
P. Ações	0.0000	0.420	0.0000	0.883	-0.0007	0.036	-0.0001	0.096	0.0000	0.851	0.0000	0.823	0.0000	0.032	-0.0003	0.000	0.0000	0.287
Estrutura de																		
Juros	-0.0193	0.517	-0.0064	0.700	0.1126	0.641	-0.0095	0.015	-0.0021	0.881	-0.0040	0.386	-0.0083	0.220	0.0035	0.607	-0.0099	0.014
Prêmio de																		
Retorno	0.0307	0.555	0.0381	0.314	0.0552	0.009	0.0031	0.578	0.0135	0.084	-0.0035	0.158	0.0044	0.001	0.0001	0.976	0.0204	0.000
Fusão e Aquis.																		
Total	-1.2504	0.511	0.6478	0.346	0.0000		-2.0284	0.000	-0.1438	0.839	-2.0545	0.102	0.0391	0.640	-0.1450	0.851	-0.4702	0.306
Liquidez do																		
Mercado	0.0128	0.474	0.0015	0.548	0.0003	0.778	0.0012	0.001	0.0003	0.427	0.0013	0.091	-0.0003	0.000	0.0001	0.501	0.0000	0.303
Crédito Privado	0.0020	0.337	-0.0084	0.415	-0.0079	0.235	0.0000	0.989	-0.0005	0.683	-0.0008	0.351	-0.0007	0.000	-0.0001	0.681	-0.0015	0.000
intercepto	0.3554	0.680	0.9835	0.000	1.4121	0.001	1.1167	0.000	0.9833	0.000	1.4496	0.000	1.2954	0.000	1.2818	0.000	1.1683	0.000

Os apêndices G e H apresentam os resultados dos painéis com efeito fixo anual da investigação das subamostras por país. Considerando que as observações das variáveis Liquidez do Mercado e Crédito Bancário são anuais para todas as firmas do país os resultados destes painéis serão mostrados no apêndices sem relevantes avaliações.

Em resumo, o quadro 3 apresenta o efeito esperado nas hipóteses em relação aos resultados encontrados na pesquisa.

Quadro 3: Efeito Hipóteses x Resultados

Variáveis	Hipóteses	Efeito Encontrado na Pesquisa								
		Bancos						Mercado		
		Brasil	Rússia	China	França	Alemanha	Japão	Índia	UK	USA
Rentabilidade	+ / -	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Crescimento das Oportunidades	+ / -	-	-	+	-	-	-	-	-	+ / -
Tangibilidade dos Ativos	+					-			+	+
Tamanho	+ / -		+	-	-	-	-	-	-	+
Volatilidade dos Ganhos	+ / -				-	+	+	+		
Pagamento de Dividendos	+ / -	-								
Benefício Fiscal da não/dívida	+ / -			+			+	+		- / +
Desempenho do preço das ações	-			-	+		+	-	-	+
Estrutura da Taxa de Juros	+ / -				-			-	-	+
Atividade Fusão e Aquisição (M&A)	+ / -		+	+	-	-	-	-		-
Prêmio de Retorno	+ / -				+	-	- / +	+	-	-
Liquidez Mercado	+ / -	+				+	-	+		+
Crédito Privado	+	+				+	-	-		-

7 CONCLUSÃO

Esta pesquisa analisou o efeito dos determinantes de estrutura de capital na alavancagem das firmas dos países com economia orientada a mercado (Reino Unido, Estados Unidos) e países com economia orientada a bancos (Brasil, Rússia, China, Índia, França, Alemanha e Japão). Desta maneira, o estudo investigou o efeito das variáveis explicativas na alavancagem das firmas de cada país da amostra, considerando a orientação econômica a mercado e a bancos quando as características de cada orientação sugeriria alguma influência.

A análise de dados em painel que contou com observações firma-ano coletadas para o período entre 2000 e 2013 encontrou evidências que sugerem o efeito positivo da Liquidez de mercado na alavancagem das firmas brasileiras, indianas, alemãs e americana, além do efeito negativo nas firmas japonesas. Adicionalmente, o estudo indica que o crédito bancário afeta positivamente a alavancagem das firmas do Brasil e Alemanha, e negativamente a alavancagem das firmas da Índia, Japão e EUA.

Além disso, os resultados sugerem um impacto negativo entre a alavancagem das firmas e a rentabilidade. Nas análises das variáveis: crescimento de oportunidades, desempenho no preço das ações, benefício fiscal da não dívida, tamanho e tangibilidade o sinal da correlação depende do país investigado. A correlação negativa é mais evidenciada na investigação do crescimento de oportunidades e do tamanho. Em contrapartida, a correlação positiva é mais recorrente na relação entre a alavancagem e as variáveis benefício fiscal da não dívida e tangibilidade.

Já a variável desempenho no preço das ações apresenta resultados que

indicam tanto uma correlação positiva (França, Japão e EUA) quanto negativa (China, Índia e Reino Unido) com a alavancagem das firmas. Destaca-se que o efeito positivo nas firmas japonesas é confirmado em ambas variáveis da alavancagem, do mesmo modo o efeito negativo nas firmas do Reino Unido é reforçado por ambas variáveis da alavancagem investigadas.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M. Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. **The Review of Financial Studies**, v. 20, n. 5, p. 1429-1460, 2007.

_____. Financing frictions and the substitution between internal and external funds. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 45, n. 3, p. 589-622, 2010.

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

ALVES, P. F.; FERREIRA, M. A. Capital structure and law around the world. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 21, p. 119-50, 2011.

ANTONIOU, A.; GUNEY, Y.; PAUDYAL, K., The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented versus Bank-Oriented Institutions, **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 43, p. 59 – 92, 2008.

ARELLANO, Manuel; BOND, Stephen R. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. **Review of Economic Studies**, v. 58, p. 277-97, 1991.

BAKER, Malcom; WURGLER, Jeffrey. Market timing and capital structure. **The Journal of Finance**, v. 57, p. 1-32, 2002.

BEVAN, A.A.; DANBOLT, J. Testing for Inconsistencies in the Estimation of UK Capital Structure Determinants. **Applied Financial Economics**, n. 14, p.55-66, 2004.

BHAGAT, Sanjai; BOLTON, Brian; SUBRAMANIAN, Ajay. Manager characteristics and capital structure: Theory and evidence. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 46, n. 6, p. 1581-1627, 2011.

BOQUIST, J.A. MOORE, W.T., Inter-industry Leverage Differences and the DeAngelo-Masulis Tax Shield Hypothesis, **Financial Management**, v. 13, p. 5 -9, 1984.

BRADLEY, M.; JARRELL, G.; KIM, E. On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. **The Journal of Finance**, v. 39, p. 857-78, 1984.

CHANG, R.P.; RHEE. S. G. The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions. **Financial Management**, v. 19, p. 21 -31, 1990.

CHEN, K. C.W.; CHEN, Z.; WEI, K.C.J. Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital, **Journal of Corporate Finance**, v. 15, p. 273-289, 2009.

CLAESSENS, S., DJANKOV, S., NENOVA, T. Corporate risk around the world. **Working Paper, World Bank Policy Research**, março, 2001.

COPELAND, Thomas E.; WESTON, J. Fred; SHASTRI, Kuldeep. **Financial Theory and Corporate Policy**. 4th ed. Pearson Addison Wesley, 2005.

COTEI, C.; FARHAT, J.; ABUGRI, B.A. Testing trade-off and pecking order models of capital structure: Does legal system matter? **Managerial Finance**, v. 37, p. 715 - 35, 2011.

DAVIDSON, P. A Technical Definition of Uncertainty and the Long-Run Non-neutrality of Money. *Cambridge Journal of Economics*, v.12, n. 3, p. 329-337, 1988.

DeANGELO, H.; MASULIS, R.W. Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. **Journal of Financial Economics**, v. 18, p. 3 -29, 1980.

DEMIRGÜC-KUNT, A.; LEVINE,R. Bank-based and market-based financial systems: cross country comparisons. Working Paper, **World Bank Policy Research**, 1999.

DITTMAR, A. K.; THAKOR, A. Why do firms issue equity? **The Journal of Finance**, v. 62, p. 1-54, 2007.

DONALDSON, Gordon. **Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity**. Cambridge, Massachusetts: Harvard Business School, 1961.

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

_____. Financing decisions: Who issues Stock? **Journal of Financial Economics**, v. 76, p. 549- 82, 2005.

FISHER, Edwin O.; HEINKEL, Robert; ZECHNER, Josef; Dynamic capital structure choice: Theory and tests, **Journal of Finance** 43, 19 – 40, 1989.

FRANK, M. Z., GOYAL, V. K. Testing the pecking order theory of capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 67, n. 2, p. 217- 48, 2003.

_____. The Effect of Market Conditions on Capital Structure Adjustment, **Finance Research Letters**, v. 1, p. 47- 55, 2004.

HARRIS, Milton; RAVIV Artur. The Theory of Capital Structure. **The Journal of Finance**, n. 1, p. 297-355, 1991.

HACKBARTH, Dirk. Managerial traits and capital structure decisions. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 43, n. 4, p. 843-82, 2008.

HUANG R.; RITTER. J.R. Testing the market timing theory of capital structure.. **Journal of Financial and Quantitative**, 2005.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, Michael C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. **AER Papers and Proceedings**, v. 76, p. 323-360, 1986.

KALCHEVA, I., LINS, K. V. International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems. **Review of Financial Studies**, v. 20, p.1087-1112, 2007.

KRASKER, William. Stock price movements in response to stock issues under asymmetric information. **The Journal of Finance**, v. 41, n. 1, p. 93-105, 1986.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

_____. Legal determinants of external finance. **Journal of Finance**, v. 12, p. 1131-1150, 1999.

LELAND, Hayne; PYLE, David. Informational asymmetries, Financial structure and Financial intermediation. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 2, p. 371-88, 1977.

LEMMON, Michael L.; ZENDER, Jaime F. Debt capacity and tests of capital structure theories. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 45, n. 5, p. 1161- 87, 2010.

LEVINE, R.; ZERVOS, S., Stock markets, banks, and economic growth. **American Economic Review**, v. 88, p. 537 – 558, 1998.

LITZENBERGER, R.H. RAMASWAMY, K., The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence, **Journal of Financial Economics**, v. 7, p. 163 - 195, 1979.

_____. The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects, **Journal of Finance**. 37, p. 429 – 444, 1982.

MAO, Connie. Interaction of debt agency problems and optimal capital structure: Theory and evidence. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 36, n. 2, p. 399-423, 2003.

MEYER, B. D. Natural and Quasi-Experiments in Economics. **Journal of Business & Economic Statistics**, v. 13, n. 2, p.151-161, 1995.

MILLER Merton.H.; MODIGLIANI F., Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, **Journal of Business**, v 34, p. 411- 33, 1961.

_____. Leverage. **The Journal of Finance**, n. 2, p. 479-488, 1991.

MYERS, S. The Capital Structure Puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, p. 575-592, 1984.

_____. 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, p. 187-222, 1984.

MODIGLIANI F.; MILLER M.H., The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of investment, **American Economic Review**, v 48, p. 261- 297, 1958.

MODIGLIANI F., Debt, Dividend Policy, Taxes, Inflation, and Market Valuation, **Journal of Finance**, v 37 p. 255 – 273, 1982.

MORELLEC, Erwan; NIKOLOV, Boris; SCHURHOFF, Norman; Corporate Governance and Capital Structure Dynamics, **The Journal of Finance**, n. 3, p. 803 – 848, 2012.

OVTCHINNIKOV, Alexei V. Capital Structure Decisions: Evidence from deregulated industries. **Journal of Financial Economics**, v. 95, p. 249-274, 2010.

PENROSE, E.T. **The theory of the growth of the firm**. 3^a ed. New York: Oxford University Press, 1995.

POTERBA, J.M.; SUMMERS, L.H. New Evidence that Taxes Affect the Valuation of Dividends, **Journal of Finance**, v. 39, p. 1397 - 1415, 1984.

RAJAN, R.G., ZINGALES, L. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. **Journal of Finance**, v. 50, p. 1421-1460, 1995.

_____. Financial dependence and growth. **American Economic Review**, v. 88, p. 559–586, 1998.

ROSS, S. A. The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach. **The Bell Journal of Economics**, v. 8, n.1, p. 23-40, 1977.

ROZEFF, M.S. Growth, beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. **Journal of Financial Research**, v. 5, p. 249 -259, 1982

STULZ, R.; JOHNSON H. An Analysis of Secured Debt. **Journal of Financial Economics**, v. 14, p 501- 521, 1985.

STULZ, R. Managerial Discretion and Optimal Financing Policies, **Journal of Financial Economics**, v. 26, p. 3 – 27, 1990.

TITMAN, S.; WESSELS, R., The Determinants of Capital Structure Choice, **Journal of Finance**, v. 43, p. 1 – 19, 1988.

WELCH, I. Capital Structure and Stock Returns, **Journal of Political Economy**, p. 106-131, 2004.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**. ed. The MIT Press, 2010.

WU, Xueping; YEUNG, Chau K. A. Firm growth type and capital structure persistence. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, p. 3427-3443, 2012.

APÊNDICE A. Número Fusões e Aquisições da amostra Total

Nº M&A ano e país / N total M&A da Amostra

	Brasil	Rússia	China	Índia	França	Alemanha	Japão	Reino Unido	EUA
2000	0,1620%	0,1236%	0,1152%	0,1743%	0,5989%	0,7114%	0,4930%	1,3795%	3,9039%
2001	0,1286%	0,1255%	0,1175%	0,1183%	0,4573%	0,5049%	0,4642%	1,0689%	2,7851%
2002	0,0802%	0,1263%	0,1966%	0,0845%	0,3121%	0,4415%	0,4937%	0,8742%	2,5171%
2003	0,0637%	0,1317%	0,3475%	0,1229%	0,2657%	0,4108%	0,6162%	0,9583%	2,7167%
2004	0,0837%	0,1002%	0,4945%	0,1520%	0,3667%	0,4454%	0,6857%	0,9410%	3,1233%
2005	0,0837%	0,1294%	0,4262%	0,2204%	0,4400%	0,5214%	0,8343%	1,0309%	3,3882%
2006	0,1090%	0,1801%	0,4139%	0,3002%	0,5379%	0,6462%	0,9168%	1,0946%	3,7545%
2007	0,2469%	0,2365%	0,5575%	0,3302%	0,5801%	0,7153%	1,0370%	1,2543%	4,0609%
2008	0,2868%	0,5486%	0,6320%	0,3263%	0,5033%	0,5924%	1,0858%	1,0412%	3,4086%
2009	0,1421%	1,1092%	0,5790%	0,2933%	0,4308%	0,4580%	0,9783%	0,7636%	2,6922%
2010	0,1778%	1,2186%	0,4557%	0,2818%	0,5072%	0,4584%	0,8132%	0,8235%	2,7962%
2011	0,1939%	1,0301%	0,5390%	0,2530%	0,5840%	0,5222%	0,5652%	0,8589%	2,9156%
2012	0,2046%	0,7921%	0,5832%	0,2557%	0,5882%	0,4726%	0,6577%	0,8489%	3,0246%
2013	0,1716%	0,6327%	0,6020%	0,2377%	0,5437%	0,4481%	0,6047%	0,7694%	3,0661%

APÊNDICE B. Número Fusões e Aquisições por País

Nº M&A ano e país / nº M&A por país

	Brasil	Rússia	China	Índia	França	Alemanha	Japão	Reino Unido	EUA
2000	7,5899%	1,9065%	1,9008%	5,5325%	8,9184%	9,6813%	4,8115%	10,0639%	8,8417%
2001	6,0252%	1,9361%	1,9388%	3,7534%	6,8088%	6,8704%	4,5305%	7,7979%	6,3078%
2002	3,7590%	1,9479%	3,2440%	2,6810%	4,6478%	6,0084%	4,8190%	6,3778%	5,7008%
2003	2,9856%	2,0308%	5,7340%	3,8996%	3,9561%	5,5904%	6,0144%	6,9912%	6,1530%
2004	3,9209%	1,5453%	8,1607%	4,8257%	5,4596%	6,0606%	6,6926%	6,8652%	7,0739%
2005	3,9209%	1,9953%	7,0329%	6,9949%	6,5516%	7,0951%	8,1428%	7,5206%	7,6738%
2006	5,1079%	2,7768%	6,8301%	9,5296%	8,0094%	8,7931%	8,9485%	7,9855%	8,5034%
2007	11,5647%	3,6471%	9,1998%	10,4801%	8,6382%	9,7335%	10,1214%	9,1507%	9,1973%
2008	13,4353%	8,4606%	10,4289%	10,3583%	7,4949%	8,0617%	10,5973%	7,5962%	7,7199%
2009	6,6547%	17,1048%	9,5546%	9,3103%	6,4144%	6,2330%	9,5481%	5,5711%	6,0973%
2010	8,3273%	18,7922%	7,5208%	8,9447%	7,5520%	6,2382%	7,9367%	6,0081%	6,3330%
2011	9,0827%	15,8851%	8,8956%	8,0307%	8,6954%	7,1055%	5,5160%	6,2658%	6,6034%
2012	9,5863%	12,2143%	9,6243%	8,1160%	8,7583%	6,4316%	6,4191%	6,1929%	6,8504%
2013	8,0396%	9,7573%	9,9347%	7,5433%	8,0951%	6,0972%	5,9020%	5,6131%	6,9443%

APÊNDICE C. Matriz de Correlação

	levbook	levmarkt	rent	coport	tangativ	ltam	V.ganhos	imposto	pdivid	bfnd	dpacoes	ettj	pmercado	FAtotal	FApas
levbook	1.0000														
levmarkt	0.0998	1.0000													
rent	-0.8029	-0.0031	1.0000												
coport	0.0130	-0.0474	0.0807	1.0000											
tangativ	0.0073	-0.0086	-0.0063	0.0288	1.0000										
ltam	-0.0425	0.0157	0.0402	-0.0308	0.0095	1.0000									
vganhos	-0.0005	0.0012	0.0035	0.0011	-0.0001	-0.0087	1.0000								
imposto	-0.0030	-0.0004	0.0012	0.0002	0.0000	0.0073	0.0001	1.0000							
pdividendos	0.0010	0.0068	0.0008	-0.0065	-0.0005	0.0057	0.0001	-0.0012	1.0000						
bfnd	0.0995	0.0304	-0.1540	-0.0236	-0.0044	0.0287	-0.0004	-0.0038	0.0020	1.0000					
dpacoes	0.2343	-0.0259	-0.1347	0.2081	0.0100	-0.0005	0.0062	-0.0037	-0.0081	-0.0012	1.0000				
ettj	0.0153	-0.0446	-0.0189	0.0275	-0.0061	-0.1889	0.0034	-0.0072	-0.0017	0.0332	0.0545	1.0000			
pmercado	-0.0088	-0.0229	-0.0031	0.0076	-0.0042	-0.0667	0.0016	-0.0058	0.0054	0.0133	0.0492	0.3866	1.0000		
FAtotal	0.0299	-0.0436	-0.0371	0.0264	-0.0052	-0.0499	-0.0005	-0.0085	0.0013	0.1397	0.0077	0.3221	0.1640	1.0000	
FApas	0.0062	-0.0058	0.0021	0.0045	0.0008	-0.0741	-0.0117	-0.0024	-0.0014	-0.0831	-0.0478	-0.0006	-0.0842	-0.0715	1.0000

APÊNDICE D. Painel Amostra Total (sem efeito fixo anual)

A amostra consiste de firmas não financeiras. A amostra consiste de 184.842 observações firma-ano (amostra completa) coletadas na *Compustat* e *Thomson Reuters* no período entre 2000 a 2013. Todas as variáveis foram definidas na tabela 1.

Variável	<i>Book Leverage</i>		<i>Market Leverage</i>	
	β	p-valor	β	p-valor
Rentabilidade	-0.52957	0.000	-0.00006	0.021
Crescimento Oportunidades	0.52808	0.000	-0.00025	0.173
Tangibilidade	0.00176	0.000	0.00000	0.635
Log Tamanho	4.89776	0.000	-0.02076	0.000
C. E. Imposto	0.00003	0.814	0.00000	0.939
Volatilidade Ganhos	0.00132	0.742	-0.00001	0.837
Pagamento Dividendos	0.00919	0.371	0.00001	0.959
Benefício Fiscal Não Dívida	-1.69940	0.000	0.00393	0.000
Desempenho P. Ações	0.03161	0.000	-0.00005	0.000
Estrutura de Juros	-0.31459	0.005	0.00089	0.593
Prêmio de Retorno	-0.24762	0.002	0.00359	0.003
Fusão e Aquisição	-2.58387	0.689	-0.09528	0.318
intercepto	10.12750	0.000	0.95024	0.000

APÊNDICE E. Painel *Market Leverage* por País (sem efeito fixo anual)

A amostra consiste de firmas não financeiras. A amostra consiste de 184.842 observações firma-ano (amostra completa) coletadas na *Compustat* e *Thomson Reuters datastream* no período entre 2000 a 2013. Todas as variáveis foram definidas na tabela 1. A variável utilizada de Fusão e Aquisição considera o total de fusões e aquisições durante o período de amostragem.

<i>Book Leverage</i>																		
	Brasil		Rússia		China		Índia		França		Alemanha		Japão		Reino Unido		EUA	
Variável	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p
Rentabilidade	-0.3082	0.002	-0.3185	0.077	-0.0216	0.005	-0.2189	0.000	0.0435	0.466	0.0855	0.045	-0.4106	0.000	-0.2294	0.000	-0.5309	0.000
Crescimento Oportunidades	-1.5251	0.000	-4.3663	0.043	-0.0099	0.406	-0.0909	0.000	-2.8716	0.000	-2.9247	0.000	-1.9656	0.000	-1.2521	0.000	0.8542	0.000
Tangibilidade	-0.5849	0.023	24.3582	0.200	-0.0169	0.894	-0.0002	0.128	0.0003	0.944	-0.0107	0.041	0.0000	0.505	0.0106	0.000	0.0021	0.000
Log Tamanho	1.0735	0.634	4.1073	0.413	-6.7849	0.000	-4.5081	0.000	-2.3012	0.008	-5.3986	0.000	-7.8090	0.000	-1.7728	0.020	10.5684	0.000
C. E. Imposto	-0.0003	0.398	0.0163	0.700	-0.0001	0.894	0.0000	0.962	0.0024	0.421	0.0000	0.918	-0.0001	0.155	-0.0003	0.617	0.0001	0.777
Volatilidade Ganhos Pagamento	0.0053	0.588	0.0000	0.995	-0.0035	0.522	3.3670	0.007	-0.0805	0.021	0.0243	0.197	0.0875	0.344	-0.0096	0.377	-0.0033	0.917
Dividendos	-0.7683	0.013	3.8232	0.655	0.0104	0.987	-0.0022	0.582	0.0536	0.667	-0.0538	0.426	0.0067	0.169	-0.1635	0.210	0.0577	0.712
Benefício Fiscal Não Dívida	-0.0223	0.923	-0.1999	0.789	2.9042	0.000	0.0277	0.795	-0.0960	0.567	0.1979	0.008	0.4865	0.000	0.0105	0.906	-2.1633	0.000
Desempenho P. Ações	-0.0046	0.302	0.0020	0.881	-0.0012	0.593	-0.0008	0.514	0.0083	0.129	0.0047	0.298	0.0108	0.000	-0.0089	0.004	0.0331	0.000
Estrutura de Juros	0.0305	0.837	0.0651	0.908	0.0170	0.975	-0.0516	0.649	-1.1861	0.000	-0.0572	0.801	2.7591	0.000	-0.9193	0.000	-0.7765	0.096
Prêmio de Retorno	0.2537	0.614	-1.5538	0.225	-0.0696	0.714	-0.2049	0.171	-0.0609	0.788	-0.3713	0.002	-0.2171	0.000	0.0067	0.968	0.5485	0.061
Fusão e Aquis. Total			886.5500	0.043	50.2174	0.296			-145.4300	0.004	-94.8465	0.028	-305.3712	0.000			-302.6695	0.058
intercepto	61.0872	0.000	23.4157	0.272	44.1600	0.000	52.2468	0.000	41.1348	0.000	54.0491	0.000	62.5463	0.000	34.1241	0.000	-2.2859	0.753

APÊNDICE F. Painel *Market Leverage* por País (sem efeito fixo anual)

A amostra consiste de firmas não financeiras. A amostra consiste de 184.842 observações firma-ano (amostra completa) coletadas na *Compustat* e *Thomson Reuters datastream* no período entre 2000 a 2013. Todas as variáveis foram definidas na tabela 1. A variável utilizada de Fusão e Aquisição considera o total de fusões e aquisições durante o período de amostragem.

<i>Market Leverage</i>																		
	Brasil		Rússia		China		Índia		França		Alemanha		Japão		Reino Unido		EUA	
Variável	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p
Rentabilidade	-0.0033	0.001	-0.0176	0.004	0.0014	0.006	-0.0043	0.000	-0.0037	0.000	-0.0006	0.308	-0.0030	0.000	-0.0015	0.000	-0.0001	0.011
Crescimento Oportunidades	-0.0309	0.000	-0.0038	0.938	0.0029	0.000	-0.0055	0.000	-0.0296	0.000	-0.0644	0.000	-0.0455	0.000	-0.0375	0.000	-0.0014	0.000
Tangibilidade	-0.0058	0.021	-0.2571	0.501	-0.0017	0.842	0.0000	0.535	-0.0001	0.088	-0.0002	0.012	0.0000	0.064	0.0000	0.752	0.0000	0.413
Log Tamanho	0.0095	0.667	0.5901	0.004	-0.0514	0.163	0.0036	0.628	0.0066	0.643	-0.0467	0.001	-0.0027	0.564	-0.0500	0.000	-0.0085	0.138
C. E. Imposto	0.0000	0.953	-0.0014	0.297	0.0000	0.959	0.0000	0.802	0.0000	0.939	0.0000	0.953	0.0000	0.802	0.0000	0.734	0.0000	0.849
Volatilidade Ganhos Pagamento	0.0000	0.980	0.0000	0.925	0.0000	0.981	0.0151	0.437	0.0000	0.935	0.0003	0.345	0.0020	0.211	0.0001	0.661	-0.0002	0.337
Dividendos	0.0012	0.692	-0.2890	0.148	0.0106	0.802	0.0000	0.737	0.0002	0.926	-0.0006	0.572	0.0000	0.966	-0.0031	0.180	0.0005	0.637
Benefício Fiscal Não Dívida	-0.0035	0.117	-0.0331	0.142	0.0437	0.000	0.0069	0.000	-0.0003	0.905	0.0021	0.048	0.0063	0.000	-0.0009	0.578	0.0023	0.000
Desempenho P. Ações	0.0000	0.582	0.0000	0.938	-0.0004	0.012	-0.0001	0.000	0.0000	0.692	0.0000	0.838	0.0000	0.004	-0.0003	0.000	0.0000	0.225
Estrutura de Juros	0.0021	0.155	-0.0102	0.335	-0.0080	0.828	-0.0033	0.060	-0.0104	0.045	-0.0003	0.939	0.0104	0.007	0.0008	0.755	-0.0054	0.094
Prêmio de Retorno	-0.0061	0.214	-0.0030	0.913	0.0125	0.334	0.0146	0.000	0.0119	0.001	-0.0056	0.001	0.0008	0.278	-0.0015	0.606	0.0063	0.002
Fusão e Aquis. Total			12.3437	0.154	2.7130	0.406			-0.4732	0.569	-0.0223	0.972	-2.8409	0.000			-2.8501	0.009
intercepto	1.3241	0.000	-1.0494	0.156	0.8772	0.000	0.8848	0.000	0.9113	0.000	1.2609	0.000	1.0147	0.000	1.2221	0.000	0.9598	0.000

APÊNDICE G. Painel Book Leverage por País - variáveis de Orientação Econômica (efeito fixo anual)

A amostra consiste de firmas não financeiras. A amostra consiste de 184.842 observações firma-ano (amostra completa) coletadas na *Compustat*, *Thomson Reuters datastream* e *The World Bank - World Development Indicators* no período entre 2000 a 2013. Todas as variáveis foram definidas na tabela1. O painel inclui efeito fixo anual.

<i>Book Leverage</i>																		
Variável	Brasil		Rússia		China		Índia		França		Alemanha		Japão		Reino Unido		EUA	
	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p
Rentabilidade	-0.1925	0.110	-0.1224	0.499	-0.0161	0.006	-0.2360	0.000	0.0788	0.263	0.0989	0.026	-0.3581	0.000	-0.2388	0.000	-0.6436	0.000
Crescimento Oportunidades	-1.1267	0.007	-7.3355	0.001	-0.0157	0.084	-0.0630	0.004	-3.0280	0.000	-3.2758	0.000	-1.6810	0.000	-1.1959	0.000	0.1726	0.000
Tangibilidade	-0.1538	0.609	38.9810	0.047	-0.2004	0.052	-0.0159	0.001	0.0396	0.001	-0.0086	0.099	-0.0008	0.010	0.0143	0.000	0.0001	0.658
Log Tamanho	-1.9763	0.482	3.1387	0.501	-4.6301	0.000	-4.8179	0.000	-5.9225	0.000	-5.3307	0.000	-7.7391	0.000	-1.3919	0.127	10.4016	0.000
C. E. Imposto	-0.0002	0.576	0.0240	0.557	-0.0003	0.644	-0.0008	0.558	0.0039	0.341	-0.0033	0.179	-0.0001	0.201	-0.0003	0.623	0.0001	0.866
Volatilidade Ganhos	0.0030	0.758	0.0002	0.885	-0.0017	0.682	2.7308	0.061	-0.0653	0.079	0.0375	0.047	0.1043	0.280	-0.0090	0.426	0.0101	0.717
Pagamento Dividendos	-0.9517	0.004	6.4490	0.450	-0.0453	0.925	-0.8906	0.019	0.1299	0.325	-0.0542	0.419	0.0064	0.188	-0.1328	0.341	0.0508	0.700
Benefício Fiscal Não Dívida	-0.0601	0.815	-0.3351	0.636	2.1061	0.000	0.3128	0.080	0.0566	0.769	0.1115	0.143	0.4015	0.000	-0.0046	0.964	-2.5028	0.000
Desempenho P. Ações	-0.0020	0.696	-0.0059	0.722	-0.0043	0.169	0.0028	0.255	0.0153	0.030	0.0019	0.712	0.0101	0.000	-0.0111	0.005	0.0323	0.000
Estrutura de Juros	-0.5113	0.227	1.1871	0.540	0.0000		-0.1275	0.646	0.0000		-0.0647	0.829	0.0000		-0.5313	0.174	0.2009	0.643
Prêmio de Retorno	-0.1509	0.860	1.1806	0.920	0.2652	0.285	-0.0089	0.983	-0.1520	0.735	0.0645	0.740	0.4548	0.000	-0.3792	0.174	1.7679	0.001
Fusão e Aquis. Total	0.0000		41.1408	0.492	0.0000		0.0000		0.0000		0.0000		0.0000		0.0000		0.0000	
Liquidez do Mercado	0.1516	0.428	0.4567	0.588	-0.0042	0.532	-0.0270	0.171	0.0072	0.553	0.0126	0.465	-0.0286	0.000	0.0017	0.780	0.0022	0.665
Crédito Privado	0.2759	0.000	-0.9317	0.754	-0.0299	0.268	-0.0581	0.277	-0.1031	0.113	0.2217	0.000	-0.1142	0.000	-0.0151	0.471	-0.1479	0.010
intercepto	10.0581	0.549	22.4362	0.351	42.2948	0.000	59.8193	0.000	64.9564	0.000	23.4151	0.004	98.9001	0.000	36.4562	0.000	18.2752	0.159

APÊNDICE H. Painel Market Leverage por País - variáveis de Orientação Econômica (efeito fixo anual)

A amostra consiste de firmas não financeiras. A amostra consiste de 184.842 observações firma-ano (amostra completa) coletadas na *Compustat*, *Thomson Reuters datastream* e *The World Bank - World Development Indicators* no período entre 2000 a 2013. Todas as variáveis foram definidas na tabela1. O painel inclui efeito fixo anual.

Market Leverage																		
	Brasil		Rússia		China		Índia		França		Alemanha		Japão		Reino Unido		EUA	
Variável	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p	β	p
Rentabilidade	-0.0029	0.019	-0.0011	0.558	0.0015	0.015	-0.0046	0.000	-0.0049	0.000	-0.0002	0.756	-0.0033	0.000	-0.0013	0.004	-0.0001	0.000
Crescimento Oportunidades	-0.0299	0.000	-0.0872	0.000	0.0030	0.001	-0.0044	0.000	-0.0264	0.000	-0.0693	0.000	-0.0417	0.000	-0.0361	0.000	-0.0018	0.000
Tangibilidade	-0.0048	0.127	0.0181	0.933	-0.0005	0.966	-0.0002	0.011	-0.0005	0.004	-0.0002	0.043	0.0000	0.015	0.0000	0.804	0.0000	0.295
Log Tamanho	0.0096	0.741	0.0392	0.359	-0.0461	0.362	-0.0189	0.175	0.0010	0.961	-0.0467	0.002	-0.0133	0.069	-0.0594	0.000	-0.0040	0.513
C. E. Imposto	0.0000	0.976	-0.0002	0.716	0.0000	0.958	0.0000	0.729	0.0000	0.985	0.0000	0.916	0.0000	0.882	0.0000	0.794	0.0000	0.447
Volatilidade Ganhos Pagamento	0.0000	0.970	0.0000	0.843	0.0000	0.948	0.0265	0.257	0.0000	0.981	0.0003	0.221	0.0023	0.183	0.0001	0.573	-0.0002	0.396
Dividendos	0.0015	0.655	-0.0590	0.552	0.0067	0.893	-0.0064	0.290	0.0003	0.891	-0.0006	0.535	0.0000	0.834	-0.0036	0.124	0.0006	0.603
Benefício Fiscal Não Dívida	-0.0038	0.154	0.0014	0.824	0.0477	0.004	0.0015	0.612	-0.0020	0.499	0.0024	0.030	0.0055	0.000	-0.0012	0.471	0.0026	0.000
Desempenho P. Ações	0.0000	0.424	-0.0001	0.787	-0.0007	0.036	0.0000	0.460	0.0000	0.940	0.0000	0.549	0.0001	0.001	-0.0003	0.000	0.0000	0.440
Estrutura de Juros	-0.0014	0.743	-0.0022	0.926	0.0000		0.0075	0.091	0.0000		0.0036	0.394	0.0000		0.0097	0.136	-0.0006	0.876
Prêmio de Retorno Fusão e Aquis. Total	-0.0037	0.673	0.0630	0.685	0.0482	0.062	0.0004	0.951	0.0129	0.060	-0.0085	0.002	0.0059	0.002	-0.0037	0.418	0.0248	0.000
Liquidez do Mercado	0.0016	0.421	0.0040	0.718	0.0006	0.415	-0.0016	0.000	0.0002	0.208	-0.0002	0.510	-0.0002	0.000	0.0001	0.495	-0.0001	0.194
Crédito Privado	0.0010	0.191	-0.0149	0.703	-0.0043	0.130	-0.0051	0.000	-0.0006	0.519	-0.0003	0.678	-0.0007	0.000	-0.0002	0.580	-0.0020	0.000
intercepto	0.8627	0.000	0.9222	0.000	1.2699	0.002	1.4546	0.000	0.9946	0.000	1.3184	0.000	1.2641	0.000	1.2874	0.000	1.2284	0.000