

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MATO GROSSO DO SUL
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

GABRIELA MOREIRA DE SOUZA

**EFEITO DAS VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS E INDICADORES DE
LIBERDADE ECONÔMICA NA ESTRUTURA DE CAPITAL E VALOR DE
EMPRESA: UM ESTUDO PARA OS SETORES DE CONSUMO CÍCLICO E NÃO
CÍCLICO NO BRASIL**

CAMPO GRANDE

2021

Gabriela Moreira de Souza

**EFEITO DAS VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS E INDICADORES DE
LIBERDADE ECONÔMICA NA ESTRUTURA DE CAPITAL E VALOR DE
EMPRESA: UM ESTUDO PARA OS SETORES DE CONSUMO CÍCLICO E NÃO
CÍCLICO NO BRASIL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação e Ciências Contábeis da Universidade Federal de Mato Grosso do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Jorge Luís Sanchez Arévalo.

CAMPO GRANDE

2021

GABRIELA MOREIRA DE SOUZA

**A EFEITO DAS VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS E INDICADORES DE
LIBERDADE ECONÔMICA NA ESTRUTURA DE CAPITAL E VALOR DE
EMPRESA: UM ESTUDO PARA OS SETORES DE CONSUMO CÍCLICO E NÃO
CÍCLICO NO BRASIL**

Esta dissertação foi julgada aprovada para a obtenção do Grau de Mestre em Ciências Contábeis na área de concentração em Contabilidade Societária e Finanças do Programa de Pós-Graduação *stricto sensu* em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Mato Grosso do Sul e aprovada, em sua forma final, em 07 de julho de 2021.

Prof. Dr. Jorge Luís Sanchez Arévalo
Coordenador do Curso

Prof. Dr. Jorge Luís Sanchez Arévalo (Orientador)
Universidade Federal de Mato Grosso do Sul

Apresentada à Comissão Examinadora composta pelos professores:

Prof.^a Dr.^a Elisabeth de Oliveira Vendramin
Universidade Federal de Mato Grosso do Sul

Prof. Dr. Edgard Monforte Merlo
Universidade São Paulo

DEDICATÓRIA

Aos meus pais, Eduardo de Souza e Maria do Carmo
Moreira de Souza, com todo amor.

AGRADECIMENTOS

Agradeço em primeiro lugar a Deus por ter me guiado até aqui. Sou grata por minha trajetória, uma vez que, apenas eu sei as lutas que enfrentei e o quanto saí fortalecida desse período, sendo o mestrado para mim uma experiência de vida transformadora.

Agradeço especialmente aos meus pais Eduardo de Souza e Maria do Carmo Moreira de Souza, que me deram a grande oportunidade de seguir os meus sonhos, dando-me a oportunidade de me dedicar aos meus estudos com todo suporte financeiro e afetivo possível. Vocês são para mim, uma fonte de inspiração gigantesca.

Mãe, sempre me espelhei em sua garra em equilibrar seus estudos/trabalho e ser uma mãe tão amorosa. Meu Pai, um exemplo de homem a ser seguido, íntegro, honesto, um grande orgulho de dizer que sou sua filha. Mesmo que não tenha tanta facilidade em dizer com as palavras o quanto me ama, eu sinto em cada gesto seu o seu amor por mim. Mais do que qualquer coisa no mundo, agradeço a vocês pelo ser humano que formaram, pelos princípios que me ensinaram!

Agradeço imensamente ao meu orientador Prof. Dr. Jorge Luís Sanchez Arévalo, por toda a paciência, pelo seu tempo e por todos os ensinamentos. Infelizmente devido ao período de pandemia da Covid-19 não tivemos tanto contato presencial, mas sempre pude contar com sua orientação paciente de maneira virtual. Aprendi muito neste período juntos, e espero que seja um colega de trabalho muito em breve.

Meus agradecimentos a minha querida Prof.^a Elisabeth de Oliveira Vendramin por sempre ser tão atenciosa comigo dentro e fora de sala de aula, por toda paciência ao dividir seus ensinamentos. Guardarei eternamente com muito carinho meu sentimento por você, e espero ser uma profissional tão incrível e dedicada quanto você sempre se mostrou. Muito Obrigada!

Ao Prof. Rafael Martins Noriller que sempre me deu muito suporte, sem você eu não estaria passando por esse momento. Aos meus professores da graduação Maria Aparecida Farias de Souza Nogueira, Antônio Carlos Vaz Lopes, agradeço imensamente pelo apoio e amizade de sempre, estão guardados em meu coração. Agradeço também, aos professores da ESAN/UFMS por todos os ensinamentos divididos conosco.

Aos meus grandes amigos que a graduação me trouxe, e que tenho carregado pelos caminhos da vida: Dayane, Giulia e Rubens, Gustavo, Henrique e João Pedro e Ana Carla. Vocês são seres humanos iluminados em minha vida, representam a mais pura amizade, o companheirismo, e sempre torceram pela minha vitória e eu pela vitória de cada um de vocês, sou grata por ter conhecido e cativado pessoas tão maravilhosas.

Ao meu grande amigo e irmão Alexandre Coradini Ribeiro, que conheci durante o processo de seleção do mestrado e desde então mudou minha vida, eu só posso agradecer por ter me escolhido para fazer parte da sua trajetória. Por ser o melhor amigo, companheiro de casa, apoio em todos os momentos de ansiedade e aflição, e para os bons momentos de risadas e brincadeiras. Você é um grande exemplo e inspiração em minha vida, obrigada por ter esse coração enorme.

Agradeço aos meus irmãos Eduardo, Gabriel e Guilherme por terem me dado amor e apoio em todos os momentos, por dividirem momentos de descontração que aliviaram minhas aflições por muitas vezes. Aproveito para agradecer as minhas sobrinhas Laura e Luíza que são uma fonte de amor e alegria inesgotáveis, além da minha cunhada que sempre cuidou de mim como uma irmã mais velha.

Meus agradecimentos aos colegas da terceira turma (e dos egressos) do PPGCC/UFMS e amigos que fiz nesta trajetória do mestrado: Marcus Vinicius, Alefi, Leonardo, Ryan, Sirlei e Rodrigo. Todos foram e são muito especiais para mim, e sempre pude contar com cada um para bons e maus momentos dentro deste período de mestrado. Desejo sucesso a todos!

Meus agradecimentos a pessoas que me deram grande força nesse período, como minha amiga Taynara Rotta que foi uma fonte de risos, de força e apoio muito grande para mim. Hanna que foi alguém muito especial que tem me ajudado a me adaptar a uma nova realidade sempre torcendo por mim.

Agradeço em especial a CAPES, pois, o presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001.

Don't you tell me what you think that I could be
I'm the one at the sail,
I'm the master of my sea...
(Imagine Dragons)

RESUMO

As economias emergentes vivem uma situação de desaceleração, agravada, principalmente, com a crise mundial da Covid-19. Dessa forma, uma economia sob uma perspectiva de incertezas e desconfianças provocada também pelo alto gasto governamental, aumento da Taxa de Juros e da inflação, por exemplo, pode gerar, uma realidade onde as empresas brasileiras têm dificuldades de sobreviver e se desenvolver. A economia brasileira, tem sido um ambiente um tanto quanto instável, além de ter tido grande desvalorização da moeda doméstica em relação ao dólar (Taxa de Câmbio). Para verificar os efeitos de tal ambiente a nível empresarial, será analisada a Estrutura de Capital, que reflete as decisões de financiamento das entidades e tem efeito direto sobre o valor das empresas, o qual também será analisado. Em vista disso, o estudo proposto objetiva determinar a importância de variáveis macroeconômicas, como: PIB, Ibovespa, Taxa de Juros (Selic), Taxa de Câmbio; indicadores de desempenho social/econômico: Indicadores de Liberdade Econômica e Monetária, e como meio de realizar uma análise mais confiável, a variável “Tamanho da Empresa”, e seus efeitos sobre a Estrutura de Capital e Valor Mercado das empresas. Mensurar o efeito de indicadores que caracterizam o desempenho social e econômico, na Estrutura de Capital e Valor de Mercado das empresas brasileiras listadas na B3. O objeto de estudo são empresas de capital aberto do Brasil, do setor de Consumo cíclico e não-cíclico, dado a sua relevância para a economia nacional. O recorte temporal foi do período de 2010 a 2020, recorte temporal conveniente, considerando a adoção brasileira às normas internacionais de contabilidade –IFRS, em 2010. Os dados foram coletados da base de dados Economática, além do site do Banco Central. Foi utilizado o modelo econométrico de dados em painel, com uma regressão de Métodos Quadrados Generalizados (GLS) de modo a capturar o efeito das variáveis sobre a Estrutura de Capital e o Valor de Mercado das empresas. Os resultados das variáveis macroeconômicas, PIB, TJ e TC apresentaram majoritariamente relação esperada, possuindo uma relação significativa de 1% com a EC e VM, sendo que, somente o IBOV não se apresentou significativo com a EC, contudo, apresentou relação significativa esperada com o VM. Os Indicadores de LE e LM, apresentaram relação esperada e significativa a 1% com VM. E por fim, a variável Tamanho da Empresa também apresentou relação esperada no estudo em relação a todas as variáveis dependentes propostas. Os resultados apresentados, foram majoritariamente ao encontro da teoria e estudos anteriores, sendo possível inferir que as variáveis macroeconômicas, fatores específicos da empresa e indicadores de Liberdade Econômica são determinantes para mensurar a Estrutura de Capital e o Valor de Mercado das empresas, bem como, para explicar a realidade do país analisado.

Palavras-Chave: Estrutura de Capital; Valor de Mercado; Liberdade Econômica; Variáveis Macroeconômicas.

ABSTRACT

Emerging economies are experiencing a situation of deceleration, aggravated mainly by the Covid-19 global crisis. Thus, an economy from a perspective of uncertainty and mistrust, also caused by high government spending, increased interest rates and inflation, for example, can generate a reality where Brazilian companies have difficulties to survive and develop. The Brazilian economy has been a somewhat unstable environment, in addition to having had a great devaluation of the domestic currency against the dollar (Exchange Rate). To verify the effects of such an environment at the business level, the Capital Structure will be analyzed, which reflects the entities' financing decisions and has a direct effect on the value of companies, which will also be analyzed. In view of this, the proposed study aims to determine the importance of macroeconomic variables, such as: GDP, Ibovespa, Interest Rate (Selic), Exchange Rate; social/economic performance indicators: Indicators of Economic Freedom and Monetary Freedom, and as a means of carrying out a more reliable analysis, the variable "Company Size", and its effects on the Capital Structure and Market Value of companies. Measure the effect of indicators that characterize social and economic performance on the Capital Structure and Market Value of Brazilian companies listed on B3. The object of study are publicly traded companies in Brazil, in the cyclical and non-cyclical consumer sector, given their relevance to the national economy. The time frame was from 2010 to 2020, a convenient time frame, considering the Brazilian adoption of international accounting standards –IFRS, in 2010. Data were collected from the Economática database, in addition to the Central Bank website. The econometric panel data model was used, with a Generalized Square Methods (GLS) regression in order to capture the effect of the variables on the Capital Structure and Market Value of companies. The results of the macroeconomic variables, GDP, TJ and TC showed mostly expected relationship, having a significant relationship of 1% with EC and VM, and only the IBOV was not significant with EC, however, it presented a significant expected relationship with the VM. The LE and LM indicators showed an expected and significant relationship at 1% with MV. Finally, the Company Size variable also presented the expected relationship in the study in relation to all the proposed dependent variables. The results presented were mostly in line with theory and previous studies, and it is possible to infer that macroeconomic variables, company-specific factors and indicators of Economic Freedom are crucial to measure the Capital Structure and Market Value of companies, as well as, to explain the reality of the analyzed country.

Keywords: Capital Structure; Market Value; Freedom Economic; Macroeconomic Variables.

LISTA DE QUADROS E TABELAS

| | |
|----------------|----|
| QUADRO 1 | 17 |
| QUADRO 2 | 19 |
| TABELA 1 | 50 |
| TABELA 2 | 53 |
| TABELA 3 | 55 |
| TABELA 4..... | 58 |

SUMÁRIO

| | |
|--|-----------|
| 1. INTRODUÇÃO | 12 |
| 1.1 Contextualização e justificativa | 12 |
| 1.3 OBJETIVOS GERAL E ESPECÍFICOS | 16 |
| 1.3.1 Objetivo Geral..... | 16 |
| 1.3.2 Objetivos Específicos | 16 |
| 2 REVISÃO DA LITERATURA | 17 |
| 2.1 Os setores de consumo cíclico e não cíclico: importância na economia brasileira | 17 |
| 2.2 Contexto teórico sobre a Estrutura de Capital e valor de empresas .. | 22 |
| 2.2.1 Determinantes da Estrutura de Capital e valor de empresa | 29 |
| 2.2.2 A relação entre a Estrutura de Capital e valor de empresa com as condições macroeconômicas..... | 31 |
| 2.3 Indicadores de Liberdade: Efeitos na Estrutura de Capital e Valor de Mercado | 37 |
| 2.3.1 Liberdade Econômica..... | 37 |
| 3. METODOLOGIA | 44 |
| 3.1 Classificação da pesquisa | 44 |
| 3.2 Levantamento e Tratamento de dados..... | 44 |
| 3.3 O Modelo de Dados em Painel | 47 |
| 4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS..... | 50 |
| 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS | 63 |
| REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS..... | 65 |

1. INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização e justificativa

De acordo com o *International Monetary Fund* – IMF (2019), a economia global está em uma situação de desaceleração, isso se deve ao aumento de barreiras comerciais, e às crescentes tensões geopolíticas e aos fatores nacionais específicos em diversas economias de mercado emergentes. Este cenário vem sendo ainda mais acentuado devido à pandemia do Covid-19, visto que o efeito econômico desta é mais grave em economias emergentes, considerando os choques múltiplos que as atingiram (IMF, 2020).

É importante destacar o reconhecimento das economias emergentes, desde a década de 2000, em relação ao dinamismo comercial/econômico global (IPEA, 2016). Isto posto, a economia Brasileira, segundo o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA (2015), teve, nos últimos anos, uma desaceleração que se deve a diversos fatores, entre eles, principalmente, os casos de cunho político, os quais afetaram a imagem do Brasil e produziram efeitos sobre o investimento estrangeiro.

Dessa maneira, a economia brasileira vem passando por momentos de instabilidade, e além disso, está enfrentando um período de recessão econômica, e pode ser mais suscetível a mudanças do mercado externo, bem como a aspetos internos. Padula e Albuquerque (2018) evidenciam que uma perspectiva de incertezas e desconfianças - provocada também pelo alto gasto governamental, aumento da Taxa de Juros e da inflação - pode gerar, uma realidade onde as empresas brasileiras têm dificuldades de sobreviver e se desenvolver.

Desse modo, é possível inferir que o Brasil, tem sido um ambiente um tanto quanto instável, além de ter tido grande desvalorização da moeda doméstica em relação ao dólar (Taxa de Câmbio). Levando em conta que entre as economias de mercados emergentes, o Brasil é um dos países onde a moeda mais se desvalorizou no ano de 2020. Cabe, portanto, analisar setores que possam refletir essas mudanças em cenário brasileiro.

Os setores analisados têm estreita relação com o consumo das famílias, e tal variável representa aproximadamente 63% na composição do PIB, desde o ponto de vista da demanda, conforme informações publicadas pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE (2020). Nesse viés, conforme Pandini; Stüpp e Fabre (2018), o setor de consumo cíclico, que se trata de bens duráveis, é um dos setores mais vulneráveis a flutuações na economia, principalmente em períodos de recessão ou expansão econômica. Por sua vez, o setor de consumo não cíclico, que se refere aos produtos básicos para consumo, tem representação importante, no que concerne às exportações nacionais, pois, segundo o (MDIC, 2020), o Brasil

tem uma complexidade exportadora concentrada em produtos básicos de consumo, de modo que quase metade das exportações totais do país se tratam destes.

Este também reflete os efeitos da valorização da moeda estrangeira, pois, como observado por Silva (2014), a Taxa de Câmbio é um fator de incertezas, no que diz respeito do comércio internacional, além disso, a literatura sugere que o movimento cambial pode afetar de diversas maneiras os resultados no nível da indústria.

Foram analisadas variáveis representativas dessas empresas, relacionadas a Estrutura de Capital e ao Valor de Mercado, sabendo a importância de ambas em indicar aspectos importantes das firmas. Sendo assim, destaca-se a importância do estudo do tema Estrutura de Capital, que ganhou impulso na literatura de finanças, principalmente, a contar do ano de 1958, com o trabalho seminal de Franco Modigliani e Merton Miller.

Brusov *et al.* (2018) afirmam que um dos principais e mais importantes problemas das finanças corporativas é o problema do custo de capital. Considerando a ligação existente entre a temática da Estrutura de Capital e valor de empresa, pois, visto que as teorias da Estrutura de Capital giram em torno da influência sob o Valor de Mercado da entidade, e entendendo que o principal objetivo dos gestores é maximizar Valor de Mercado das firmas e minimizar os custos de financiamento.

Nesse contexto, teorias sugerem que as empresas selecionam estruturas de capital dependendo dos atributos que determinam os vários custos e benefícios associados ao financiamento por dívida e capital (TITMAN; WESSELS, 1988). Segundo Rodriguez e Jegers (2017) a Estrutura de Capital reflete a principal decisão de financiamento das organizações: escolher entre capital e dívida.

Em tempo, estudos em países desenvolvidos e em desenvolvimento buscaram identificar atributos determinantes da escolha da Estrutura de Capital na França, Alemanha, Japão, Reino Unido e Estados Unidos (*e.g.* WALD, 1999), na União Europeia (*e.g.* FEIDAKIS; ROVOLIS 2007), uma análise global (*e.g.* ÖZTEKIN, 2015), nos países do G-7, compreendendo Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Reino Unido e Estados Unidos, (*e.g.* RAJAN; ZINGALES, 1995) e, ainda, na Bélgica, Espanha e Reino Unido (*e.g.* RODRIGUEZ; JEGERS, 2017).

Em conformidade, Mokhova e Zinecker (2014), apontam a influência dos fatores externos da economia, que varia entre os países, e como esses determinantes externos desempenham importante papel no processo de tomada de decisão das empresas e também em suas decisões de financiamento.

Por sua vez, os indicadores macroeconômicos são estatísticas publicadas regularmente pelo governo com o objetivo de indicar a condição econômica atual (IRUNGU; MUTURI, 2015). Em tempo, Lima *et al.* (2011) encontraram evidências da relação entre indicadores macroeconômicos, (i) Taxa de Câmbio, (ii) Taxa de Juros, (iii) inflação, e a Estrutura de Capital das empresas brasileiras ao longo da crise das hipotecas *subprime*. Os autores concluíram que existe uma correlação entre fatores macroeconômicos e Estrutura de Capital, por exemplo, nos períodos de inflação sob controle, as empresas aumentam seus níveis de endividamento.

Outros estudos, em diversas regiões, buscaram identificar relações entre variáveis macroeconômicas e a Estrutura de Capital, podendo ser a Taxa de Câmbio, Taxa de Juros e inflação (*e.g* LIMA *et al*, 2011), o PIB e inflação (*e.g* SILVA *et al*, 2016) a inflação, dívida do governo ao PIB (*e.g* YANG; ALBAITY; HASSAN, 2015) o PIB, o índice de preços no atacado como *proxy* da inflação (IPA) e o indicador do mercado de ações (KHANNA; SRIVASTAVA; MEDURY, 2015).

Em conformidade, vários estudos buscaram identificar quais os principais determinantes do Valor de Mercado (VM) das empresas (CUNHA; MARTINS; ASSAF NETO, 2014; SCHNORRENBERGER *et al.* 2015). Considerando fatores exógenos, o trabalho de Paredes e Oliveira (2017) constatou que as variáveis SELIC (Taxa de Juros), Taxa de Câmbio, IPCA, Risco e Crise demonstraram ser influenciadoras do processo de valoração.

Também, outros estudos buscaram estabelecer relações entre indicadores políticos e econômicos, como: corrupção (*e.g.* AMARAL; SANTOS, 2017; ARAÚJO *et al.* 2018; VILELA *et al.* 2018); indicadores econômicos; como inflação e Taxa de Juros (*e.g.* PAREDES; OLIVEIRA, 2017; SILVA; FREITAS, 2017); PIB Per capita, Selic, IPCA e Taxa de Câmbio (*e.g.* CARVALHO *et al.*, 2013).

Em economias emergentes, como a Brasileira, o processo de avaliação de empresas é mais complexo, visto que muitas variáveis, como a interferência governamental, incertezas da economia, volatilidade das taxas de juros e aumento da competitividade tornam esse processo mais difícil (CUNHA; MARTINS; ASSAF NETO, 2014).

Em diversos estudos acerca da Estrutura de Capital e Valor de Mercado das empresas, é possível verificar que a variável PIB se destacada, devido a sua grande importância em representar o crescimento econômico da economia. Razmi e Rafaei (2013) apontam que o crescimento econômico tem o poder de aumentar a confiança dos negócios por meio de seu efeito positivo nos lucros das empresas, que, conseqüentemente, aumentam suas riquezas na bolsa de valores, resultando em seu crescimento.

Além disso, o Brasil é considerado como um país com uma população concentrada em renda média e não consolidada, suscetível a efeitos do mercado externo, bem como a aspectos internos, os quais são determinantes na composição do indicador de Liberdade Econômica. Isto posto, cabe ressaltar conclusões de estudos anteriores, os quais apontam que o grau de Liberdade Econômica de um país está correlacionado ao seu crescimento (RAZMI; RAFAEI, 2013; BURNIE, 2017; IVANOVÁ; MASAROVÁ, 2018).

Desta forma, destaca-se o indicador de Liberdade Econômica, que é calculado pela *Heritage Foundation* e é bastante abrangente em sua visão, buscando analisar a Liberdade Econômica de dez perspectivas diferentes, sendo de natureza externa, medindo a extensão da abertura de uma economia ao investimento ou comércio global; e natureza interna, avaliando a liberdade dos indivíduos de usar seu trabalho ou finanças sem restrições e interferência do governo (MILLER; KIM, 2013).

Em conformidade com os objetivos da presente pesquisa, Cetoreli e Peristiani (2015) encontraram uma forte relação positiva entre os *scores* gerais de Liberdade Econômica e o valor de empresa. Chen, Chen e Jin (2015) obtiveram resultados empíricos que sugerem que uma maior Liberdade Econômica aumenta o valor do patrimônio através de um exercício mais eficiente das opções de investimento. Além disso, encontra-se evidência no estudo de Liao (2018), que mostra que a Liberdade Econômica reforça a valorização e rentabilidade de uma empresa.

A pesquisa justifica sua importância, ao observar as lacunas existentes na exploração acadêmica sobre Estrutura de Capital e principalmente Valor de Mercado das empresas, além de indicadores de Liberdade Econômica e seus efeitos a nível empresarial. Notou-se a viabilidade e necessidade de elaborar uma pesquisa com ênfase em diferentes indicadores, considerando que a temática de “Liberdade Econômica” vem ganhando importância em debate.

Portanto, considerando o cenário econômico brasileiro, faz-se necessário verificar a influência de fatores exógenos, como: indicadores macroeconômicos, indicadores de desempenho social/econômico, pois uma análise agregada, fornecida pela macroeconomia, impacta nos investimentos realizados nas empresas e na sua taxa de rentabilidade. Surge, então, a seguinte hipótese de pesquisa, que será testada por meio de modelos e testes estatísticos: Qual o efeito das variáveis macroeconômicas e de Liberdade, na Estrutura de Capital e Valor de Mercado das empresas que fazem parte do setor de consumo cíclico e não-cíclico listadas na B3?

1.3 OBJETIVOS GERAL E ESPECÍFICOS

1.3.1 Objetivo Geral

O presente estudo, na tentativa de responder à hipótese da pesquisa, tem como objetivo: Mensurar o efeito de indicadores que caracterizam o desempenho político/social e econômico, na Estrutura de Capital e Valor de Mercado das empresas brasileiras listadas na B3. O objeto de estudo são empresas dos setores de consumo cíclico e não-cíclico. As variáveis utilizadas para analisar o efeito na Estrutura de Capital e valor de empresa serão: PIB (Produto Interno Bruto), Indicador Ibovespa, Taxa de Juros (Selic), Taxa de Câmbio (preço do dólar), Indicadores de Liberdade Econômica e Monetária.

1.3.2 Objetivos Específicos

De maneira a alcançar o objetivo geral do estudo, são formulados os seguintes objetivos específicos:

- (a) Verificar a relação da Estrutura de Capital e Valor de Mercado com as variáveis propostas no estudo.
- (b) Mensurar o efeito das variáveis na Estrutura de Capital das empresas.
- (c) Compreender como o ambiente político/social e econômico pode afetar o comportamento e/ou mudanças na Estrutura de Capital e processo de valoração da empresa.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Esta seção será dividida em uma breve contextualização sobre os setores escolhidos para análise. Após isso, serão abordados os principais conceitos referentes à Estrutura de Capital e valor de empresa e, à posteriori, visando dar um vislumbre sobre os indicadores, os quais serão testados em contra partida a Estrutura de Capital, tal como valor de empresa.

2.1 Os setores de consumo cíclico e não cíclico: importância na economia brasileira

A Bolsa de valores do Brasil (Brasil, Bolsa, Balcão – B3), é constituída por 357 empresas brasileiras, divididas entre doze setores distintos, dentre estes encontram-se os setores objeto de análise do presente estudo: Consumo Cíclico e Não-Cíclico que representam respectivamente aproximadamente 23% e 7% do total das empresas brasileiras listadas na bolsa (BRASIL, BOLSA, BALCÃO, 2020).

Os setores analisados têm estreita relação com o consumo das famílias, e a variável consumo tem uma representação de aproximadamente 63% na composição do PIB, desde o ponto de vista da demanda (IBGE, 2020). O primeiro setor analisado, setor de consumo cíclico, de acordo com a B3 (2020), é responsável pela produção e comercialização de bens duráveis como por exemplo, automóveis e motocicletas; construção civil; hotéis e restaurantes; tecidos, vestuário e calçados; utilidades domésticas, entre outros.

Quadro 1 – Empresas do setor de consumo cíclico listadas na B3

| Empresa | Setor NAICS |
|----------------|--|
| Alpargatas | Indústria de calçados |
| Anima | Escola de ensino superior |
| Arezzo Co | Indústria de calçados |
| B2W Digital | Vendas por correio ou meio eletrônico |
| Bahema | Administração de empresas e empreendimentos |
| Bic Monark | Indústria de outros equipamentos de transporte |
| Bk Brasil | Restaurantes e outros lugares para comer |
| Cambuci | Indústria de calçados |
| Cea Modas | Loja de roupas |
| Cedro | Tecelagens |
| Centauro | Loja de artigos esportivos e instrumentos musicais |
| Cia Hering | Indústria de roupas de malha |
| Cogna ON | Escola de ensino superior |
| Const A Lind | Construção de edifícios residenciais |
| Coteminas | Indústria de roupas de tecido |
| Cr2 | Construção de edifícios residenciais |

| | |
|--------------|---|
| Cvc Brasil | Transporte turístico |
| Cyrela Realt | Construção de edifícios residenciais |
| Direcional | Construção de edifícios residenciais |
| Dohler | Indústria de roupas de tecido |
| Encorpar | Indústria de fios |
| Estrela | Outras outras indústrias |
| Even | Construção de edifícios residenciais |
| Eztec | Construção de edifícios residenciais |
| Gafisa | Construção de edifícios residenciais |
| Grazziotin | Loja de roupas |
| Grendene | Indústria de calçados |
| Grupo Soma | Comércio atacadista de roupas |
| Guararapes | Indústria de roupas de tecido |
| Helbor | Construção de edifícios residenciais |
| Hercules | Indústria de ferramentas de metal não motorizadas e cutelaria |
| Hoteis Othon | Hotel, motel ou similar |
| IGB S/A | Indústria de equipamentos de áudio e vídeo |
| Imc S/A | Loja de comida e bebida |
| Ind Cataguas | Tecelagens |
| Inter AS | Construção de edifícios residenciais |
| Iochp-Maxion | Indústria de autopeças |
| JHSF Part | Construção |
| Joao Fortes | Construção de edifícios residenciais |
| Karsten | Indústria de roupas de tecido |
| Le Lis Blanc | Tecelagens |
| Localiza | Locadora de automóveis |
| Locamerica | Locadora de automóveis |
| Lojas Americ | Loja de departamentos |
| Lojas Marisa | Loja de roupas |
| Lojas Renner | Loja de roupas |
| Maestroloc | Locadora de automóveis |
| Magaz Luiza | Loja de departamentos |
| Melhor SP | Indústria de produtos de papel e papelão |
| Metal Leve | Indústria de autopeças |
| Moura Dubeux | Construção de edifícios residenciais |
| Movida | Locadora de automóveis |
| MRV | Construção de edifícios residenciais |
| Mundial | Indústria de ferragens |
| PDG Realt | Construção de edifícios residenciais |
| Pettenati | Tecelagens |
| Plascar Part | Indústria de autopeças |
| Quero-Quero | Outras lojas de mercadorias variadas |
| Rni | Construção de edifícios residenciais |
| Rossi Resid | Construção de edifícios residenciais |
| Santanense | Tecelagens |

| | |
|--------------|---|
| Saraiva Livr | Editoras de jornais, revistas, livros e similares |
| Ser Educa | Escola de ensino superior |
| Smart Fit | Outras indústrias da recreação |
| Smiles | Outros serviços de apoio |
| Springs | Indústria de roupas de tecido |
| SPTuris | Outros serviços de apoio |
| Technos | Outras indústrias |
| Tecnisa | Construção de edifícios residenciais |
| Teka | Indústria de roupas de tecido |
| Tenda | Construção de edifícios residenciais |
| Tex Renaux | Tecelagens |
| Time For Fun | Apresentações artísticas |
| Trisul | Construção de edifícios residenciais |
| Unicasa | Indústria de móveis e afins |
| Unidas | Locadora de automóveis |
| Viavarejo | Loja de departamentos |
| Vivara S.A. | Loja de jóias, malas e artigos de couro |
| Viver | Construção de edifícios residenciais |
| Vulcabras | Indústria de calçados |
| Whirlpool | Indústria de eletrodomésticos |
| Yduqs Part | Escola de ensino superior |

Fonte: Economática (2020).

Já o setor de consumo não-cíclico, é responsável pela produção e comercialização de bens não duráveis (agropecuária; alimentos processados; comércio e distribuição de bebidas; produtos de uso pessoal e de limpeza) (B3, 2020).

Quadro 2 Empresas do setor de consumo não cíclico listadas na B3.

| Empresa | Setor NAICS |
|----------------|---|
| Ambev S/A | Indústria de bebidas |
| Biosev | Agricultura |
| Bombril | Indústria de artigos de limpeza |
| Brasilagro | Agricultura |
| BRF AS | Abatedouros |
| Camil | Outras indústrias de alimentos |
| Carrefour BR | Loja de departamentos |
| Ctc S.A. | Agricultura |
| Excelsior | Outras indústrias de alimentos |
| Grupo Natura | Comércio atacadista de bens não duráveis variados |
| J. Macedo S.A. | Alimentos e Bebidas |
| JBS | Abatedouros |
| Josapar | Moinho de grãos |

| | |
|--------------|--|
| M.Diasbranco | Outras indústrias de alimentos |
| Marfrig | Abatedouros |
| Minerva | Abatedouros |
| Minupar | Abatedouros |
| Mitre | Construção de edifícios residenciais |
| Oderich | Indústria de frutas e vegetais em conserva e comidas especiais |
| P.Acucar-Cbd | Loja de departamentos |
| Pomifrutas | Cultivo de frutas e nozes |
| Sao Martinho | Indústria de açúcar e produtos de confeitaria |
| SLC Agricola | Agricultura |
| Terra Santa | Outras outras indústrias |

Fonte: Economática (2020).

Esses setores da economia, são assim denominados devido a sua ligação direta com os ciclos da economia. Em conformidade, Pindyck e Rubinfeld (2009), em sua obra, apontam que teoricamente o setor mais vulnerável às variações da economia é o setor de consumo cíclico, pois, considerando que a demanda por bens duráveis flutuam em resposta às variações de renda de curto prazo, estas empresas são demasiadamente vulneráveis às mudanças macroeconômicas e, em particular, ao ciclo econômico, ou seja, em caso de recessões e expansões, sendo assim, é possível afirmar que esses bens possuem grande elasticidade-renda, isto é, efeito da renda sobre o consumo.

Isto posto, é possível concluir que o setor de consumo não-cíclico não sofre o efeito de elasticidade-renda, pois, mesmo que haja variações de renda da população, o consumo desse tipo de bens e serviços se mantém estável. Desta forma, este acaba por ser um setor pouco afetado pelas flutuações econômicas. Entretanto, o Brasil tem uma complexidade exportadora concentrada em produtos básicos, especificamente para o consumo, e, na última década, a exportação brasileira de produtos básicos (consumo não cíclico), representa aproximadamente 48% no total das exportações, e apresenta crescimento anual médio superior as exportações dos demais produtos (MDIC, 2020).

O termo “*Business cycles*”, “ciclos de negócios” ou “ciclos econômicos” segundo Long e Plosser (1983) refere-se ao conjunto de flutuações na atividade econômica de um país em uma ampla gama de variáveis macroeconômicas, como por exemplo produtos, empregos, preços, consumo e investimento. Em conformidade, Burns e Mitchell (1946) definem um ciclo como expansões que ocorrem, praticamente ao mesmo tempo, em diversas atividades econômicas, expansões essas que são seguidas por contrações, recessões e avivamentos semelhantes, e se fundem na fase de expansão do próximo ciclo. Essa sequência de mudanças é recorrente, mas

não periódico, ou seja, acontecem de maneira semelhante: prosperidade, que leva a crises, depois recessões e depressões, para se repetir no próximo ciclo (BURNS; MITCHELL, 1946).

Considerando o efeito dos ciclos econômicos nos setores analisados, é importante destacar alguns fatores que afetaram a econômica brasileira na última década. Quintero (2020) destaca a posição que o Brasil ocupa em âmbito nacional e internacional: o país se recupera de maneira gradativa de uma década marcada por turbulências políticas, econômicas e um período de acentuada recessão econômica, a contar da Crise *subprime*, em 2007, escândalos de corrupção, envolvendo altos escalões de poder político e empresas, investigações, prisões e condenações decorrentes da Operação Lava Jato, com início em 2014.

É importante destacar ainda a disputa presidencial acirrada no mesmo ano, o processo de impeachment presidencial, em 2016, fazendo com que ascendesse ao poder a corrente política da direita conservadora, nas eleições de 2018, após quase quinze anos de governo de partido de esquerda no Brasil, e profunda recessão econômica (QUINTEIRO, 2020). O autor afirma que notícias políticas e eventos dessa natureza trazem consigo incertezas políticas e econômicas, que têm reflexo sobre o mercado de capitais.

Outro fator que tem reflexo sobre a economia, conseqüentemente, sobre os setores objeto do estudo, é a valorização da moeda estrangeira. Como observado por Silva (2014), a Taxa de Câmbio é um fator de incerteza em se tratando do comércio internacional. Além disso, a literatura sugere que o movimento cambial pode afetar de diversas maneiras os resultados no nível da indústria. Sabendo que a volatilidade cambial, afeta a perspectiva de renda futura dos exportadores, conseqüentemente, pode afetar o volume negociado, gerando efeito negativo sobre o comércio exterior. Casagrande *et al.* (2019) destacam que o comportamento do fluxo de comércio exterior pode impactar de diversas maneiras as economias consideradas abertas, sendo suas dinâmicas utilizadas como base pelos mercados e pelos formuladores de políticas macroeconômicas.

Os autores Oreiro (2012) e Oreiro *et al.* (2013) observaram a importância da Taxa de Câmbio, seu nível e sua volatilidade para o crescimento econômico de um país a longo prazo, compreendido que o câmbio impacta diretamente na estrutura produtiva do país e é determinante nas decisões de investimento. Em consonância, autores como (AGUIRRE *et al.*, 2007; BITTENCOURT *et al.*, 2007; BAHMANI-OSKOOEE *et al.*, 2013); buscaram compreender o efeito da volatilidade do câmbio com as exportações, em âmbito nacional.

Essas variações econômicas constantes levam a inúmeras incertezas quanto ao desempenho da economia com base nos aumentos da inflação, redução do crescimento e a

elevação do desemprego, desta maneira, essas incertezas podem afetar as decisões de consumo das famílias (PANDINI; STUPP; FABRE, 2018).

Como uma economia emergente, é possível afirmar que o Brasil tem oscilações mais acentuadas se tratando de mercados financeiros e de variáveis associadas às políticas macroeconômicas, diferença essa que pode ser ilustrada, por exemplo, pela volatilidade do PIB, o qual é duas vezes mais volátil em países emergentes; pelo consumo, que normalmente é tratado como uma importante medida de bem-estar na macroeconomia, além de apresentar diferenças em relação às variáveis fiscais, pois o gasto do governo tende a ser anticíclico em economias avançadas, e em muitos países emergentes tal variável é comumente pró-cíclica, o que tende a reforçar a volatilidade dos agregados macroeconômicos (SOAVE, 2017).

Ante tal, sensível ao ciclo econômico, ao comportamento do mercado externo, bem como, a valorização da moeda estrangeira, o comportamento dos setores de consumo cíclico e não-cíclico tendem a refletir a situação econômica do país. O objetivo desta pesquisa é de analisar o efeito de fatores externos da economia dentro das empresas, por meio da sua Estrutura de Capital e Valor de Mercado.

2.2 Contexto teórico sobre a Estrutura de Capital e valor de empresas

ESTRUTURA DE CAPITAL

No tocante à Estrutura de Capital, é impossível não citar grandes nomes de influência sobre o tema, como Franco Modigliani e Merton H. Miller, que em seu estudo *“The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”* publicado no ano de 1958, buscaram desenvolver uma teoria que explicasse de maneira adequada a influência da Estrutura de Capital sobre seu custo de capital e, conseqüentemente, sobre o valor de empresa. Porém, vale ressaltar que, antes disso, tradicionalistas como David Durand, em 1952, através de seu estudo *“Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement”*, fez considerações importantes acerca do tema, defendendo que, para cada empresa, existe uma Estrutura de Capital "ótima" contendo o montante da dívida suficiente para maximizar o valor total da empresa.

A Estrutura de Capital pode se entender como a proporção em que são utilizados capital próprio e capital de terceiros, como meio de financiar suas atividades. Esta, portanto, é uma vertente de pesquisa de elevado interesse devido às controvérsias envolvidas na fixação da composição das fontes de financiamento das empresas (ALBUQUERQUE, 2013).

Segundo Albuquerque (2013), existem basicamente duas grandes correntes teóricas acerca da Estrutura de Capital: tradicionalista, por Durand (1952), que defende a existência de uma Estrutura de Capital “ótima” como já mencionada acima; e Modigliani e Miller, os quais acreditam que a composição do capital de uma empresa não maximiza no Valor de Mercado, independente da proporcionalidade de capital próprio ou de terceiros nessa composição.

Modigliani e Miller, em seu estudo do ano de 1958, partindo da falta de uma teoria adequada do efeito das estruturas financeiras sobre avaliações de mercado e de como esses efeitos podem ser inferidos dados objetivos de mercado, buscou o desenvolvimento desta e de suas implicações para o problema do custo de capital. Os autores buscaram lidar com os problemas relacionados ao custo de capital, formulando uma teoria e dizendo como ela pode ser usada para responder à esta questão.

Para nortear seu estudo, Modigliani e Miller (1958), elaboraram três proposições principais que norteiam o estudo da Estrutura de Capital das empresas e são, ainda hoje, amplamente referenciadas, tomando por base alguns pressupostos básicos: ações de diferentes firmas são homogêneas; retorno esperado é o mesmo para todas as ações de qualquer classe; taxas de juros da dívida livres de risco; inexistência de tributos corporativos e pessoais; existência de um mercado perfeito, sem taxas e sem assimetria informacional sobre o mercado envolvido para todas as partes envolvidas.

A **Proposição I** assume que o Valor de Mercado de cada empresa é independente de sua Estrutura de Capital e o custo médio para qualquer empresa é completamente indiferente da sua Estrutura de Capital, sendo igual à taxa de capitalização de capital próprio, ou seja, é uma constante para todas as firmas, independente de sua Estrutura de Capital; a **Proposição II**, que é derivada da proposição I, defende que a taxa de retorno esperado é igual a taxa de capitalização do capital próprio somada ao prêmio pelo risco (MODIGLIANI; MILLER, 1958). As duas primeiras proposições de Modigliani e Miller indicam que mais dívida na composição do capital não afeta o custo do capital e nem o Valor de Mercado da empresa, pois o benefício adquirido pela dívida é compensado por mais risco e aumento do custo do capital próprio da empresa.

As proposições I e II estavam, até então, em desacordo às doutrinas no campo de finanças da época. As doutrinas da época sugeriam que o valor de empresa não é independente da sua estrutura financeira, que o financiamento por dívida seria “mais barato” que através de emissão de ações se não passasse dos limites, e apontavam a existência de uma Estrutura de Capital ideal ou meta, como sugeria Durand (1952).

Assim, por meio das Proposições I e II, os autores elaboraram os fundamentos da teoria proposta, que lidaria com o problema do custo de capital, o qual estava, e ainda hoje está, longe de ser um problema descartado. Complementarmente aos objetivos do trabalho, elaboraram a **Proposição III**, onde independentemente do financiamento utilizado, o custo marginal de capital para uma empresa é igual ao custo médio de capital, que no que lhe concerne é igual à taxa de capitalização de um fluxo desalavancado na classe para a qual a empresa pertence.

Os autores continuaram os estudos acerca do tema e, no ano de 1963, publicaram o estudo “*Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*” que teve como objetivo corrigir seu artigo original em alguns pontos que foram muito questionados e criticados. Modigliani e Miller (1963) reconheceram o equívoco cometido em seu artigo original, onde defendiam que a inclusão dos impostos em suas análises era irrelevante e, buscando corrigir esta afirmação, argumentam neste que a taxa tributária e o grau de alavancagem da empresa devem ser considerados, sugerindo, portanto, que as vantagens fiscais do financiamento por dívida são um pouco maiores do que o originalmente exposto.

Desta forma, com o efeito da taxa tributária, o uso de dívidas poderia ser positivo para a empresa, reduzindo seu custo de capital e aumentando seu valor. Sendo assim, a alavancagem financeira passa a ser relevante, já que se julga que o uso do capital de terceiros traz um benefício fiscal para empresa, considerando a dedutibilidade do seu custo da base tributária, o que já não ocorre com o capital próprio. Porém, vale ressaltar que os autores deixam claramente exposto em suas conclusões que, apesar das vantagens fiscais serem benéficas para a empresa, não devem ser motivo para que tomem o máximo de endividamento possível.

Resumidamente, se o pagamento de juros decorrentes da dívida se torna uma despesa dedutível para a empresa, emitir dívidas pode se tornar interessante, já que a empresa diminui sua despesa com um aumento da dívida, aumentando assim a riqueza do acionista. Enquanto que a emissão de ações não afeta a taxa tributária, podendo concluir que a Estrutura de Capital ideal da empresa consiste em emitir o quanto de dívida possível (MODIGLIANI; MILLER, 1963).

Desde o trabalho seminal de Modigliani e Miller (1958) e suas correções a posteriori (1963), a literatura em finanças, sobre Estrutura de Capital, explorou diversas teorias. Inicialmente, o Modelo de Modigliani e Miller (1958) estabelecia que em um mercado perfeito, sem assimetria informacional e desconsiderando a incidência de impostos, de custos de transação e falência, o valor de uma empresa no mercado dependia da capitalização do retorno esperado da empresa em um custo desalavancado de patrimônio e o Valor de Mercado da empresa não varia em relação a Estrutura de Capital, nem ao custo de capital.

À posteriori, em 1963, os autores buscaram, então, fazer algumas correções, em relação à questão da irrelevância dos impostos na estrutura de capital. Propõe-se que o Valor de Mercado de uma empresa alavancada seria maior do que o de outra do mesmo grupo de risco, mas que seja financiada, totalmente, por recursos próprios, somado o benefício fiscal da dívida e igual ao produto da alíquota do imposto de renda corporativo e do valor da dívida.

Diversas posições de estudiosos, em meados das décadas de 1950 a 1970, indicam que o valor da empresa pode ser aumentado pelo uso da dívida, já que tais pagamentos de juros podem ser deduzidos do lucro tributável das empresas. Todavia, verifica-se que os acionistas para terem mais destes ganhos incorrem em crescentes riscos de falência e custos diretos e indiretos ligados a esta. Sob esse ponto de vista, Stewart C. Myers em 1977, apontou que esse equilíbrio de custos de falência, em relação aos ganhos fiscais, dá origem a uma estrutura ótima de capital, procurando explicar porque as economias fiscais geradas por dívida não levavam as empresas a tomar o máximo de empréstimos possíveis.

Seguindo esta linha de raciocínio, Miller (1977) trouxe à tona que o fracasso de fechar esta lacuna não pode ser convincentemente atribuído aos custos de falência ou agência do financiamento por dívida, assumindo, portanto, que as vantagens fiscais do financiamento por dívida devem ser substancialmente menores do que sugeriram, pois, a despesa de impostos pessoais compensa o benefício que os acionistas obtêm. Corroborada à posteriori, por DeAngelo e Masulis (1980), que alegam que benefício fiscal da dívida acaba sendo anulado quando a taxa de imposto pessoal sobre os juros for maior que a taxa pessoal sobre renda patrimonial na forma de financiamento de capital.

Modigliani e Miller (1963) propõem a estrutura da “*trade-off*” que envolvia imposto de renda corporativo. Tal estrutura pressupõe que as escolhas de financiamento das empresas, sejam para equilibrar o benefício do financiamento por dívida e os custos das dificuldades financeiras. Kraus e Litzenberger (1973), à posteriori, em seu estudo, exploram também que as questões relacionadas às dificuldades financeiras e aos custos de falência são relevantes, quando considerado os benefícios da dedutibilidade tributária sobre a dívida, fornecendo, também, uma visão estática da Estrutura de Capital, *i.e.*, onde as entidade estabelecem uma Estrutura de Capital meta ou ideal, e procuram atingir Esse alvo. O modelo teórico de *trade-off* também foi variado, desde modelos estáticos a versões dinâmicas, que consideram o investimento da empresa exógeno, mas acrescentam os custos de reequilíbrio da Estrutura de Capital (KRAUS; LITZENBERGER 1973).

Outra teoria que teve muito efeito sobre os estudos acerca da Estrutura de Capital das empresas foi a teoria da agência. De acordo com Jensen e Meckling (1976), o pressuposto dessa

teoria seria que os interesses do principal e agentes divergem. Esta teoria considera as relações contratuais entre as partes que a compõem uma empresa, principal e agentes dentro dos negócios, onde cada um busca maximizar seus próprios interesses, pressupondo, então, que a Estrutura de Capital é determinada de acordo com os custos de agência.

Jensen e Meckling (1976) apontam que uma Estrutura de Capital ideal, do ponto de vista da agência, só será alcançada quando pudermos equilibrar a utilidade das partes envolvidas, *i.e.*, se houver a possibilidade de aumentar a utilidade de uma das partes sem diminuir a da outra parte. Os autores identificaram dois tipos de conflitos de agência, o primeiro na relação entre acionistas e gerentes onde envolvem custos de agência, e o segundo se tratando da interação entre acionistas e credores, que também podem incorrer em custos de agência.

Seguindo essa linha de conflito entre partes integrantes do negócio, tem-se a teoria da sinalização, que trata da assimetria informacional entre gerentes e investidores. Ross (1977) aponta em seu estudo que, os gerentes são detentores de informações privilegiadas, ou seja, detêm informações melhores sobre a empresa objeto do negócio que os investidores. Desta forma, a Estrutura de Capital das empresas poderia ser usada como um sinal de desempenho da entidade, melhor dizendo, segundo essa teoria, pressupõe-se que empresas, as quais tenham um bom desempenho, utilizam-se mais de alavancagem do que empresas com desempenho inferior, pois o risco de falência destas é menor.

Ainda tratando-se do problema de assimetria informacional, Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), em contraste com as demais teorias, com a teoria "*Pecking Order*" sugerem que a preferência de financiamento das entidades se daria por meio do capital próprio, colocando o financiamento por dívida em segundo plano. Como mostram Myers e Majluf (1984), se existe assimetria informacional e os investidores tem menos informações que os gerentes das firmas, o mercado ficará responsável por estabelecer equidade, através da precificação. Para que não haja distorções do mercado nesse sentido, a empresa só emitiria capital como último recurso.

Em meio a tantas discussões e discordâncias, Myers (1984; 2001), a respeito disso, afirma que não há uma teoria universal sobre a escolha entre dívidas e ações, pois não existe uma corrente única que defina a escolha da Estrutura de Capital das empresas.

Como mais recente teoria relacionada à Estrutura de Capital, destaca-se a teoria do timing do mercado, que surgiu após o estudo de Baker e Wurgler no ano de 2002. Baker e Wurgler (2002) destacaram, em relação à Estrutura de Capital, que a mesma é resultante de diversas tentativas passadas de cronometrar o mercado de ações. Os autores propuseram um modelo, onde as empresas têm maiores possibilidades de conseguir a captação de recursos por meio do patrimônio, em um cenário no qual é percebido que o valor da ação está

supervalorizado e, alternativamente, quando for percebido que o valor da ação está subvalorizado, adotam um programa de recompra.

No decorrer dos anos, é possível notar que diversos estudiosos buscaram produzir evidências empíricas norteados pelas teorias expostas, que se propunham a explicar a escolha da Estrutura de Capital. Em conformidade, buscaram evidências empíricas, que refutassem ou corroborassem as teorias existentes, tomando por base os pressupostos a cerca da teoria *trade-off*, em seu modelo estático (e.g. GAUD *et al.*, 2005; ZHANG; KANAZAKI, 2007) *trade-off* em seus modelos dinâmicos (e.g. STREBULAEV, 2007; BHAMRA *et al.*, 2010; FAULKENDER *et al.*, 2012) teoria da agência (e.g. HACKBARTH, 2008; WANG, 2010; WANG, 2011; MORELLEC *et al.*, 2012; CHANG *et al.*, 2014) teoria da sinalização (e.g. DEESOMSAK *et al.*, 2004; MIGLO, 2007; HENNESSY *et al.* 2010; HOMMEI, 2011) teoria *pecking order* (e.g. BOOTH *et al.*, 2001; AYBAR-ARIAS *et al.*, 2003; TONG; GREEN, 2005) teoria do *timing* do mercado (e.g. HOVAKIMIAN *et al.*, 2004; KAYHAN; TITMAN, 2007; MAHAJAN; TARTAROGLU, 2008; BRENDIA, 2012; ASIF *et al.*, 2018).

Foram abordados, até o presente momento, alguns dos principais conceitos teóricos ligados à Estrutura de Capital, com o objetivo de elucidar a visão do leitor a respeito do tema a ser tratado subsequentemente. Conforme destaca Hu (2019), as teorias, apesar de não terem o poder de prescrever as necessidades específicas dos pesquisadores, servem como um ponto de partida para explorar diferentes possibilidades do estudo, a partir de diversas perspectivas. Em resposta a diversas discussões e discordâncias acerca do tema, diversas linhas de pesquisa, com diferentes objetivos, buscaram identificar os determinantes da escolha da sua Estrutura de Capital.

VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS

Autores clássicos de finanças, sempre consideraram que a administração da empresa tem como principal objetivo criar valor aos seus acionistas (FREZATTI, 1998; ASSAF NETO, 2014). De acordo com Assaf Neto (2014), a empresa consegue agregar valor, a contar do momento em que seu resultado consegue superar o custo do capital, *i.e.*, por meio de decisões relacionadas ao financiamento, a entidade busca minimizar o custo de capital da empresa (WACC) e maximizar Valor de Mercado. Desta forma, as teorias relacionadas a Estrutura de Capital procuram identificar a possibilidade de uma composição ótima de financiamento.

De acordo com Shah e Khalidi (2020) as decisões de financiamento de uma entidade, tomam por base o Valor de Mercado das empresas; desta forma, todas as empresas buscam fazer escolhas de investimento e financiamento que maximizem o valor da empresa.

Compreendendo a importância da temática relacionada ao valor de empresa, é necessário destacar que existem diversos propósitos para a avaliação de empresas visando identificar o valor justo ou intrínseco da entidade, contudo, geralmente não se tem posse de todas as informações necessárias para tal e nem existe um instrumento de avaliação perfeito (PAREDES; OLIVEIRA, 2017).

Meirelles e Lopes (2016) elencam como principais métodos de valor: o Método do Valor Contábil, Método dos Múltiplos, Método EVA (*Economic Value Added* – Valor Econômico Agregado), e o Método do Fluxo de Caixa Descontado - FCD. Tendo em vista que, cada modelo utilizado para calcular o valor de uma empresa tem um propósito específico que depende do objetivo de cada transação, nenhuma metodologia deve ser tratada como única (PÓVOA, 2007).

Em contrapartida, Paredes e Oliveira (2017) elencaram como principais métodos de avaliação em sua perspectiva: i) Análise do Valor Patrimonial; ii) Fluxo de Caixa Descontado (FCD) – Modigliani e Miller (1958); iii) o Modelo de Valor Presente dos Fluxos de Caixa Livres (FCF); iv) o Método de Desconto dos Dividendos Esperados (PVED); v) Avaliação do Lucro Residual (RIV), e; vi) o Modelo de Crescimento Anormal dos Lucros (AEG) - Ohlson e Lopes (2007).

A partir do modelo de avaliação dos lucros residuais oriundo da Teoria Dos Dividendos, derivou-se o modelo Ohlson (1995) que é um método baseado em números contábeis e em outras informações não contábeis. Os autores Girão, Martins e Paulo (2014), afirmam que o principal diferencial do método é a abertura de novas perspectivas que podem melhorar a predição e a explicação dos retornos das ações. Deste modo, o modelo resgata a importância da informação contábil e não contábil para a estimação do valor da empresa (SCHUCH, 2013).

Em países emergentes como o Brasil, o procedimento de avaliação tem um maior grau de dificuldade, devido a variáveis externas da economia que podem interferir no processo de valoração. Cunha, Martins e Assaf Neto (2014) explicam que o Brasil deve levar em conta algumas variáveis como as incertezas da economia, a volatilidade das taxas de juros e a interferência governamental.

Tavares *et al.* (2018) buscaram identificar em sua pesquisa, através da correlação de *Sperman* e regressões com dados em painel desbalanceados, indicadores que pudessem explicar o Valor de Mercado das empresas. Os autores investigaram a relação entre indicadores financeiros de desempenho e de estrutura do capital e Valor de Mercado das empresas, encontrando evidências empíricas, da influência significativa das variáveis propostas no Valor de Mercado.

Malta e Camargos (2016) em um estudo nas empresas não financeiras listadas na B3, encontraram relações significativas do Valor de Mercado das empresas com indicadores financeiros (ROE, ROI), em uma análise de dados em painel, com corte temporal de 2007 a 2014.

Em conformidade, vários estudos buscaram identificar quais os principais determinantes do Valor de Mercado (VM) das empresas (CUNHA; MARTINS; ASSAF NETO, 2014; SCHNORRENBARGER *et al.* 2015). Considerando fatores exógenos, o trabalho de Paredes e Oliveira (2017) constatou que as variáveis SELIC (Taxa de Juros), Taxa de Câmbio, IPCA, Risco e Crise demonstraram ser influenciadoras do processo de valoração.

Também, outros estudos buscaram estabelecer relações entre indicadores políticos e econômicos, como: corrupção (*e.g.* AMARAL; SANTOS, 2017; ARAÚJO *et al.* 2018; VILELA *et al.* 2018); indicadores econômicos; como inflação e Taxa de Juros (*e.g.* PAREDES; OLIVEIRA, 2017; SILVA; FREITAS, 2017); PIB Per capita, Selic, IPCA e Taxa de Câmbio (*e.g.* CARVALHO *et al.*, 2013).

O processo de criação de valor de uma empresa, ocorre quando as decisões da organização são entendidas como adequadas pelo mercado (ASSAF NETO, 2014). Desta forma, valorizando as ações no mercado, *i.e.*, atendendo aos interesses do acionista, que é de obter retornos sobre os seus investimentos.

Meurer (2020) indica que a variação no preço das ações está ligada diretamente ao Valor de Mercado das empresas. Sob essa ótica, é possível destacar também que as variáveis macroeconômicas possuem relação no retorno das ações em países da América Latina (SOUSA *et al.*, 2018).

Desta forma, após a exposição do arcabouço teórico referente a temática, o presente estudo busca relacionar diferentes variáveis no processo de mensuração de valor de empresas listadas na bolsa de valores brasileira. Fazendo uma análise em relação as variáveis macroeconômicas (Ibovespa, PIB, Taxa de Juros e Taxa de Câmbio) e as variáveis de desempenho econômico/social (Liberdade Econômica e Liberdade Monetária).

2.2.1 Determinantes da Estrutura de Capital e valor de empresa

Desde o clássico trabalho de Modigliani e Miller (1958) a pesquisa acerca do tema Estrutura de Capital passou a ter forte impulso, tornando-se um dos temas mais pesquisados na literatura sobre finanças, dada sua importância e relevância em relação ao valor de empresa se fez necessário identificar fatores determinantes na composição da Estrutura de Capital, norteadas por pressupostos das teorias discutidas na seção anterior.

Porém vale ressaltar, como afirmam Frank e Goyal (2009), que ligar o estudo a uma teoria específica, pode limitar a pesquisa, limitando o horizonte da verificação dos fatores determinantes da estrutura de capital.

Estudos como de Albanez; Valle; Corrar (2012), buscaram analisar se a presença de fatores institucionais brasileiros tem efeito na determinação da assimetria informacional sobre a Estrutura de Capital, para tanto, a luz da teoria *Pecking Order*, analisaram empresas dos setores industriais da Bovespa do ano de 1997 a 2007. Os autores, como principais evidências em seus achados encontraram que as variáveis: tamanho da empresa, tangibilidade, rentabilidade e risco são importantes determinantes da Estrutura de Capital das empresas analisadas, como também, a participação de linhas diferenciadas no endividamento destas.

Chipeta; Deressa (2016) e Bahsh; Alattar; Yusuf (2018), buscaram examinar os efeitos dos fatores específicos da empresa e do país em que operam, como determinantes na dinâmica da Estrutura de Capital em economias subdesenvolvidas e em desenvolvimento respectivamente. Em conformidade, Hoque; Pour (2018), pesquisaram os determinantes da Estrutura de Capital e das fontes de financiamento no setor bancário de 57 países do ano de 1998 a 2016, para tanto, utilizaram as variáveis *market-to-book*, tamanho, risco e lucratividade.

É possível verificar, na literatura existente sobre o tema, que muito se buscou relacionar variáveis específicas de cada empresa que podem ser consideradas como determinante da Estrutura de Capital, como a lucratividade (*e.g.* ABOR, 2005; STREBULAEV, 2007; GUNGORAYDINOGLU; OZTEKIN, 2011; CHIPETA; DERESSA, 2016; HOQUE; POUR, 2018), rentabilidade (*e.g.* PSILLAKI; DASKALAKIS, 2009; ALBANEZ; VALLE; CORRAR, 2012; CHIPETA; DERESSA, 2016; BAHSH; ALATTAR; YUSUF, 2018) liquidez (*e.g.* GUNGORAYDINOGLU; OZTEKIN, 2011), tangibilidade dos ativos (*e.g.* BOOTH, 2001; GUNGORAYDINOGLU; OZTEKIN, 2011; ALBANEZ; VALLE; CORRAR, 2012), tamanho da empresa (*e.g.* ABOR, 2005; STREBULAEV, 2007; PSILLAKI; DASKALAKIS, 2009; GUNGORAYDINOGLU; OZTEKIN, 2011; ALBANEZ; VALLE; CORRAR, 2012; HOQUE; POUR, 2018; BAHSH; ALATTAR; YUSUF, 2018), entre outros fatores testados em diversos países desenvolvidos e em desenvolvimento.

É possível a verificação de um consenso em relação a alguns determinantes, como citados acima. Em conformidade, Shahzad *et al.* (2020) em uma pesquisa que inclui 368 empresas paquistanesas de 19 setores não financeiros no período de 2004 a 2017, encontraram relação da variável tamanho da empresa com alavancagem financeira, corroborando com a teoria *Pecking Order*.

Desta maneira, Cardoso e Pinheiro (2020) concluíram que a variável tamanho da empresa, ou seja, fator intrínseco da entidade, tem maior poder explicativo do que as variáveis macroeconômicas por exemplo, ou seja, é uma variável deveras importante ao se analisar Estrutura de Capital.

Diversos estudos salientam a importância da variável tamanho da empresa, para mensurar a composição da Estrutura de Capital (HANDOO, 2014; HUSSAIN; MIRAS, 2015; EKSTROOM; KANAPORYTE, 2015), visto que, conforme a teoria trade-off as grandes empresas têm uma maior capacidade de endividamento. Sendo assim, é necessário entender a particularidade de cada empresa em relação ao tamanho, visto que não possuem as mesmas condições.

Portanto, com base no referencial exposto, verifica-se avanços no que refere a teorias que expliquem da melhor maneira possível a escolha da Estrutura de Capital das empresas, e que diversas variáveis específicas das empresas exercem influência na mesma.

A Estrutura de Capital das empresas é um tema de grande interesse de pesquisadores na teoria financeira ainda, como há sessenta anos. Em conformidade, ainda hoje são realizados diversos estudos sobre os determinantes da Estrutura de Capital em diversos países, contextos políticos, sociais e econômicos diferentes, bem como setores diversificados.

Nesse sentido, a pesquisa se posiciona a construção de novas evidências empíricas acerca de fatores que podem impactar a Estrutura de Capital e o valor de uma empresa, buscando medir o efeito de condições macroeconômicas e, além disso, utilizando indicadores relevantes a nível global, como indicador de Liberdade Econômica, considerando que estes impactam o ambiente de negócios e investimentos brasileiro. De forma a realizar uma análise mais confiável e consistente, introduziu-se a variável Tamanho da Empresa que é considerada pela literatura um determinante para a Estrutura de Capital, sendo assim, formulou-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: Existe relação positiva entre o Tamanho da empresa e a Estrutura de Capital e Valor de Mercado das empresas dos setores de consumo cíclico e não-cíclico listadas na B3?

2.2.2 A relação entre a Estrutura de Capital e valor de empresa com as condições macroeconômicas

Variáveis macroeconômicas tem o poder de alterar o custo médio do capital de uma entidade, devido a sua relação direta com o fator risco (CHEN, 2010). Visto que, o efeito de oscilações de indicadores econômicos no acesso ao crédito ainda é um tema controverso (CARDOSO; PINHEIRO, 2020).

As variáveis macroeconômicas, tais como inflação, Taxa de Câmbio e juros, assim como, o PIB são importantes para verificar os aspectos de uma economia (VASCONCELLOS, 2011). Em complemento, ao considerar as perspectivas dos índices macroeconômicos, as empresas tomam decisões quanto à expansão ou não de investimentos diante do horizonte de aumento dos lucros (BLANCHARD, 2011).

De acordo com Mokhova e Zinecker (2014), os gestores tomam suas decisões financeiras de acordo com a fonte de financiamento e a influência dos fatores macroeconômicos, desta forma, é possível afirmar que os determinantes externos da Estrutura de Capital desempenham um grande papel no processo de tomada de decisão financeira.

A literatura aponta que o crescimento econômico influencia nas decisões acerca da Estrutura de Capital. Autores como, Booth *et al.* (2001) e Lemma e Negash (2013), apoiam o uso do PIB para o estudo do efeito do crescimento econômico sob a Estrutura de Capital, e conseqüentemente sobre o valor de empresa. Da mesma maneira, diversos estudiosos buscaram relacionar Produto Interno Bruto com a Estrutura de Capital das empresas (BOKPIN, 2009; CHADEGANI *et al.*, 2011; LIMA, 2012; DROBTZ *et al.*, 2013; MUTHAMA *et al.*, 2013; RIAZ *et al.*, 2014).

Em conformidade, a relação do PIB com a Estrutura de Capital foi estudada também por Bokpin (2009), que em seu estudo teve resultados que indicaram que o PIB per capita exercem efeito sob as escolhas da Estrutura de Capital. Os autores Baltaci e Ayaydin (2014) encontraram em seu estudo, efeito positivo entre Estrutura de Capital e a variável macroeconômica PIB, em análise no setor bancário dos anos de 2002 a 2012.

Silva, Pereira e Lima (2020), em seu estudo buscou verificar a influência das variáveis contábeis, macroeconômicas e *dummy* no Valor de Mercado de 269 empresas listadas na B3, no período de 2008 a 2014, através do modelo de Ohlson (1995), encontraram evidências empíricas de que o PIB em períodos de crise sinalizou que um fraco desempenho da atividade econômica, tende a impactar de forma a reduzir o Valor de Mercado das empresas da B3.

Na mesma linha, Bernardelli e Bernardelli (2016) considerando que o PIB é a soma da produção de bens e serviços nacionais, um aumento da atividade econômica do país aumenta demanda das empresas de capital aberta, fazendo com que o Valor de Mercado delas aumente. Em consonância, o PIB teve um efeito positivo na formação do Valor de Mercado das empresas do setor siderúrgico no estudo de Paredes e Oliveira (2017).

Isto posto, diversos autores apresentaram evidências empíricas da relação positiva entre o PIB e a Estrutura de Capital, e conseqüentemente sobre o valor de empresa (HANOUSEKE; SHAMSHUR, 2011; CARVALHO *et al.*, 2013; TEMIMI *et al.* 2016). Partindo do princípio

em que o crescimento do PIB tem relação direta com o crescimento das empresas de um país, Belkhir *et al.* (2016) em meio a seus achados, encontrou evidências de que as empresas localizadas em países com maior crescimento econômico operam com mais alavancagem financeira.

Contudo, alguns estudos como de Terra (2007); Bastos, Nakamura e Basso (2009); Kayo e Kimura (2011); Bernardo, Albanez e Securato (2018), inferiram em suas análises que variáveis, como o crescimento do PIB, têm relação negativa significativa com a Estrutura de Capital das empresas, buscaram justificar tais achados, de maneira que em épocas de crescimento econômico, é possível uma maior geração de recursos internamente, não havendo a necessidade de buscar outras fontes de financiamento para suas atividades, o que corrobora com a teoria *Pecking Order*.

Existem também, evidências que a Estrutura de Capital é influenciada pela inflação, podendo ser explicada, principalmente, durante os períodos de estabilização e estabilidade, quando a Taxa de Câmbio não apresenta variações significativas e a Estrutura de Capital segue a variação da inflação (LIMA *et al.*, 2011).

Considerando a importância de políticas monetárias, na estabilização da moeda doméstica em relação a moedas internacionais, e seu efeito sob os negócios locais. Bokpin (2009), destaca a importância do estudo do efeito da volatilidade da Taxa de Câmbio na Estrutura de Capital. Lima *et al.* (2011), observou também que a Taxa de Câmbio exerce efeito sobre a dinâmica da Estrutura de Capital, principalmente durante os períodos de instabilidade do câmbio.

Apanisile, Olayiwola (2019) através do método GMM (Método Generalizado de Momentos) encontraram resultados que indicam uma relação positiva entre a inflação, Taxa de Câmbio e a alavancagem financeira das empresas cotadas na Nigéria. Corroborando com Usman e Olayiwola (2019) que examinou os efeitos macroeconômicos sobre a Estrutura de Capital no setor de manufatura nigeriano de 2008 a 2017, encontrando relação significativa da Taxa de Câmbio e inflação com a alavancagem financeira.

Esmailpoor, Sarkhosh-Sara, Rahimpour (2019) em um estudo sobre as empresas na bolsa de valores de Teerã entre 2008 e 2015, através da abordagem de dados em painel, encontraram relação entre Taxa de Juros e Taxa de Câmbio com a Estrutura de Capital. Sob essa ótica, é importante salientar também que em relação ao dólar americano, o real foi uma das moedas de países emergentes que mais perdeu valor, despertando um sentimento de piora na economia.

A desvalorização da moeda local em relação à moeda estrangeira, torna o endividamento estrangeiro mais oneroso, o que induz uma clara relação negativa entre a Taxa de Câmbio e a Estrutura de Capital, visto que quando a primeira diminui a segunda tende a se elevar segundo a perspectiva da teoria *Pecking Order*, sendo assim, os achados de Paredes e Oliveira (2017); Fonseca *et al.* (2018); Cardoso e Pinheiro (2020) e Silva, Pereira de Lima (2020) corroboram com tais pressupostos.

Destacando-se a influência da Taxa de Câmbio sob as exportações e a complexidade exportadora brasileira, a valorização da moeda estrangeira em relação a moeda doméstica impacta diretamente esse tipo de negócio, além disso, é importante considerar a dependência de grande parte da amostra do estudo -varejo – em relação ao mercado externo, o que pode ocasionar em prejuízos a essas empresas, *i.e.*, aos negócios nacionais.

O processo de criação de valor de uma empresa, ocorre quando as decisões da organização são entendidas como adequadas pelo mercado (ASSAF NETO, 2014). Desta forma, valorizando as ações no mercado, *i.e.*, atendendo aos interesses do acionista, que é de obter retornos sobre os seus investimentos. Khanna, Srivastava e Medury (2015) através de seu estudo, buscaram compreender os efeitos das condições macroeconômicas sobre a Estrutura de Capital a luz da teoria do *timing do mercado*, em uma economia emergente (Índia), do ano de 1992 a 2013, buscaram analisar a variável PIB, índice de preços no atacado como *proxy* da inflação (WPI) e o indicador do mercado de ações da Bolsa de Valores de Bombaim (BSE).

Os autores destacam a importância de se analisar o indicador do mercado de ações como um agregado macroeconômico, visto que o mercado de ações, pode revelar informações acerca das empresas listadas de modo que afete sua escolha de financiamento e conseqüentemente seu Valor de Mercado. É possível apontar na literatura, outros autores que procuraram relacionar o indicador do mercado de ações as decisões sobre a Estrutura de Capital e conseqüentemente ao valor de empresa (*e.g.* BOOTH *et al.*, 2001; GAJUREL, 2006; MAHMUD *et al.*, 2009; BOUGATEF; CHICHTI, 2010).

É possível salientar, também, a importância do desenvolvimento do mercado de ações, como um agregado macroeconômico, em relação à Estrutura de Capital das empresas listadas. Kayo e Kimura (2011), alegam que o desenvolvimento do mercado de ações, tem potencial para ocasionar em um nível de alavancagem mais baixo em um país, isso acontece, devido a uma maior oferta de fundos, fazendo com que, conseqüentemente, o custo do patrimônio diminua, o que já não acontece com o mercado de dívidas por exemplo.

Neste contexto, Cardoso e Pinheiro (2020) em uma análise do setor de consumo não cíclico, concluíram que o retorno do Ibovespa apresentou coeficientes positivos em relação a

Estrutura de Capital das empresas. Ao contrário dos achados em relação ao subsetores de consumo cíclico, que apresentaram intensidade negativa da relação entre retorno do Ibovespa e Estrutura de Capital. Em conformidade, Shahzad *et al.* (2020) encontraram relação positiva entre o desenvolvimento do mercado de ações com a Estrutura de Capital, em consonância, outros autores buscaram mensurar essa relação (SETT; SARKHEL, 2010; DINCERGOK; YALCINER, 2011; REHMAN, 2016).

Em consenso, Mokhova e Zinecker (2014) admitem que uma alta taxa de inflação afeta negativamente tanto o mercado de ações quanto o mercado de dívidas, sendo assim, gerando retornos mais altos tanto sobre capital próprio, quanto de terceiros, o que afeta adversamente o custo de capital.

Se tratando de política monetária, alguns autores buscaram estudar também, a relação da Taxa de Juros com a Estrutura de Capital e Valor de Mercado das empresas, visto sua importância econômica. Rehman (2016) em um estudo sobre as decisões da Estrutura de Capital, utilizou-se dos dados de 154 empresas têxteis listada no Paquistão entre 2004 e 2013, encontrando relação entre a variável Taxa de Juros, com a alavancagem financeira das empresas.

Em conformidade, Schuh *et al.* (2017) encontrou relação negativa do endividamento de longo prazo e a utilização de capital de terceiros com a Taxa de Juros, sugerindo que um aumento desta sugere uma diminuição do endividamento. Os autores Martins e Terra (2014) também encontraram relação entre a Taxa de Juros e a inflação na alavancagem financeira das empresas.

Em contrapartida, estudos como o de Silva, Pereira de Lima (2020) encontraram resultados que apontam uma relação positiva entre a Taxa de Juros e o valor das companhias, ou seja, uma elevação dos juros poderia impactar positivamente um aumento das companhias. Entretanto, diversos estudos encontraram influência negativa da taxa Selic com o preço dos empreendimentos (SILVA; CORONEL, 2012; CARVALHO *et al.*, 2013; PAREDES; OLIVEIRA, 2017).

Considerando a relação do Valor de Mercado com o preço das ações, é possível inferir que a Taxa de Juros afeta de maneira significativa o Valor de Mercado das empresas, visto que, altas taxas de juros tendem a reduzir o preço das ações o que faz com que o Valor de Mercado também diminua, uma vez que as condições do mercado se manifestam no preço das ações.

Finalmente, Hu (2019) aponta que diversos estudos enfatizam que fatores macroeconômicos ou institucionais do país, e até mesmo diferenças culturais podem ter uma influência marcante na Estrutura de Capital. A partir destes contextos de relação entre diversas

variáveis externas com a escolha de Estrutura de Capital, surge uma inquietação quanto ao cenário econômico brasileiro, sabendo-se que as incertezas afetam diretamente o ambiente de negócios e investimentos e, conseqüentemente, a Estrutura de Capital e o valor de empresa das entidades.

Neste sentido, é possível formular as seguintes hipóteses de pesquisa, com base nas variáveis macroeconômicas – PIB, Taxa de Câmbio, indicador do mercado de ações (Ibovespa) e Taxa de Juros (Selic):

H2: Existe relação entre as variáveis macroeconômicas - PIB, Taxa de Câmbio, Ibovespa e Taxa de Juros - e a Estrutura de Capital e Valor de Mercado das empresas dos setores de consumo cíclico e não cíclico listadas na B3?

Considerando evidências da literatura na relação entre crescimento econômico e as decisões da Estrutura de Capital das empresas, e que uma Estrutura de Capital ótima tende a ser crescimento constante de uma empresa. Espera-se que a taxa de crescimento da variável PIB, influencie positivamente a Estrutura de Capital e valor das empresas:

H2a: Existe relação positiva entre a taxa de crescimento do PIB e a Estrutura de Capital e Valor de Mercado das empresas dos setores de consumo cíclico e não-cíclico listadas na B3?

A valorização da moeda estrangeira em relação à moeda doméstica, pode exercer um efeito negativo no valor de empresa e Estrutura de Capital toda vez que grande parte das empresas listadas no estudo são dependentes do comércio externo. Assim, dado uma valorização do câmbio, o efeito pode se refletir na receita, no caixa e no consumo das famílias. Sob a ótica do Valor de Mercado, a precificação por parte do investidor pode ser resultado das mudanças na Estrutura de Capital que as variáveis em tela exercem na estrutura.

H2b: Existe relação negativa entre a Taxa de Câmbio e a Estrutura de Capital e Valor de Mercado das empresas dos setores de consumo cíclico e não-cíclico listadas na B3?

Ao analisar o indicador do mercado de ações de um país, visto que este mercado pode revelar importantes informações acerca das empresas listadas, de modo que afete seu financiamento e valor de empresa, sendo assim, espera-se uma relação positiva entre o índice Ibovespa e a Estrutura de Capital e Valor de Mercado das empresa.

H2c: Existe relação positiva entre o Indicador do mercado de ações (Ibovespa) e a Estrutura de Capital e Valor de Mercado das empresas dos setores de consumo cíclico e não-cíclico listadas na B3?

Considerando a importância da taxa básica de juros para a economia, devido ao papel fundamental que exerce sobre o consumo das famílias e acesso ao crédito das empresas

principalmente, visto que em face de uma redução da taxa básica de juros os empréstimos tendem a ficar menos onerosos, contudo, em contrapartida a inflação tende a aumentar. Sendo assim, faz-se necessário analisar a influencia desta variável em mensurar o Valor de Mercado das companhias, além das decisões acerca da Estrutura de Capital.

H2d: Existe relação negativa entre a Taxa de Juros (Selic) e a Estrutura de Capital e Valor de Mercado das empresas dos setores de consumo cíclico e não-cíclico listadas na B3?

2.3 Indicadores de Liberdade: Efeitos na Estrutura de Capital e Valor de Mercado

De maneira complementar à literatura, Fan, Titman e Twite (2012), em sua pesquisa, apontam que o país em que a empresa reside é um determinante mais importante das questões setoriais, por exemplo, sugerindo que as diferenças nos fatores institucionais no nível nacional podem ter um efeito de primeira ordem nas escolhas da Estrutura de Capital. Em conformidade, diversos autores advogam sobre a importância de variáveis institucionais de cada país na dinâmica da Estrutura de Capital e, conseqüentemente, ao valor de empresa (*e.g.* ALVES; FRANCISCO, 2014; CHIPETA; DERESSA, 2016; HOQUE; POUR, 2018).

2.3.1 Liberdade Econômica

Em uma sociedade economicamente livre, de acordo com Miller e Kim (2013), cada pessoa controla os frutos de seu próprio trabalho e iniciativa, ou seja, uma definição de Liberdade Econômica deve abranger todas as liberdades e direitos de produção, distribuição ou consumo de bens e serviços. Por assim dizer, indivíduos em uma sociedade economicamente livre, teriam o direito de trabalhar, produzir, consumir e investir de qualquer maneira que escolherem sob uma regra da lei, com sua liberdade ao mesmo tempo protegida e respeitada pelo Estado (BEACH, MILES, 2004; MILLER; KIM, 2013).

Sendo assim, sob o ponto de vista de Carlsson e Lundstrom (2002), a Liberdade Econômica pode ser pensada como agregado de várias variáveis; tamanho do governo, estrutura econômica e uso de mercados, política monetária e estabilidade de preços, liberdade de uso de moedas alternativas, estrutura legal e segurança de propriedade, intercâmbio internacional e liberdade de negociar com estrangeiros, além de, liberdade de troca de capital de mercados. Em consonância, Chen e Huang (2009), definem a Liberdade Econômica como, uma extensão em que se pode exercer atividades econômicas com limitações e interferências governamentais.

Desta forma, Burnie (2017) aponta que a Liberdade Econômica é um fator relevante que impulsiona o crescimento de uma economia. Em conformidade, Razmi e Refaei (2013) afirmam que o crescimento econômico é a base do desenvolvimento de qualquer nação, pelos seus

benefícios gerais aos diversos setores da economia. Os autores apontam que o crescimento econômico tem o potencial de aumentar o padrão de vida da população, caso a riqueza seja distribuída de maneira justa. Além disso, o crescimento tem, também, o poder de aumentar a confiança dos negócios por meio de seu efeito positivo nos lucros das empresas que, conseqüentemente, aumentam seus valores na bolsa de valores, resultando no crescimento de grandes empresas (RAZMI; REFAEI, 2013).

O estudo de Saglam (2019) buscou estimar a correlação entre o crescimento econômico e o indicador de Liberdade Econômica (*Heritage Foundation*) a longo prazo, utilizando como objeto de estudo 13 países em desenvolvimento do leste europeu, em um período de 21 anos (1995 a 2015). Os achados do estudo, apontam uma relação positiva a longo prazo entre crescimento econômico e Liberdade Econômica, onde assim como na presente pesquisa.

Sob esta ótica, Mimoun e Essaggay (2018) após testar para efeitos fixos e aleatórios, quanto a heterocedasticidade e autocorrelação, passaram a uma regressão do tipo FGLS (Mínimos Quadrados Genericamente Viáveis) concluindo que a influência positiva dos indicadores de Liberdade Econômica tanto do *Fraser Institute* quanto da *Heritage Foundation*.

Befas (2019) em uma análise na Grécia também para o mesmo período (1995 a 2015) através do indicador de Liberdade Econômica da *Heritage Foundation*, que é considerado “confiável e consistente”, encontrou resultados empíricos encontrados sugerem que o aumento do crescimento está associado positivamente com o aumento da Liberdade Econômica, tanto no curto como longo prazo.

Destaca-se, Chen e Huang (2009), que buscaram analisar a afirmação em torno de uma correlação positiva entre a Liberdade Econômica e o tamanho do mercado de capitais ou retorno sobre ações. Contudo, o efeito desse indicador com a volatilidade do mercado nunca havia sido explorado. Os achados desta pesquisa apontam que a Liberdade Econômica, apesar de pouco, exerce efeito nos retornos do mercado de ações, corroborando com Stocker (2005), o qual afirma que o aumento da Liberdade Econômica gera maiores retornos sobre as ações.

Neste contexto, BURNIE (2021) analisa o desempenho de 87 mercados de ações no mundo ao longo do período 12/1995 a 06/2016, indicando que os mercados de ações reagem positivamente à divulgação de dados do índice de Liberdade Econômica. Os autores destacam que, papel da estrutura política e econômica de um país é determinante fundamental da renda, do crescimento, do valor do mercado de ações e dos retornos.

Chen e Huang (2009) apontam, ainda, que evidências indicam que economias com intervenção governamental menos rigorosas promovem estabilidade do mercado de ações, e essa estabilidade reduz o risco de investimento. Sendo assim, os resultados do estudo apontam

que um país com maior liberdade, ou seja, economicamente livre, oferece melhor eficiência nos investimentos.

Os estudos a respeito da Liberdade Econômica são, em grande número, sobre a investigação em análises macroeconômicas, principalmente, em se tratando de desenvolvimento econômico de longo prazo nos países, e diversos estudos já comprovaram que a Liberdade Econômica contribui para o crescimento econômico (*e.g.* HUSSAIN; HAQUE, 2016; ÇİFÇİ; UZGÖREN; ÖZBEK, 2018; ATTÍLIO, 2020; VIEIRA, 2021).

Panahi, Assadzadeh e Refaei (2014) apontam que a literatura sobre Liberdade Econômica indica uma correlação positiva entre o crescimento do PIB e a Liberdade Econômica, em consonância com Gwartney; Lawson e Block (1996), os quais observaram em seu estudo que países economicamente livres têm uma média taxa de crescimento do PIB per capita, quase duas vezes maior comparativamente a países menos livres, considerando o período de 1980-1994.

Contudo, é possível, também, constatar que a Liberdade Econômica não afeta apenas a renda da população, como também, sua qualidade de vida. Ivanová e Masarová (2018) apontam que em países economicamente mais livres, além de rendas mais altas e o crescimento do país ser mais rápido comparativamente, os cidadãos têm um padrão de vida melhor.

Em conformidade, estudos a respeito da Liberdade Econômica buscaram, também, explorar o papel da Liberdade Econômica sobre a igualdade de renda (*e.g.* BERGGREN, 1999), emprego (*e.g.* FELDMAN, 2007) e bem-estar (*e.g.* ESPOSTO; ZALESKI, 1999). Stroup (2007), em complemento, examinou a interação do indicador de Liberdade Econômica com a democracia, em medidas de bem-estar, como: saúde, educação e prevenção de doenças na sociedade, onde encontraram resultados favoráveis à ideia de que uma maior Liberdade Econômica aprimora essas medidas. O autor aponta que grande parte dos cientistas sociais corroboram que a Liberdade Econômica e direitos políticos têm grande valor intrínseco na melhora do bem-estar dos indivíduos em qualquer sociedade.

De acordo com Panahi, Assadzadeh e Refaei (2014), é importante destacar que uma única medição de Liberdade Econômica não pode ser responsável por refletir a complexidade do ambiente econômico como um todo. Em conformidade, Berggren e Jordahl (2005) argumentaram em seu estudo que, embora diversos trabalhos tenham demonstrado que a relação entre Liberdade Econômica e crescimento econômico sejam positivas, diferentes áreas de Liberdade Econômica podem ter efeitos muito diversos no crescimento.

Os autores apontam que grande parte dos economistas defende um efeito positivo do livre comércio, em consonância, a literatura aponta que a abertura comercial, em conjunto com

o livre comércio, tem sem dúvida, pelo menos, alguns efeitos positivos na eficiência do crescimento (BERGGREN; JORDAHL, 2005). Para calcular um indicador de tal importância, a *Heritage Foundation* e o *Fraser Institute* medem a Liberdade Econômica em nações usando metodologias diferentes entre si, com índices com 10 e 5 indicadores respectivamente (OTT, 2018).

O autor, analisando o período de 2010-2012, identificou que diferentes tipos de liberdade andam juntos com a felicidade média da população. Sabe-se, também, que uma nação deve fornecer aos indivíduos proteção de propriedade privada eficaz e garantir a execução de contratos, além de um ambiente monetariamente estável, procurando manter os impostos baixos e não criando barreiras ao comércio doméstico e internacional (OTT, 2018).

Desta forma, o Índice de Liberdade Econômica é abrangente em sua visão, analisando a Liberdade Econômica de 10 pontos de vista diferentes, de natureza externa, medindo a extensão da abertura de uma economia ao investimento ou comércio global; e natureza interna, avaliando a liberdade dos indivíduos de usar seu trabalho ou finanças sem restrições e interferência do governo (MILLER; KIM, 2013).

Cada indivíduo é vital para o desenvolvimento nacional e cada um ilumina algum aspecto da interação entre o indivíduo e o Estado – Liberdade de negócios; Liberdade de comércio; Liberdade Fiscal; Gastos Públicos; Liberdade Monetária; Liberdade de Investimentos; Liberdade Financeira; Direitos de Propriedade; Liberdade de trabalho e Integridade Governamental – e cada uma das liberdades é pontuada individualmente em uma escala de 0 a 100, e a pontuação geral de Liberdade Econômica de um país é uma simples média de suas pontuações nas 10 liberdades individuais (MILLER; KIM, 2013).

Não obstante, a literatura já pôde documentar evidências acerca da relação entre Liberdade Econômica e crescimento econômico, igualdade de renda, emprego entre outros, contudo, até este momento existem poucas evidências da influência da LE no desempenho das empresas, avaliação e lucratividade (LIAO, 2018). Bykova; Coates (2020), com o intuito de buscar evidências a nível da empresa, por meio da modelagem linear hierárquica, investigou diferenças regionais da Rússia no desempenho de empresas, com informações de 1.096 empresas durante o período 2004–2014.

Se tratando do efeito do indicador no desempenho das empresas, Kardan e Frotagheh (2019) em uma análise de 296 empresas listadas na Bolsa de Valores de Teerã de 1996 a 2016, através do método de eliminação sistemática, encontraram resultados que indicam uma relação significativa positiva ou inversa entre seis indicadores - Controle da Corrupção; Eficiência do

Governo; Qualidade da Lei; Estabilidade Política; Direito de Comentar e Regra da Lei - e o desempenho das empresas listadas na Bolsa de Valores de Teerã.

É possível inferir que o crescimento econômico tanto regional quanto nacional, se dá pela soma do desempenho das empresas, sendo assim, faz-se importante compreender os efeitos da Liberdade Econômica geral no desempenho da empresa (BYKOVA; COATES, 2020). Em consonância, Gropper; Jahera; Park (2015), confirmam o efeito benéfico da Liberdade Econômica de um estado sobre o seu crescimento econômico, e obtiveram evidências empíricas que o desempenho dos bancos de diferentes estados dos EUA.

A hipótese é busca corroborar com os achados de Cetorelli e Peristiaeni (2015), que revelaram uma forte relação entre a Liberdade Econômica geral e valor de empresa, o que indica que empresas que operam em um ambiente regido por fortes princípios econômicos e políticos podem desfrutar de avaliações mais elevadas. Corroborando com Liao (2018) que apontou em seu estudo evidências acerca do fortalecimento da avaliação e lucratividade de uma empresa por meio da Liberdade Econômica.

Nesse sentido, tem-se a seguinte hipótese de estudo:

H3: Existe relação positiva entre o indicador geral de Liberdade Econômica e o Valor de Mercado das empresas dos setores de consumo cíclico e não-cíclico listadas na B3?

Para tal, considera-se que um país livre com indicadores que assegurem um bom relacionamento tanto com o investidor interno quanto com o externo gera confiança, conseqüentemente, espera-se que ocorra uma precificação de maior Valor de Mercado das empresas.

LIBERDADE MONETÁRIA

Todos os indicadores que formulam o indicador de Liberdade Econômica são importantes para indicar a situação de uma economia. Contudo, a Liberdade Monetária é para uma economia o mesmo que a liberdade de expressão para a democracia, isto é, a sociedade necessita de uma moeda estável e confiável como meio de troca, unidade de conta e reserva de valor, ou seja, a Liberdade Monetária, é de suma importância para criar valor a longo prazo ou acumular capital e esse valor da moeda é controlado em grande parte pela política monetária do governo desta nação (MILLER; KIM, 2013).

Neste sentido, Gwartney e Lawson (2003) destacam que a inflação é um fenômeno monetário, causado quando se tem muito dinheiro em circulação e poucos bens disponíveis, e que as altas taxas da inflação e a volatilidade distorcem os preços, alterando os termos

fundamentais dos contratos de longo prazo e tornando impossível que os indivíduos e empresas planejem com clareza e sensatez o futuro.

Uma política monetária que se esforça para combater a inflação, manter a estabilidade de preços e preservar a riqueza da nação, é uma política em que as pessoas podem confiar nos preços de mercado no futuro previsível e investimentos, economias e outros planos, de longo prazo, podem ser feitos com mais confiança, já uma política inflacionária, confisca riqueza como um imposto invisível e também distorce os preços, desvia recursos e aumenta o custo de fazer negócios (MILLER; KIM, 2013).

A política monetária interfere diretamente na economia de uma país, visto que, é consenso que o principal objetivo desta, deva ser o controle dos níveis de preços. No Brasil, a política monetária é definida pelo Banco Central que é quem define a taxa básica de juros – Selic - regulando a oferta da moeda em circulação e assim mantendo a inflação sob controle. Isto posto, em período que a Taxa de Juros está mais alta, se tem mais acesso ao crédito, diminuindo assim o poder de compra e fazendo com que a demanda caia e os preços também, desta forma, fazendo com que a inflação diminua.

De acordo com as autoras Mokhova e Zinecker (2014) essas políticas, tem como principal foco a estabilização da economia, buscando manter a estabilidade de preços, pleno emprego e crescimento econômico. Em períodos de expansão econômica, os juros (Brasil – SELIC) tendem a subir e, assim, os bancos motivados para obtenção de lucro aumentam os empréstimos ao setor privado, sendo assim, a alavancagem financeira das empresas deve aumentar.

As autoras destacam, ainda, que, de acordo com a “*pecking order theory*”, durante o período de expansão das atividades econômicas, as empresas devem obter maiores lucros, portanto, têm por opção utilizar o financiamento interno. Em contraste, em períodos de recessão, quando a Taxa de Juros cai, acontece o mesmo com os empréstimos bancários e, conseqüentemente, com a Estrutura de Capital das empresas. Para períodos como esse, as autoras alertam que existem dois tipos de política monetária: expansionista e contracionista.

A política monetária expansionista, para que consiga ajustar o desemprego, aumenta a oferta da moeda e, assim, acaba por diminuir a Taxa de Juros, já a política contracionista, ao invés de aumentar a oferta da moeda, ela diminui, fazendo com que as taxas de juros aumentem, para controlar a inflação (MOKHOVA; ZINECKER, 2014).

Blanchard (2011) assume que a política monetária, tem o poder de influenciar o crescimento das atividades econômicas, por exemplo, por meio de redução da Taxa de Juros, ocasionado em um aumento no consumo. Sendo assim, sob esse ponto de vista, é importante

destacar estudos como de Schuh *et al.* (2017) que encontraram relação negativa entre a Taxa de Juros e a inflação e a Estrutura de Capital das empresas, corroborando assim com os achados (*e.g.* MARTINS; TERRA, 2014).

Se tratando da relação entre a inflação e a Estrutura de Capital, os resultados podem divergir como foi estudado por Bokpin (2009), o qual chegou à conclusão que a mesma influencia positivamente a escolha da dívida de curto prazo sobre o capital próprio, já no estudo de Bastos, Nakamura e Basso (2009), a inflação não indicou resultados significantes, embora fosse esperada uma relação positiva com o endividamento contábil.

Em referência ao crescimento da Taxa de Juros, Mokhova e Zinicker (2014) apontam que esta pode ocasionar em um aumento de endividamento das empresas, em função dos benefícios fiscais gerados, ou alternativamente, a diminuição da alavancagem financeira, buscando reduzir do risco de falência.

Em consonância, Bokpin (2009) defende, também, que as expectativas de aumento da Taxa de Juros influenciam positivamente as empresas a substituírem a dívida de longo prazo por dívida de curto prazo sobre o patrimônio líquido. Ou seja, em caso mudanças na política monetária, com aumento ou diminuição dos juros, em casos de recessão ou expansão, as empresas tendem a ajustar sua Estrutura de Capital de acordo com a Taxa de Juros (BOKPIN, 2009; VĀTAVU, 2014; MOKHOVA; ZINICKER, 2014; KARPAVIČIUS; YU, 2017).

Neste sentido, considerando a importância da Liberdade Monetária no desenvolvimento econômico de uma nação, tem-se a seguinte hipótese de estudo:

H4: Existe relação positiva entre o indicador de Liberdade Monetária e o Valor de Mercado das empresas dos setores de consumo cíclico e não cíclico listadas na B3?

Dessa forma, a hipótese do estudo parte da premissa de que a estabilidade de preços cumpre um papel importante na economia. Ao analisar o Brasil, um país sustentado principalmente pelo consumo das famílias (63% aproximadamente do PIB), espera-se que o efeito da Liberdade Monetária (medida pela estabilidade de preços) exerça uma relação positiva com o valor das empresas.

3. METODOLOGIA

Esse capítulo tem a finalidade de explorar os aspectos metodológicos da presente pesquisa. À priori, será abordada a classificação da pesquisa, após isto, será descrita a definição da amostra da pesquisa, só então serão descritos os procedimentos de coleta de dados e análise de dados.

3.1 Classificação da pesquisa

A presente pesquisa tem por objetivo medir o efeito das variáveis externas: indicadores macroeconômicos e de desempenho sobre a Estrutura de Capital e Valor de Mercado das empresas dos setores de consumo cíclico e não-cíclico listadas na B3. Para alcance dos objetivos e confirmação das hipóteses do estudo, utilizou-se da análise descritiva, isto é, média, desvio padrão e o campo de variação (CRESWELL, 2014). Segundo Vergara (1990), pode ser considerada como uma caracterização de uma determinada população ou fenômeno, podendo também estabelecer, uma possível correlação entre variáveis ou fatores e, além disso, não se compromete em explicar os fenômenos que descreve.

A pesquisa se deu através de uma abordagem quantitativa que, de acordo com Richardson (2015), é caracterizada por emprego de quantificação, na coleta e no tratamento das informações através de técnicas estatísticas, desde as mais simples às mais complexas. Onde, então, o pesquisador poderá formular hipóteses para confirmação (CRESWELL, 2014).

Os dados coletados na dissertação foram tratados por meio do método de análise de dados em painel. Por meio deste modelo, buscou-se apontar as diferenças encontradas ao longo do tempo em dois setores específicos, em uma tentativa de analisar o ambiente de negócios e investimentos brasileiro. Quanto ao método, ele é capaz então de captar diferentes empresas e em diferentes períodos de tempo, sendo um modelo de maior robustez para explicar os dados conforme estudo proposto.

Desta forma, o método de dados em painel capta as variações de diferentes empresas em diversos recortes temporais, portanto, pode ser considerado um modelo robusto para explicar os dados conforme estudo proposto. O modelo utilizado no estudo é adequado a proposta dessa pesquisa, bem como o universo dos dados, buscando fazer um enlace com a teoria, o objetivo e o problema da pesquisa.

3.2 Levantamento e Tratamento de dados

Marconi e Lakatos (2015) apontam que toda pesquisa científica implica em levantamento dos dados, podendo ser feita por meios diversos, em qualquer que seja o método

ou técnica utilizada. Sendo assim, a presente pesquisa se posiciona quanto aos procedimentos de levantamento de dados, como uma pesquisa documental, que é caracterizada, ainda segundo os autores, por se basear restritamente em documentos, quando o fato ou fenômeno ocorre, ou à posteriori.

Por sua vez, as variáveis dependentes da pesquisa, “Estrutura de Capital” e “Valor de Mercado” das empresas dos setores de interesse, serão testadas por meio de duas *proxys* de Estrutura de Capital (Lucro Líquido e Patrimônio Líquido) e a variável Valor de Mercado que é disponibilizada diariamente na B3. Os dados que possibilitarão a análise, tratam-se de empresas brasileiras listadas na B3.

A população da pesquisa contém 82 empresas setor de consumo cíclico e 24 do setor de consumo não-cíclico até a data da presente pesquisa, contudo, serão consideradas apenas empresas com oferta pública de ações a partir do ano de 2010 e que não estejam em processo de recuperação judicial. Os dados serão extraídos dos indicadores financeiros (LL e PL) e de mercado (VM) de cada empresa, disponíveis na base de dados *ECONOMÁTICA*, que consiste em um banco de dados que permite a análise de balanços, indicadores fundamentalistas, cotações, notícias e gráficos das principais empresas de capital aberto negociadas no mercado acionário da América Latina e EUA (*ECONOMÁTICA*, 2019).

A análise do estudo se dará em dois recortes temporais distintos, sendo o primeiro trimestral, analisando assim, o efeito de variáveis macroeconômicas (Ibovespa, PIB, Taxa de Juros – Selic, Taxa de Câmbio) na EC e VM, variáveis estas que foram coletadas por meio de informações disponibilizadas pelo BACEN (Banco Central), cabe salientar que os dados referentes ao PIB serão deflacionados no período de análise, e o indicador Ibovespa coletado também da base de dados *ECONOMÁTICA*.

A segunda análise será feita anualmente, considerando além das variáveis macroeconômicas (Ibovespa, PIB, Taxa de Juros – Selic e Taxa de Câmbio) as variáveis de desempenho analisadas na pesquisa, os presentes dados serão extraídos do site *Heritage Foundation* (Indicador de Liberdade Econômica e Indicador de Liberdade Monetária) relacionadas ao país de análise, intrínsecos aos anos-calendário de 2010 a 2020.

Qualquer estudo científico, contém variáveis que devem estar inseridas em seus objetivos, o termo variável é entendido como um conceito que assume valores numéricos, em caso de variáveis quantitativas (RICHARDSON, 2015). Sendo assim, diante do objetivo do estudo e a coleta das variáveis, que já foram expostos na seção anterior, o recorte temporal escolhido para tal análise foi o período de 2010 a 2020, buscando analisar mudanças ocorridas na última década. Além disso, considerando o efeito da informação contábil no mercado de

capitais, a adoção integral do Brasil as normas internacionais de contabilidade (IFRS) no ano de 2010, também foi requisito para escolha do recorte temporal.

Os setores selecionados como amostra da pesquisa, setor de consumo cíclico e não-cíclico, foram escolhidos devido a sua ligação direta com os ciclos da economia. Segundo Pindyck e Rubinfeld (2009), o setor de consumo cíclico é teoricamente mais vulnerável as variações da economia, pois a demanda por bens duráveis flutua em resposta as variações de renda de curto prazo e mudanças macroeconômicas, isto posto, conclui-se que o setor de consumo não-cíclico, não sofre o efeito de elasticidade-renda, o consumo desse tipo de bens e serviços tende a se manter sempre estável, contudo, é um setor de extrema importância econômica e social, pois trata-se de produção comercialização de bens e serviços de primeira necessidade, possuindo importância significativa quanto ao PIB.

Após a coleta, os dados serão submetidos ao tratamento de dados. O presente estudo, pode ser considerado uma regressão linear múltipla, que de acordo com Fávero *et al.* (2009), oferece, a possibilidade de que analisemos diversas variáveis explicativas para o estudo do comportamento de um fenômeno específico em questão ou uma variável dependente quantitativa.

Matematicamente, os modelos empíricos da pesquisa a serem estimados podem ser verificados a seguir:

$$Y_{it} = f (\text{Tamanho}, \text{Ibovespa}, \text{Pib}, \text{Taxa de Juros}, \text{Taxa de câmbio}) \quad (1)$$

Onde:

Y_{it} = corresponderá a ao lucro líquido, patrimônio líquido e valor de empresa na análise trimestral;

i = corresponde a cada empresa da amostra no tempo;

t = O tempo de estudo vai de 2010 a 2020;

Tamanho = Tamanho da empresa;

Ibovespa = cotação do indicador Ibovespa;

PIB = Produto Interno Bruto (valor deflacionado);

Taxa de Juros = Taxa Selic;

Taxa de Câmbio = Cotação da moeda estrangeira (Dólar/Real).

$$Y_{it} = f(\text{Tamanho}, \text{Ibovespa}, \text{PIB}, \text{Taxa de Câmbio}, \text{Liberdade}) \quad (2)$$

Em que:

Y_{it} = corresponderá ao valor de empresa na análise anual;

i = corresponde a cada empresa da amostra no tempo;

t = O tempo de estudo vai de 2010 a 2020;

Tamanho = Tamanho da empresa;

Ibovespa = Cotação do indicador Ibovespa;

PIB = Produto Interno Bruto (valor deflacionado);

Taxa de Câmbio = Cotação da moeda estrangeira (Dólar/Real);

Liberdade = Indicador de Liberdade de Econômica e Indicador de Liberdade Monetária.

O modelo de dados em painel, nada mais é, que uma combinação de séries temporais e dados de corte transversal, e é um modelo cada vez mais utilizado em pesquisas econômicas (GUJARATI; PORTER, 2011). Algumas das principais vantagens deste modelo, de acordo com Marques (2000), é quantidade de informação produzida, maior variabilidade dos dados, apresenta menos multicolinearidade entre as variáveis, e tem maiores de graus de liberdade e mais eficiência na estimação de seus parâmetros.

Outra grande vantagem da utilização de modelos de regressão de dados em painel, neste caso, é a possibilidade de analisar as diferenças existentes na Estrutura de Capital e Valor de Mercado entre as empresas estudadas em cada *cross-section*, além de permitir a análise da evolução temporal da variável para cada empresa (FÁVERO; BELFIORE, 2017).

3.3 O Modelo de Dados em Painel

A presente pesquisa, utilizou-se de um painel de dados. Em sua obra, Gujarati e Porter (2011), destacam quatro tipos de técnicas de estimação, a serem utilizadas conforme a necessidade da pesquisa: Modelo Mínimos Quadrados Ordinários ou *POLS (Pooled Ordinary Least Squares)*, onde apenas “empilhamos” as observações e estimamos uma regressão, não fazendo distinções entre as diversas empresas, portando, não levando em consideração a heterogeneidade das mesmas, *i.e.*, podendo gerar resultados inconsistentes ou tendenciosos (FÁVERO; BELFIORE, 2017; GUJARATI, PORTER, 2011).

Existe também, o modelo de mínimos quadrados com variáveis *dummies* para efeitos fixos (MQVD), que combina as observações, deixando que cada sujeito (empresa), tenha sua

própria variável *dummy* ou intercepto. O termo “efeitos fixos” deve-se a invariabilidade no tempo, ou seja, cada sujeito tem seu intercepto, mas ele não varia no tempo, contudo, apesar de considerar a heterogeneidade entre os indivíduos, vale salientar que o modelo apresenta alguns problemas, como o excesso de variáveis *dummy* que podem consumir diversos graus de liberdade, além de, haver a possibilidade de multicolinearidade (GUJARATI; PORTER, 2011).

No modelo de efeitos fixos dentro de um grupo (*fixed effects within-group model*), combinamos as observações, contudo, para cada indivíduo (empresa), expressamos os valores das variáveis dependente e explanatória como valores corrigidos para a média. Este modelo pode produzir estimativas mais consistentes dos coeficientes angulares em relação ao *Pooled*, no entanto, embora consistentes, podem ser considerados ineficientes, pois, têm maiores variâncias comparadas aos resultados de regressão com dados empilhados ordinários (GUJARATI; PORTER, 2011).

Por fim, o modelo de efeitos aleatórios (MEA), tem por lógica, que, a variação entre indivíduos (empresas), é considerada aleatória e não correlacionada com as variáveis explicativas ou independentes (GREENE, 2002; GUJARATI; PORTER, 2011).

Sendo assim, conforme Fávero e Belfiore (2017), é importante salientar que a variação ao longo do tempo para o indivíduo é conhecida como *within* e a variação entre indivíduos é chamada *between*, isto posto, a **variação overall** pode ser definida como sendo a discrepância em determinado dado de um indivíduo num instante de tempo em relação a todos os demais dados daquela mesma variável para a base completa.

Caso a variância dos efeitos dos indivíduos for consideravelmente maior do que a variância dos termos de erro idiossincrático, temos uma estimação *within*. E caso, a variância *between* seja maior do que a variância *within*, o que indica que, embora existam alterações ao longo do tempo para cada indivíduo (*within*), estas são menores do que as mudanças de comportamento entre indivíduos para cada *cross-section* (efeito *between*) (FÁVERO; BELFIORE, 2017).

Logo, conforme discutem Cameron e Trivedi (2009), a estimação por efeitos aleatórios considera simultaneamente as variações *within* e *between* nos dados, e é importante ressaltar que, a estimação *GLS* permite que os termos de erro *u*; apresentem correlação serial de primeira ordem ao longo do tempo, e que esses termos de erro sejam heterocedásticos.

Para que pudesse ser escolhido o melhor modelo, foi necessário a realização de alguns testes para verificar a existência de heterocedasticidade e autocorrelação. Desta forma, quando destes erros Greene (2002), nas indicações de modelos em Efeito Fixo e Efeito Aleatório é utilizada a estimativa robusta dos erros padrão através de *Heteroskedasticity*. Entretanto,

quando o problema apenas era de autocorrelação é indicada a opção pelo erro padrão robusto estimado por meio do método *Panel-Corrected Standard Errors* (PCSE). Por fim, quando destes erros no modelo de efeito fixo e efeitos aleatório deve ser estimado por *Mínimos Quadrados Generalizados* (GLS) (Greene, 2002).

A partir dos dados coletados, estes foram organizados em Excel e analisados, e desta forma foram efetuados os testes de hipóteses por meio da metodologia de dados em painel, sendo utilizado o software estatístico STATA®14. A amostra será não-probabilística por conveniência, considerando o recorte a ser estudado. Para análise, os dados foram analisados em logaritmos, o qual os permite analisar os resultados com elasticidade.

4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Análise Trimestral – Equação 1

Aspectos a serem considerados no modelo longitudinal para dados em painel

Apesar das vantagens dos dados em painel, é importante considerar algumas críticas ao modelo que impõem alguns problemas de estimação e inferência por exemplo, visto que, o modelo envolve dimensões de corte transversal e também de séries temporais. Uma vez que os dados coletados apresentaram problemas de heterocedasticidade (corte transversal) e correlação serial e contemporânea (séries temporais) foi necessário corrigir os dados por meio do método MQG – Mínimos Quadrados Generalizados ou GLS – *Generalized Least Squares*. O procedimento adotado é reforçado pelo estudo publicado por Beck & Kartz (1995), na qual os autores indicam que ante a presença desses problemas indicados em tela, o modelo deve ser estimado por MQG com a finalidade de corrigi-los.

Nos dados obtidos foi possível obter uma amostra de 36 empresas dos setores de Consumo Cíclico e Não Cíclico, conforme pode ser observado no (Apêndice A). Assim, se prosseguiu com as questões de análises, a estimação por efeitos aleatórios demonstrou-se com maior poder explicativo, contudo, os dados necessitaram ser corrigidos com base em um método conhecido por Mínimos Quadrados Generalizados que é uma técnica para estimar parâmetros desconhecidos num modelo de regressão linear. O método MQG (GLS) é aplicado quando a variância dos erros não é a mesma (heteroscedasticidade), ou quando há certa correlação entre os resíduos. No caso em questão, houve heterocedasticidade e correlação serial.

Análise Trimestral – Estrutura de Capital e Variáveis Macroeconômicas

Esta primeira subseção trata dos resultados referentes a primeira equação, onde buscou-se analisar a relação entre a Estrutura de Capital e as variáveis macroeconômicas, como também a variável moderadora Tamanho da empresa representada por “TAM”. Para a variável EC será utilizada duas *proxys* – Lucro Líquido e Patrimônio Líquido. A baixo será analisada a relação entre LL e as variáveis independentes do estudo.

Tabela 1: Resultado da Estimação da Equação 1 definida para a dependente Lucro Líquido.

| Variável | <i>Pooled</i> | Efeito fixo | Efeito Aleatório | MQG |
|----------------|---------------|-------------|------------------|-------------|
| TAM | 0,8217*** | 0,6442*** | 0,7536*** | 0,7420*** |
| | (0,0281) | (0,1010) | (0,0704) | (0,0256) |
| IBOV | 0,0524 | 0,1854 | 0,1695 | 0,0314 |
| | (0,2298) | (0,1913) | (0,1918) | (0,1911) |
| PIB | 3,8063*** | 4,1048*** | 3,9445*** | 4,2295*** |
| | (0,6530) | (0,5587) | (0,5506) | (0,5439) |
| TJ | -0,3385*** | -0,3057*** | -0,3018*** | -0,2874*** |
| | (0,0815) | (0,6801) | (0,0680) | (0,0659) |
| TC | -1,3081*** | -1,3528*** | -1,4034*** | -1,0906*** |
| | (0,2545) | (0,2179) | (0,2153) | (0,2124) |
| <i>Const</i> | -55,6803*** | -57,6932*** | -57,0440*** | -60,5938*** |
| | (10,047) | (8,3427) | (8,3592) | (8,3418) |
| | | | | |
| R ² | 0,4184 | - | - | - |
| Prob > F | 0,0000 | 0,000 | - | - |
| Prob > Chi2 | - | - | 0,000 | 0,000 |
| <i>Within</i> | - | 0.1149 | 0.1143 | - |
| <i>Between</i> | - | 0.6408 | 0.6421 | - |
| <i>Overall</i> | - | 0.4142 | 0.4170 | - |

Fonte: Resultados da Pesquisa.

Significância estatística: * a 10%, ** a 5%, *** a 1%

Desvio padrão entre parênteses

TAM = Tamanho da Empresa,

IBOV = Cotação do Indicador Ibovespa,

PIB = PIB real da economia deflacionada,

TJ = Taxa de Juros básica da economia - Selic,

TC = Taxa de Câmbio dólar americano/Real.

Na Tabela 1 são apresentados os resultados da equação 1 em uma análise trimestral, onde buscou-se considerar componentes exógenos macroeconômicos em contrapartida a Estrutura de Capital, que foi representada pela variável “Lucro Líquido” das empresas de consumo cíclico e não cíclico brasileiras. É possível observar que, em todos os métodos utilizados, os coeficientes das variáveis “TAM”, “PIB”, “TJ”, “TC” apresentam significância estatística e sinais esperados do estudo. O que não se verificou com a variável “IBOV”, que mesmo apresentando sinal esperado, não obteve significância estatística.

Foi necessário a inclusão de uma variável moderadora no modelo de análise, a variável “TAM” que representa o tamanho da empresa, e afeta a direção ou a força da relação entre a variável dependente (Lucro Líquido) e as variáveis independentes (Ibovespa; PIB; Taxa de Juros – Selic; Taxa de Câmbio). Dessa forma, é possível inferir que o tamanho de companhia contribui positivamente em uma variação do “lucro líquido” na empresa, ou seja, o porte do

empreendimento não pode ser ignorado ao fazer esse tipo de análise, assim como aponta Shahzad *et al.* (2020), que encontrou relação positiva entre a variável tamanho da empresa e a alavancagem financeira, o que corrobora com a literatura em finanças sobre Estrutura de Capital.

O índice Ibovespa apesar de apresentar coeficiente positivo como o esperado, não apresentou significância estatística. Um resultado positivo corroboraria com o estudo de Cardoso e Pinheiro (2020), onde o retorno do Ibovespa apresentou coeficiente positivo para uma relação com a Estrutura de Capital dos subsetores de consumo não cíclico, indicando que parte dos recursos que são levantados pelo mercado servem para captação de recursos de terceiros, sendo contrária a teoria do Market timing, corroborando com (GAJUREL, 2006; DINCERGOK; YALCINER, 2011).

O resultado positivo do coeficiente PIB (Produto Interno Bruto) significante a um nível de 1%, aponta uma maior produção de bens e serviços acompanhada também por uma maior renda da população, isso indica que as empresas dos setores de consumo cíclico e não cíclico acompanham de maneira positiva essa evolução. Esse resultado é esperado e teoricamente explicado, visto que, os setores de análise além de serem responsáveis pela produção e comercialização de bens de primeira necessidade (consumo não cíclico), também tem forte relação com as flutuações da economia (consumo cíclico).

Sendo assim, tratando-se dos setores de estudo que são tão marcados pelos ciclos da economia, cabe ainda salientar que épocas de expansão econômica são marcadas pelo aumento do PIB, redução da Taxa Selic e dólar em baixa, além de, desenvolvimento no mercado de ações, *i. e.*, “boom do mercado” (CARDOSO; PINHEIRO, 2020). Em um horizonte de aumento de lucros, em períodos de expansão econômica, a empresa tem um maior volume de renda tributável o que implica em menos endividamento, refletindo em menor risco financeiro e sendo assim menor custo, o que é sustentado pela teoria “Trade Off” (CARDOSO; PINHEIRO, 2020).

O desempenho econômico nacional pode ser medido pelo PIB, desta forma, uma maior produção de bens e serviços e maior renda, representa uma maior atividade econômica que se reflete nos resultados das entidades, como por exemplo, no lucro líquido, no ativo e no patrimônio líquido das entidades (NORILLER, 2018).

O resultado negativo do coeficiente da variável “TJ” indica que uma diminuição na Taxa de Juros (SELIC) indica que taxas de juros mais baixas tendem a fazer com que os investimentos cresçam, ou seja, existe uma relação inversa entre o aumento da Taxa Selic e o Lucro Líquido (EC) das entidades, visto que a mesma tende a frear investimentos quando está nas alturas. Corroborando assim com o estudo de Pandini, Stupp e Fabre (2018) que apuraram

uma grande importância da taxa SELIC, por exemplo, no faturamento futuro das empresas do setor siderúrgico. Além disso, esse resultado pode ser apoiado pela *Pecking Order Theory*, que considera que os juros tem relação negativa com a Estrutura de Capital, onde pressupõe-se que as empresas atingem rapidamente sua capacidade de endividamento.

O resultado negativo, assim como esperado, da Taxa de Câmbio (dólar/real), reflete que uma desvalorização do dólar em relação ao real se torna benéfica para as empresas, visto que, com o dólar em baixa, a moeda brasileira possui maior poder aquisitivo. O Brasil, como um país de grande complexidade exportadora, deve-se levar em consideração que a natureza da produção das commodities e seus ciclos de preços têm sérias implicações, visto que, países produtores são impactados por meio da valorização ou desvalorização da moeda local em relação ao dólar.

O estudo de Capriata (2017) salienta que a volatilidade cambial implica em consequente variação dos preços das commodities, e desta forma, implica em alterações no comércio exterior das empresas, visto que, elas podem exportar mais ou menos de acordo com tais taxas. Sendo assim, grandes alterações na Taxa de Câmbio podem aumentar o grau de incerteza entre agentes econômicos domésticos e seus parceiros comerciais, podendo ocasionar reduções nas exportações brasileiras (JESUS, 2010; BITENCOURT; CAMPOS, 2014) e consequentemente em sua Estrutura de Capital e seus resultados.

Assim como sob a perspectiva da POT, o câmbio possui relação negativa com o endividamento, visto que, a desvalorização da moeda local torna o endividamento mais oneroso. E sob uma perspectiva da teoria da agencia, é considerado sua associação ao risco-países aumentando os custos de agência fazendo com que os financiadores estrangeiros exijam mais retorno sobre a dívida. (CARDOSO; PINHEIRO, 2020)

Os coeficientes negativos das variáveis “Taxa de Juros (SELIC)” e “Taxa de Câmbio (Dólar/Real)” eram esperados devido sua grande relação com os ciclos da economia, além dos setores de análise serem fortemente ligados aos ciclos econômicos. Essa explicação deve-se considerar a luz da Teoria dos Ciclos Econômicos, onde pressupõe-se que a atividade econômica dos países tende a sofrer flutuações no nível do produto.

Sendo assim, essa relação inversa pode ser explicada pois em períodos de expansão econômica, onde as taxas de juros diminuem e o dólar está baixo, o lucro líquido das entidades tende a sofrer alterações. Primeiro, a Selic mais baixa faz com que os investimentos cresçam, e além disso, o aumento da Taxa de Câmbio torna o endividamento mais oneroso, o que gera efeito sobre o resultado da empresa, sua Estrutura de Capital e Valor de Mercado.

A segunda tabela então trata dos efeitos das variáveis independentes já expostas, em relação ao Patrimônio Líquido, que representa uma *proxy* da Estrutura de Capital das empresas selecionadas da amostra.

Tabela 2: Resultado da Estimação da Equação 1 definida para a dependente Patrimônio Líquido.

| Variável | <i>Pooled</i> | Efeito fixo | Efeito Aleatório | MQG |
|----------------|---------------|-------------|------------------|------------|
| TAM | 0,8258*** | 0,8966*** | 0,8896*** | 0,8074*** |
| | (0,0095) | (0,0186) | (0,0177) | (0,0056) |
| IBOV | -0,0719 | -0,0243 | -0,0258 | -0,0300 |
| | (0,0784) | (0,0395) | (0,0395) | (0,0370) |
| PIB | 0,0076 | -0,3843*** | -0,3766*** | -0,2435*** |
| | (0,0280) | (0,1140) | (0,1138) | (0,1046) |
| TJ | -0,2882*** | 0,0376 | 0,0367 | 0,0392 |
| | (0,2239) | (0,0143) | (0,0142) | (0,0134) |
| TC | -0,1097 | -0,0850 | -0,0831 | -0,0573 |
| | (0,0889) | (0,0451) | (0,0451) | (0,0419) |
| <i>Const</i> | 6,6260*** | 6,7258*** | 6,7266*** | 6,0837*** |
| | (3,4258) | (1,7181) | (1,7199) | (1,5989) |
| | | | | |
| R ² | 0,8281 | - | - | - |
| Prob > F | 0,0000 | 0,0000 | - | - |
| Prob > Chi2 | - | - | 0,0000 | 0,0000 |
| Within | - | 0,6198 | 0,6198 | - |
| Between | - | 0,8546 | 0,8546 | - |
| Overall | - | 0,8280 | 0,8280 | - |

Fonte: Resultados da pesquisa.

Significância estatística: * a 10%, ** a 5%, *** a 1%

Desvio padrão entre parênteses

TAM = Tamanho da Empresa,

IBOV = Cotação do Indicador Ibovespa,

PIB = PIB real da economia deflacionada,

TJ = Taxa de Juros básica da economia - Selic,

TC = Taxa de Câmbio dólar americano/Real.

Na tabela 2, observa-se diferenças nos coeficientes das variáveis, de acordo com o método utilizado. Desta forma, a discussão centra-se nos resultados obtidos pelo método GLS, que foi considerado com a melhor acurácia em relação aos demais, visto que os demais apresentaram problemas de heterocedasticidade e autocorrelação, e o método GLS corrigiu estes problemas.

A variável “TAM” apresentou relação positiva, conforme o esperado indicando que um aumento de 1% desta variável implica em um aumento de 0,80% aproximadamente, do Patrimônio Líquido da empresa. Este resultado pode ser explicado com base na teoria *trade-off* onde espera-se que empresas de maior porte tenham mais acesso a fontes de financiamento, ou

seja, maior capacidade de endividamento, resultado corroborado por diversos autores (*e.g.* HUSSAIN; MIRAS, 2015; EKSTROOM; KANAPORYTE, 2015)

Assim como na análise da tabela 1, o índice Ibovespa não apresentou significância estatística com o Patrimônio Líquido das entidades analisadas, apresentando um coeficiente negativo em relação a *proxy* em questão, o que pode ser explicado através dos achados de Cardoso e Pinheiro (2020), que encontraram uma relação de intensidade negativa com relação ao setor de consumo cíclico, que pode estar relacionada à participação das exportações nas receitas e à dependência ao mercado interno, o que poderia subsidiar o coeficiente negativo com o Ibovespa.

O PIB indicou coeficiente negativo tanto no Efeito fixo, e aleatório quanto pelo Método de Mínimos Quadrados Generalizados, apresentando significância a 1% com o PL. Conseqüentemente, esses achados não corroboram com a hipótese do estudo. Este resultado vai contra a teoria “*Pecking Order*” que se apoia no aumento do fluxo de caixa e lucros internos da empresa para financiamento de suas atividades, indicando então uma relação negativa com o endividamento (Estrutura de Capital). Alli (2006), indicou em seu estudo que empresas em período de expansão econômica por exemplo, estão propícias a utilizarem-se do otimismo do mercado aumentando sua proporção de capital próprio, isto posto, em períodos de crescimento do PIB as empresas tendem a diminuir seu endividamento.

As variáveis Taxa de Juros e Taxa de Câmbio não apresentaram significância estatística, contudo, a variável Taxa de Câmbio apresenta coeficiente negativo como o esperado.

Análise Trimestral – Valor de Mercado e Variáveis Macroeconômicas

Considerando a variável Valor de Mercado realizou-se duas análises distintas, uma trimestral e outra anual para que possamos verificar o efeito dos indicadores de Liberdade Econômica que são calculados anualmente pelo site *Heritage*.

Tabela 3: Resultado da Estimação da Equação 1 definida para a dependente Valor de Empresa.

| Variável | <i>Pooled</i> | Efeito fixo | Efeito Aleatório | MQG |
|----------------|---------------|-------------|------------------|------------|
| TAM | 1,1002*** | 0,7938*** | 0,8125*** | 1,0208*** |
| | (0,0193) | (0,0305) | (0,0297) | (0,0109) |
| IBOV | 0,4053*** | 0,4134*** | 0,4164*** | 0,3142*** |
| | (0,1595) | (0,0650) | (0,0651) | (0,0992) |
| PIB | 0,0725 | 0,3681*** | 0,3481*** | 0,1000 |
| | (0,4557) | (0,0650) | (0,1877) | (0,2836) |
| TJ | -0,1420 | -0,1314 | -0,1297 | -0,0857 |
| | (0,0570) | (0,0235) | (0,0235) | (0,0338) |
| TC | -1,0095*** | -0,8331*** | -0,8392*** | -0,6945*** |
| | (0,0181) | (0,0742) | (0,0743) | (0,1121) |
| <i>Const</i> | -3,7520*** | -3,4812*** | -3,4862*** | -2,7840*** |
| | (6,9723) | (2,8271) | (2,8356) | (4,3398) |
| R ² | 0,6757 | - | - | - |
| Prob > F | 0,0000 | 0,0000 | - | - |
| Prob > Chi2 | - | - | 0,0000 | 0,0000 |
| Within | - | 0,3786 | 0,3786 | - |
| Between | - | 0,7072 | 0,7072 | - |
| Overall | - | 0,6747 | 0,6748 | - |

Fonte: Resultados da pesquisa.

Significância estatística: * a 10%, ** a 5%, *** a 1%

Desvio padrão entre parênteses

TAM = Tamanho da Empresa,

IBOV = Cotação do Indicador Ibovespa,

PIB = PIB real da economia deflacionada,

TJ = Taxa de Juros básica da economia - Selic,

TC = Taxa de Câmbio dólar americano/Real.

A Tabela 3 analisou a relação das variáveis macroeconômicas com a Valor de Mercado das empresas do setor de consumo cíclico e não cíclico. Foram utilizados quatro modelos para rotação dos dados, buscando um melhor ajuste aos objetivos da pesquisa. De acordo com os resultados expostos acima, a variável PIB apresentou coeficiente positivo como esperado, contudo, foi estatisticamente significativa apenas nos modelos de efeitos fixo e aleatório.

Tal coeficiente pode ser explicado, pois, como o PIB mede o desempenho econômico nacional, isso reflete em uma maior atividade econômica que conseqüentemente tem reflexo

sobre as entidades, no lucro, no ativo e no patrimônio líquido das entidades (NORILLER, 2018) e conseqüentemente no valor das entidades. Silva, Pereira e Lima (2020) em seus achados, apontam que o PIB em período de crise sinalizou que um fraco desempenho da atividade econômica impacta de forma a reduzir o Valor de Mercado das empresas da B3, corroborando com (SILVA; CORONEL, 2012; CARVALHO *et al.* 2013).

O índice Ibovespa apresenta resultado positivo em todos os modelos de análise, resultado que pode ser explicado pela importância do índice para escolha de investimentos na bolsa brasileira, o que automaticamente afeta as empresas listadas. Visto que, em um cenário onde o Indicador Ibovespa sobe 1% implica em um aumento do valor de empresas em 0,31%, considerando a relação direta entre o aumento do preço das ações com o aumento do Valor de Mercado. Corroborando com resultados de Rehman (2016) que encontrou resultados positivos acerca da relação entre desenvolvimento do mercado de ações e alavancagem financeira.

A taxa Selic não apresentou significância estatística em nenhum dos modelos analisados, o que não era esperado, visto que, em Noriller (2018) a Selic é fundamental para estabilizar a economia. Esperava-se uma relação negativa, que seria explicada pois o aumento da Taxa de Juros reduz o lucro, a receita líquida, o ativo e o patrimônio líquido da empresa (GERTLER, HUBBARD, KASHYAP, 1991) e conseqüentemente o valor da empresa.

A Taxa de Câmbio por sua vez, apresentou coeficiente negativo como já esperado na pesquisa, a mesma tem um papel fundamental na economia, visto que, a desvalorização do câmbio tende a reduzir a receita líquida das exportadoras resultando em diminuição do lucro, patrimônio líquido e do ativo das organizações (CABALLERO; CORBO, 1989). Um aumento da taxa de câmbio representa desvalorização da moeda local em relação ao dólar, neste caso, um aumento da taxa de câmbio diminuiria o Valor de Mercado das empresas.

A pesquisa de Silva, Pereira e Lima (2020) corroborou com esses resultados, o coeficiente câmbio teve um efeito negativo o valor das empresas, o resultado aponta que uma desvalorização cambial pode diminuir o valor das companhias. Paredes e Oliveira (2017) A Taxa de Câmbio apresentou correlação negativa com o Valor de Mercado das empresas de siderurgia e construção assim como Righi, Schlender e Ceretta (2012) e Silva e Coronel (2012).

Carvalho *et al.* (2013), PIB, SELIC e Taxa de Câmbio afetam no cálculo do Valor de Mercado das empresas. Câmbio possui relação positiva com valor das companhias de veículos e peças. Selic possui relação inversa com a variável dependente, ou seja, caso haja um aumento da taxa Selic, haverá uma diminuição no valor das companhias.

Análise Anual – Valor de Mercado e Variáveis Macroeconômicas e de Desempenho

Equação 2

A Tabela 4 apresenta a relação entre o Valor de Mercados das empresas de consumo cíclico e não cíclico brasileiras, em relação aos indicadores de desempenho econômico (Liberdade Econômica e Liberdade Monetária) publicados pela *Heritage Foundation*, como também, em relação as variáveis macroeconômicas (Ibovespa, PIB, Taxa de Câmbio) e a variável Tamanho da Empresa “TAM”.

Tabela 4: Resultado da Estimação da Equação 2 definida para a dependente Valor de Empresa.

| Variável | <i>Pooled</i> | | Efeito fixo | | Efeito Aleatório | | MQG | |
|-------------------------|---------------|------------|-------------|------------|------------------|-------------|-------------|-------------|
| | Modelo 1 | Modelo 2 | Modelo 1 | Modelo 2 | Modelo 1 | Modelo 2 | Modelo 1 | Modelo 2 |
| TAM | 1,0870*** | 1,0856*** | 0,7493*** | 0,7227*** | 0,8197*** | 1,0856*** | 1,0832*** | 1,0789*** |
| | (0,0397) | (0,0397) | (0,0625) | (0,06250) | (0,0565) | (0,0397) | (0,0127) | (0,0127) |
| IBOV | 1,3205*** | 0,1867 | 1,3521*** | 0,05432 | 1,3456*** | 0,1867 | 1,0428*** | 0,3133*** |
| | (0,5502) | (0,4367) | (0,2248) | (0,1784) | (0,2265) | (0,4367) | (0,2565) | (0,2286) |
| PIB | 1,4226*** | 0,1667 | 1,8363*** | 0,5104*** | 1,7500*** | 0,1667 | 0,5111*** | 0,1617 |
| | (1,5251) | (1,1747) | (0,6278) | (0,4798) | (0,6313) | (1,1747) | (0,7109) | (0,6150) |
| TC | -0,2420*** | -0,9600*** | 0,0516 | -0,7144*** | -0,0097 | -0,9600*** | -0,2979*** | -0,9497*** |
| | (0,5776) | (0,3047) | (0,2417) | (0,1302) | (0,2424) | (0,3047) | (0,2688) | (0,1592) |
| ILE | 3,5332*** | - | 3,8567*** | - | 3,7892*** | - | 3,3420*** | - |
| | (2,3825) | - | (0,9756) | - | (0,9821) | - | (1,1107) | - |
| ILM | - | 2,1020*** | - | 2,5544*** | - | 2,1020*** | - | 1,6137*** |
| | - | (1,3341) | - | (0,5462) | - | (1,3341) | - | (0,6981) |
| <i>Const</i> | -44,4472*** | -12,7997 | -47,5936*** | -14,2318 | -46,9375*** | -12,7997*** | -27,6450*** | -11,1216*** |
| | (34,3086) | (20,7239) | (14,0354) | (8,4072) | (14,1330) | (20,7239) | (15,9953) | (10,8497) |
| R ² | 0,6607 | 0,6609 | - | - | - | 0,6609 | - | - |
| Prob > F | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | - | 0,0000 | - | - |
| Prob > Chi ² | - | - | - | - | 0,0000 | 0,1518 | 0,0000 | 0,0000 |
| <i>Within</i> | - | - | 0,3629 | 0,3734 | 0,3623 | - | - | - |
| <i>Between</i> | - | - | 0,6919 | 0,6919 | 0,6919 | - | - | - |
| <i>Overall</i> | - | - | 0,6590 | 0,6582 | 0,6598 | - | - | - |

Fonte: Resultados da pesquisa. Significância estatística: * a 10%, ** a 5%, *** a 1%. Desvio padrão entre parênteses. TAM = Tamanho da Empresa, IBOV = Cotação do Indicador Ibovespa, PIB = PIB real da economia deflacionada, LE = Indicador de Liberdade Econômica, LM = Indicador de Liberdade Monetária, TC = Taxa de Câmbio dólar americano/Real.

A tabela 4 apresenta dois modelos, no Modelo 1 foi testado o índice de Liberdade Econômica, com as demais variáveis macroeconômicas (Ibovespa, PIB e Taxa de Câmbio) e sua relação com o valor de mercado das empresas da amostra, em uma análise anual. É possível notar que as variáveis “TAM”, “IBOV”, “PIB” e “TC” apresentaram o mesmo coeficiente tanto na análise trimestral na tabela 3, quanto na análise anual da tabela 4, vale ressaltar ainda que os coeficientes obtidos nas análises são condizentes com o esperado.

Já o modelo 2 foi testado o índice de Liberdade Monetária, com as demais variáveis macroeconômicas do estudo e a sua relação com o Valor de Mercado das empresas. Vale ressaltar que os coeficientes esperados tanto no modelo 1 quanto no modelo 2, foi condizente com o esperado das variáveis “TAM”, “IBOV”, “PIB” e “TC”, contudo, os números variaram de um modelo a outro não apresentando significância estatística em alguns casos.

O índice Ibovespa, que é considerado o principal indicador da bolsa de valores brasileira, possui relação positiva a um nível de significância de 1% com o Valor de Mercado das entidades de consumo cíclico e não cíclico brasileiras. Este resultado pode ser justificado através de estudos como o Shahzad *et al.* (2020) que encontraram relação positiva entre alavancagem financeira e o desenvolvimento do mercado de ações; além de Dincergok e Yalciner (2011) que encontraram relação positiva e significativa entre o desenvolvimento do mercado de ações e a Estrutura de Capital, considerando uma relação causal entre a mesma e o Valor de Mercado das empresas.

A variável macroeconômica PIB, apresentou relação positiva e significância estatística a 1 % com o Valor de Mercado das entidades, sinal condizente com o esperado para a pesquisa. O resultado encontrado corrobora com o estudo de Bernardelli e Bernardelli (2016), que encontrou relação positiva da variável, resultado justificado pois com um aumento na atividade econômica nacional, *i.e.*, aumento da demanda de bens e serviços das empresas de bens e serviços fazendo com que o Valor de Mercado destas se eleve.

Ao analisar as variáveis na tabela é possível identificar que o indicador de Liberdade Econômica, aponta para uma relação positiva e significativa com o Valor de Mercado das empresas em todos os modelos testados, o modelo com melhor ajuste seria o de Efeito Aleatório, contudo, com a existência de heterocedasticidade e correlação serial o modelo precisou ser corrigido. Por meio do coeficiente positivo da variável Liberdade Econômica testada por meio do Modelo 1 (Equação 2), se verifica, que o grau de liberdade do país sede interfere positivamente no Valor de Mercado das empresas.

Os resultados, portanto, corroboram com pesquisas anteriores a respeito do tema Liberdade Econômica, onde o indicador possui forte ligação positiva com o crescimento

econômico, *e.g.*, Saglam (2019), buscou estimar a correlação entre o crescimento econômico e o índice de Liberdade Econômica a longo prazo, utilizando como objeto de estudo 13 países em desenvolvimento do leste europeu, em um período de 21 anos (1995 a 2015). Os achados do estudo, apontam uma relação positiva a longo prazo entre crescimento econômico e Liberdade Econômica, onde assim como na presente pesquisa, foi utilizado o indicador publicado pela *Heritage Foundation* a respeito da Liberdade Econômica como *proxy*, essa relação teria um reflexo de 11 % no crescimento econômico de cada 1% de crescimento ILE. Além disso, outros estudos, corroboram com os achados, tais como: (*e.g.* VIEIRA, 2021; BEFAS, 2019; ÇIFÇI; UZGÖREN; ÖZBEK, 2018; MIMOUN; ESSAGGAY, 2018; HUSSAIN; HAQUE, 2016).

Com o desempenho empresarial *e.g.* BURNIE (2021) O desempenho de 87 mercados de ações em todo o mundo é examinado ao longo do período de dezembro de 1995 a junho de 2016. Os mercados de ações reagem positivamente à divulgação de dados do índice de Liberdade Econômica. O papel da estrutura política e econômica de um país é determinante fundamental da renda, do crescimento, do valor do mercado de ações e dos retornos. Mudanças positivas na Liberdade Econômica estão associadas a uma mudança positiva no retorno do mercado. Corroborando com os achados de (*e.g.* BYCOVA; CORTES, 2020; KARDAN, 2019)

E com o Valor de Mercado das empresas, a hipótese é reforçada e busca corroborar com os achados de Cetorelli e Peristiaeni (2015), que revelaram uma forte relação entre a Liberdade Econômica geral e valor de empresa, o que indica que empresas que operam em um ambiente regido por fortes princípios econômicos e políticos podem desfrutar de avaliações mais elevadas. Corroborando com Liao (2018) que apontou em seu estudo evidências acerca do fortalecimento da avaliação e lucratividade de uma empresa por meio da Liberdade Econômica.

A variável Liberdade Monetária que é testada por meio do Modelo 2 (Equação 2), e apresenta coeficiente positivo em relação ao Valor de Mercado das empresas de consumo cíclico e não cíclico brasileira, apresentando significância ao nível de 1%. Nota-se que o modelo com melhor ajuste foi de Efeito Aleatório, contudo, com a existência de heterocedasticidade e correlação serial, foi necessário que o modelo fosse corrigido pelo método de regressão de mínimos quadrados generalizados.

Os resultados esperados em *H4*, corroboram com Mockova; Zinecker (2014), que encontraram essa relação positiva entre a Estrutura de Capital na Alemanha e França, destacando resultados que corroboram com a POT - “*pecking order theory*”, as autoras afirmam que dependendo do tipo de política monetária aplicada, as empresas tendem a se comportar de uma ou outra forma, seja em período de expansão das atividades econômicas, onde obtêm

maiores lucros, e optam por utilizar o financiamento interno, em contraste, em períodos de recessão, quando a Taxa de Juros cai, aconte o mesmo com os empréstimos bancários, por exemplo.

Dessa forma, nota-se a ligação direta entre políticas monetária governamentais e o desempenho das empresas, visto que, ao passo que afetam os lucros e a Estrutura de Capital das empresas, afeta consequentemente seu Valor de Mercado. Isto posto, é importante salientar outros estudos que buscaram relacionar medidas da política monetária com a Estrutura de Capital ou Valor de Mercado das empresas, seja a Inflação e/ou Taxa de Juros (e.g. bokpin, 2009; MARTINS; TERRA, 2014; REHMAN, 2016; USMAN; OLYIWOLA, 2019).

Nota-se alta taxa da Selic no ano de 2016 por diversos motivos, dentre eles o Impeachment da ex-presidenta, além de um pico inflacionário, o que pôde ser sentido fortemente pelos setores da economia, principalmente o setor de consumo cíclico, o qual é bastante influenciado pelas flutuações econômicas. Logo após esse período, após a aprovação da PEC dos gastos públicos no final do ano de 2016 e da reforma trabalhista em meados de 2017, a taxa Selic vem despencando desde então. Isto posto, visto a ligação direta do consumo não cíclico com o consumo das famílias, a Liberdade Monetária que é medida pela estabilidade de preços, interfere diretamente esse setor, em face de uma redução da Taxa de Juros, a população tem mais poder de compra e assim beneficia o setor mencionado.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O principal objetivo do estudo foi analisar como as variáveis macroeconômicas e de desempenho explicam a Estrutura de Capital e Valor de Mercado das empresas. Sob essa ótica, o objeto do estudo foram as empresas de consumo cíclico e não cíclico, buscando assim compreender os efeitos do ambiente macroeconômico em cenário brasileiro. O estudo refletiu sobre como os ciclos da economia podem impactar na atividade econômica brasileira, além de buscar compreender como variáveis externas da economia podem afetar o desempenho de uma empresa.

Por meio das análises expostas na seção de resultados, os achados corroboram com diversos estudos anteriores e se fazem entender por meio de diversas teorias relacionadas aos ciclos da economia, a Estrutura de Capital, valor de empresa e Liberdade Econômica. Em grande parte dos resultados, tratando-se da Estrutura de Capital, *proxy* Lucro Líquido obteve relação esperada com as variáveis macroeconômicas testadas (PIB, TJ e TC), esta relação não se deu apenas com o indicador Ibovespa que apresentou relação significativa apenas com a variável Valor de Mercado.

Destacando a vulnerabilidade brasileira como uma economia emergente em relação a choques externos em particular apreciação e depreciação cambial. A Taxa de Câmbio possui uma relação negativa com as variáveis, podendo citar que um aumento de 1% na Taxa de Câmbio implicaria em um aumento de 1,09% no LL das empresas da amostra. O que acontece também com a variável VM que um aumento de 1% na Taxa de Câmbio implica em uma diminuição de 0,95% no Valor de Mercado das empresas.

Os indicadores de Liberdade Econômica e Monetária apresentaram os resultados conforme o esperado (positivo). Visto que, conforme a literatura exposta acerca do tema países economicamente mais livres são países com taxas de crescimento mais acentuadas, além de ostentarem mais qualidade de vida, isto posto, maiores graus de liberdade têm efeito positivo sobre a EC e VM das empresas.

Sendo assim, a variável Estrutura de Capital é impactada indicadores macroeconômicos, e a variável VM é impactada por indicadores macroeconômicos e de desempenho, cabe ressaltar ainda que, a variável “Tamanho da Empresa” possui relação significativa com todas as variáveis dependentes testadas no estudo, o que corrobora com a literatura exposta no estudo sobre determinantes da Estrutura de Capital.

O estudo contribui nas discussões de Estrutura de Capital, valor de empresa e Liberdade Econômica, dando base para futuras pesquisas acerca dos temas. Atingindo assim, os objetivos

da pesquisa. Uma limitação da pesquisa, foi a não comparação entre os setores estudados, visto que a amostra não foi suficiente para realizar tal análise, o que seria muito interessante em trabalhos posteriores. Outra sugestão para próximas pesquisas, se encontra em uma comparação dos setores de consumo cíclico e não cíclico do ambiente econômico brasileiro em comparação a uma economia desenvolvida, como EUA por exemplo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABOR, Joshua. The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. **The journal of risk finance**, 2005.
- AGUIRRE, A., FERREIRA, A., & NOTINI, H. The impact of exchange rate volatility on Brazilian manufactured exports. *Económica La Plata*, 3. (1–2).2007.
- ALBANEZ, Tatiana; VALLE, Maurício Ribeiro do; CORRAR, Luiz João. Fatores institucionais e assimetria informacional: influência na Estrutura de Capital de empresas brasileiras. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 13, n. 2, p. 76-105, 2012.
- ALBUQUERQUE, A.A. Alavancagem financeira e investimento: um estudo nas empresas brasileiras não financeiras de capital aberto. **Tese (Doutorado) -Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto**, 2013.
- ALVES, Paulo; FRANCISCO, Paulo. The impact of institutional environment on the capital structure of firms during recent financial crises. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 57, p. 129-146, 2015.
- AMARAL, Marco Aurélio; SANTOS, Odilanei Moraes dos. Efeito no preço das ações de empresas punidas por corrupção no âmbito do FCPA. **Revista Universo Contábil**, v. 13, n. 2, p. 109-129, 2017.
- APANISILE, Olumuyiwa Tolulope; OLAYIWOLA, John Ayobamibo. Macroeconomic and institutional determinants of firms' choices of capital structure in Nigeria: a system-GMM approach. *International Journal of Business and Emerging Markets*, v. 11, n. 1, p. 89-107, 2019.
- ARAÚJO, Eduardo Carvalho Correa de *et al.* Corrupção e Valor de Mercado: os efeitos da Operação Lava Jato sobre o mercado de ações no Brasil. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 17, n. 51, 2018.
- ASIF, Jawad; ABBAS, Sayyed Khawar; HASSAN, Hafiz Ali. Valuation Based Test of Market Timing Theory. **International Journal of Academic Multidisciplinary Research**, v. 2, n. 4, p. 28-30, 2018.
- ASSAF NETO, Alexandre. Valuation: métricas de valor & avaliação de empresas. **São Paulo: Atlas**, v. 20, 2014.
- ATTÍLIO, Luccas Assis. Liberdade Econômica e Crescimento (1970-2014). **Revista Brasileira de Economia**, v. 74, n. 1, p. 23-48, 2020.
- AYAYDIN, Hasan; HAYALOGLU, Pınar. The effect of corruption on firm growth: evidence from firms in Turkey. **Asian Economic and Financial Review**, v. 4, n. 5, p. 607-624, 2014.
- AYBAR-ARIAS, Cristina; CASINO-MARTINEZ, Alejandro; LOPEZ-GRACIA, Jose. Capital structure and sensitivity in SME definition: a panel data investigation. **Available at SSRN 549082**, 2003.
- B3, Brasil, Bolsa Balcão. Classificação setorial – B3. Acesso em<http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/acoes/consultas/classificacao-setorial/> 2020.

- BAHMANI-OSKOOEE, Mohsen; HARVEY, Hanafiah; HEGERTY, Scott W. The effects of exchange-rate volatility on commodity trade between the US and Brazil. **The North American Journal of Economics and Finance**, v. 25, p. 70-93, 2013.
- BAHSH, Rana el; ALATTAR, Ali; YUSUF, Aziz N. Firm, Industry and Country Level Determinants of Capital Structure: Evidence from Jordan. **International Journal of Economics and Financial Issues**, v. 8, n. 2, p. 175, 2018.
- BAKER, Malcolm; WURGLER, Jeffrey. Market timing and capital structure. **The journal of finance**, v. 57, n. 1, p. 1-32, 2002.
- BALTACI, N.; AYAYDIN, H. Firm, country and macroeconomic determinants of capital structure: Evidence from Turkish banking sector. **EMAJ: Emerging Markets Journal**, v. 3, n. 3, p. 47-58, 2014.
- BASTOS, Douglas Dias; NAKAMURA, Wilson Toshiro; BASSO, Leonardo Fernando Cruz. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, p. 47-77, 2009.
- BEACH, W.; MILES, A. M. Explaining the Factors of the Index of Economic Freedom, 2006 Index of Economic Freedom. The Heritage Foundation and Wall Street Journal, 2004.
- BECK, N.; KATZ, J. N. What to do (and not to do) with Time-Series Cross-Sectional Data. **The American Political Science Review**, 634-647.
- BEFAS, Sotirios. The dynamic relationship between economic freedom and growth, income inequality and happiness. 2019.
- BELKHIR, Mohamed; MAGHYEREH, Aktham; AWARTANI, Basel. Institutions and corporate capital structure in the MENA region. **Emerging Markets Review**, v. 26, p. 99-129, 2016.
- BERGGREN, Niclas. Economic freedom and equality: Friends or foes?. **Public choice**, v. 100, n. 3-4, p. 203-223, 1999.
- BERGGREN, Niclas; JORDAHL, Henrik. Does free trade really reduce growth? Further testing using the economic freedom index. **Public Choice**, v. 122, n. 1-2, p. 99-114, 2005.
- BERNARDELLI, L.V.; BERNARDELLI, A.G. Análise sobre a Relação do Mercado Acionário com as Variáveis Macroeconômicas no Período de 2004 a 2014. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 4, n. 1, p. 4-17, 2016.
- BERNARDO, Cláudio Júnior; ALBANEZ, Tatiana; SECURATO, José Roberto. Fatores Macroeconômicos e Institucionais, Composição do Endividamento e Estrutura de Capital de Empresas Latino-Americanas. **BBR. Brazilian Business Review**, v. 15, n. 2, p. 152-174, 2018.
- BHAMRA, Harjoat S.; KUEHN, Lars-Alexander; STREBULAEV, Ilya A. The aggregate dynamics of capital structure and macroeconomic risk. **The Review of Financial Studies**, v. 23, n. 12, p. 4187-4241, 2010.
- BITTENCOURT, M.V.L.; LARSON, D.W.; THOMPSON, S.R. Impactos da volatilidade da Taxa de Câmbio no comércio setorial do Mercosul. **Estudos Econômicos**, vol. 37, nº 4, p. 791-816, 2007.

BITTENCOURT, Geraldo Moreira; CAMPOS, Antônio Carvalho. Efeitos da instabilidade da Taxa de Câmbio no comércio setorial entre Brasil e seus principais parceiros comerciais. **Economia Aplicada**, v. 18, n. 4, p. 657-678, 2014.

BLANCHARD, Oliver. Macroeconomia. 5 ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2011. 600 p. Tradução Luciana do Amaral Teixeira.

BOKPIN, Godfred Alufar. Macroeconomic development and capital structure decisions of firms. **Studies in economics and finance**, 2009.

BOOTH, L. *et al.* Capital structure in developing countries. *The Journal of Finance*, Chicago, v. 56, n. 1, p. 87-130, Feb.2001.

BOUGATEF, Khemaies; CHICHTI, Jameleddine. Equity market timing and capital structure: Evidence from Tunisia and France. **International Journal of Business and Management**, v. 5, n. 10, p. 167-177, 2010.

BRENDEA, Gabriela. Testing the impact of market timing on the Romanian firms' capital structure. **Procedia Economics and Finance**, v. 3, p. 138-143, 2012.

BRUSOV, Peter *et al.* Bankruptcy of the Famous Trade-Off Theory. In: **Modern Corporate Finance, Investments and Taxation**. Springer, Cham, 2015. p. 47-72

BURNIE, David A. Democracy, dictatorship, and economic freedom signals in stock market. **International Journal of Finance & Economics**, 2017.

BURNIE, David A. Democracy, dictatorship, and economic freedom signals in stock market. **International Journal of Finance & Economics**, v. 26, n. 1, p. 375-390, 2021.

BURNS, Arthur F.; MITCHEL, W. C. Measuring Business Cycles, Nueva York: National Bureau of Economic Research. 1946.

BYKOVA, Anna; COATES, Dennis. Firm performance and regional economic freedom: the case of Russia. **Post-Soviet Affairs**, v. 36, n. 5-6, p. 395-415, 2020.

CABALLERO, Ricardo J.; CORBO, Vittorio. The effect of real exchange rate

CAMERON, A. C.; TRIVEDI, P. K. Microeconometrics using Stata. College Station: Stata Press, 2009.

CAPRIATA, Willian. Análise das escolhas de portfólio das principais empresas do segmento commodities em relação à evolução da Taxa de Câmbio entre 2004 e 2016. In: **IX Mostra da Pós-Graduação**. 2017.

CAPRIATA, Willian. Análise das escolhas de portfólio das principais empresas do segmento commodities em relação à evolução da taxa de câmbio entre 2004 e 2016. In: **IX Mostra da Pós-Graduação**. 2017.

CARDOSO, Vanessa Rodrigues dos Santos; PINHEIRO, Marília Cordeiro. Influência da recessão e das variáveis macroeconômicas sobre a Estrutura de Capital setorial. **Revista Contabilidade & Finanças**, n. AHEAD, 2020.

CARLSSON, Fredrik; LUNDSTRÖM, Susanna. Economic freedom and growth: Decomposing the effects. **Public choice**, v. 112, n. 3-4, p. 335-344, 2002.

- CARVALHO, K. S. *et al.* A Influência das Variáveis Macroeconômicas Sobre o Valor de Empresas: uma Abordagem a partir do Modelo de Ohlson. In: **Encontro da ANPAD**, 38, 2013, Rio de Janeiro. **Anais...**Rio de Janeiro: ANPAD, 2013.
- CASAGRANDE, Dieison Lenon *et al.* As elasticidades setoriais das exportações brasileiras: uma análise empírica para o período 1999-2013. **Nova Economia**, v. 29, n. 1, p. 193-222, 2019.
- CETORELLI, Nicola; PERISTIANI, Stavros. Firm value and cross listings: The impact of stock market prestige. **Journal of Risk and Financial Management**, v. 8, n. 1, p. 150-180, 2015.
- CHADEGANI, Arezoo Aghaei *et al.* The effect of economic and accounting variables on capital structure: Empirical evidence from Iranian companies. **International Research Journal of Finance and Economics ISSN**, p. 1450-2887, 2011.
- CHANG, Ya-Kai; CHOU, Robin K.; HUANG, Tai-Hsin. Corporate governance and the dynamics of capital structure: New evidence. **Journal of Banking & Finance**, v. 48, p. 374-385, 2014.
- CHEN, Carl R.; HUANG, Ying Sophie. Economic freedom, equity performance and market volatility. **International Journal of Accounting & Information Management**, 2009.
- CHEN, Chih-Ying; CHEN, Peter F.; JIN, Qinglu. Economic freedom, investment flexibility, and equity value: a cross-country study. **The Accounting Review**, v. 90, n. 5, p. 1839-1870, 2015.
- CHEN, Hui. Macroeconomic conditions and the puzzles of credit spreads and capital structure. **The Journal of Finance**, v. 65, n. 6, p. 2171-2212, 2010.
- CHIPETA, Chimwemwe; DERESSA, Chera. Firm and country specific determinants of capital structure in Sub Saharan Africa. **International Journal of Emerging Markets**, 2016.
- ÇİFÇİ, İ.; UZGÖREN, Ergin; ÖZBEK, Rabia Inci. Effect of economic freedom on economic growth: an application on OECD countries. **The Empirical Economics Letters**, v. 17, n. 10, p. 1203-1211, 2018.
- CRESWELL, John W. *Research Design: Qualitative, Quantitative, and Methods Approaches*. 4 ed. Los Angeles: Sage, 2014. 304 p.
- CUNHA, Moisés Ferreira da; MARTINS, Eliseu; NETO, Alexandre Assaf. Avaliação de empresas no Brasil pelo fluxo de caixa descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista dos direcionadores de valor nas ofertas públicas de aquisição de ações. **Revista de Administração**, v. 49, n. 2, p. 251-266, 2014.
- DEANGELO, H.; MASULIS, R. W. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v. 8, n. 1, p. 3-29, Mar. 1980.
- DEESOMSAK, Rataporn; PAUDYAL, Krishna; PESCIETTO, Gioia. The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region. **Journal of multinational financial management**, v. 14, n. 4-5, p. 387-405, 2004.
- DINCERGOK, Burcu; YALCINER, Kursat. Capital structure decisions of manufacturing firms' in developing countries. **Middle Eastern finance and economics**, v. 12, n. 7, p. 86-100, 2011.

DROBETZ, Wolfgang et al. Capital structure decisions of globally-listed shipping companies. **Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review**, v. 52, p. 49-76, 2013.

DURAND, D. Cost of debt and equity funds for business: trends and problems in measurement. In: CONFERENCE ON RESEARCH IN BUSINESS FINANCE, 1952, New York. Proceedings...New York: National Bureau of Economic Research, 1952, p.215-262.

EKSTRÖM, Shirley Ye; KANAPORYTE, Indre. The Determinants of Capital Structure--A Comparison of Listed Large Capitalization Non-Financial Companies in the USA and Sweden. 2015.

ESMAILPOUR, Aso; SARA, Ali Sarkhosh; RAHIMPOUR, Mohammad. Examining the Concurrent Effects of Specific Corporate Traits and Macroeconomic Variables on Capital Structure. **UKH Journal of Social Sciences**, v. 3, n. 2, p. 19-31, 2019.

ESPOSTO, Alfredo G.; ZALESKI, Peter A. Economic freedom and the quality of life: an empirical analysis. **Constitutional political economy**, v. 10, n. 2, p. 185-197, 1999.

FAN, Joseph PH; TITMAN, Sheridan; TWITE, Garry. An international comparison of capital structure and debt maturity choices. **Journal of Financial and quantitative Analysis**, v. 47, n. 1, p. 23-56, 2012.

FAULKENDER, Michael *et al.* Cash flows and leverage adjustments. **Journal of Financial economics**, v. 103, n. 3, p. 632-646, 2012.

FÁVERO, L. P. *et al.* Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões. Campus, 2009.

FÁVERO, Luiz Paulo; BELFIORE, Patrícia. Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®. Elsevier Brasil, 2017.

FEIDAKIS, Andreas; ROVOLIS, Antonios. **Capital structure choice in European Union: evidence from the construction industry**. Applied Financial Economics, v. 17, n. 12, p. 989-1002, 2007.

FRANK, M.Z.; GOYAL, V. K. Capital structure decisions: which factors are reliably important? *Financial Management*, Tampa, v. 38, n. 1, p. 1-37, spring 2009.

FREZATTI, F. Valor da empresa: avaliação de ativos pela abordagem do resultado econômico residual. **Caderno de Estudos**, n. 19, p. 01-16, 1998.

GAJUREL, Dinesh. Macroeconomic influences on corporate capital structure. Available at SSRN 899049, 2006.

GAJUREL, Dinesh. Macroeconomic influences on corporate capital structure. **Available at SSRN 899049**, 2006.

GAUD, Philippe *et al.* The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data. **European financial management**, v. 11, n. 1, p. 51-69, 2005.

GERTLER, Mark; HUBBARD, R. Glenn; KASHYAP, Anil. Interest rate spreads, credit constraints, and investment fluctuations: an empirical investigation. **In: Financial markets and financial crises**. University of Chicago Press, p. 11-32, 1991.

GIRÃO, L.F.A.P.; MARTINS, O.S.; PAULO, E. Avaliação de empresas e probabilidade de negociação com informação privilegiada no mercado brasileiro de capitais. **Revista de Administração –RAUSP**. v. 49, n. 3, p. 462-475, jul./set, 2014.

GROPPER, Daniel M.; JAHERA JR, John S.; PARK, Jung Chul. Political power, economic freedom and Congress: Effects on bank performance. **Journal of Banking & Finance**, v. 60, p. 76-92, 2015.

GUJARATI, Damodar N; PORTER, Dawn. **Econometria Básica**. 5. ed. São Paulo: Amgh Editora Ltda, 2011. 924 p. Tradução de: Denise Duarte, Mônica Rosemberg e Maria Lúcia G. L. Rosa.

GUNGORAYDINOGLU, A.; ÖZTEKIN, Ö. Firm-and contry-level determinants of corporate leverage: some new international evidence. **Journal of Corporate Finance**, Amsterdam, v. 17, n. 5, p. 1457-1474, Dec. 2011.

GREENE, William H. **Econometric analysis**. Prentice Hall, 2002.

GWARTNEY, James D.; LAWSON, Robert; BLOCK, Walter. **Economic freedom of the world, 1975-1995**. Fraser Inst, 1996.

GWARTNEY, James; LAWSON, Robert. The concept and measurement of economic freedom. **European Journal of Political Economy**, v. 19, n. 3, p. 405-430, 2003.

HACKBARTH, Dirk. Managerial traits and capital structure decisions. **Journal of financial and quantitative analysis**, p. 843-881, 2008.

HANDOO, Anshu; SHARMA, Kapil. A study on determinants of capital structure in India. **IIMB Management review**, v. 26, n. 3, p. 170-182, 2014.

HANOUSEK, Jan; SHAMSHUR, Anastasiya. A stubborn persistence: Is the stability of leverage ratios determined by the stability of the economy? **Journal of corporate finance**, v. 17, n. 5, p. 1360-1376, 2011.

HENNESSY, Christopher A.; LIVDAN, Dmitry; MIRANDA, Bruno. Repeated signaling and firm dynamics. **The Review of Financial Studies**, v. 23, n. 5, p. 1981-2023, 2010.

HERITAGE – All Index Data. **Dados históricos do EFI**.
<<https://www.heritage.org/index/explore>> Acesso em 12 Abril 2021.

HOMMEI, Maikel. Dividend policy and ownership structure in the Netherlands. **Unpublished Master Thesis, Financial Management. Netherland: Tilburg University, School of Economics and Management**, 2011.

HOQUE, Hafiz; POUR, Eilnaz Kashefi. Bank-level and country-level determinants of bank capital structure and funding sources. **International Journal of Finance & Economics**, v. 23, n. 4, p. 504-532, 2018.

HOVAKIMIAN, Armen; HOVAKIMIAN, Gayane; TEHRANIAN, Hassan. Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues. **Journal of financial economics**, v. 71, n. 3, p. 517-540, 2004.

HU, Wansu. **The determinant of capital structure in SME's: evidence from UK and China**. 2019. Tese de Doutorado. Bournemouth University.

HUSSAIN, Mohammed Ershad; HAQUE, Mahfuzul. Impact of economic freedom on the growth rate: A panel data analysis. **Economies**, v. 4, n. 2, p. 5, 2016.

HUSSAIN, Siti Salimah; MIRAS, Hassan. The determinants of capital structure for Malaysian food producing companies. **International journal of accounting and business management**, v. 4, n. 2, p. 138-161, 2015.

IBGE - INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Sistema de Contas Nacionais Trimestrais – SCNT**. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/comercio/9300-contas-nacionais-trimestrais.html?=&t=o-que-e>> Acesso em: 07 de setembro de 2020.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (Washington). **A economia mundial: Desaceleração sincronizada, perspectivas precárias. 2019**. Disponível em: <<https://www.imf.org/pt/News/Articles/2019/10/15/blog-weo-the-world-economy-synchronized-slowdown-precarious-outlook>>. Acesso em: 20 maio 2020.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (Washington). **A resposta das economias de mercados emergentes à COVID-19: além das políticas convencionais**. Disponível em: <<https://www.imf.org/pt/News/Articles/2020/08/06/blog-covid-19-response-in-emerging-market-economies-conventional-policies-and-beyond>>. Acesso em: 08 de agosto de 2020.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. Texto para discussão: **Ambiente de Negócios, Investimentos e Produtividade**. Brasília: Ipea, 2015. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_2130f.pdf>. Acesso: 27 Jun. de 2019.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. Texto para discussão: **As Economias Emergentes e o Cenário Internacional**. Brasília: Ipea, 2016. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/7230/1/td_2235.PDF>. Acesso: 27 Jun. de 2019.

IRUNGU, Solomon Mwangi; MUTURI, Willy. **Impact of Macroeconomic Variables on Performance of Firms Quoted in the Energy and Allied Sector in the Nairobi Securities Exchange**. International Journal of Education and Research, v. 3, n. 10, 2015.

IVANOVÁ, Eva; MASÁROVÁ, Jana. Performance evaluation of the Visegrad Group countries. **Economic research-Ekonomska istraživanja**, v. 31, n. 1, p. 270-289, 2018.

JENSEN, M. C; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.

JESUS, L. A. D. **O impacto da volatilidade cambial nas exportações brasileiras para o Mercosul: uma análise em painel dinâmico** [dissertação]. Curitiba: Universidade Federal do Paraná, 2010.

KARDAN, Behzad; FROTAGHEH, Mahdi. The Relationship between Governance Indicators and Firm Performance. **Iranian Journal of Accounting, Auditing and Finance**, v. 3, n. 3, p. 39-56, 2019.

KARPAVIČIUS, Sigitas; YU, Fan. The impact of interest rates on firms' financing policies. *Journal of Corporate Finance*, v. 45, p. 262-293, 2017.

KAYHAN, Ayla; TITMAN, Sheridan. Firms' histories and their capital structures. **Journal of financial Economics**, v. 83, n. 1, p. 1-32, 2007.

KAYO, E.K.; KIMURA, H. Hierarchical determinants of capital structure. *Journal of Banking & Finance*, Amsterdam, v. 35, n. 2, p. 358-371, Feb. 2011.

- KHANNA, Sakshi; SRIVASTAVA, Amit; MEDURY, Yajulu. **The effect of macroeconomic variables on the capital structure decisions of Indian firms: A vector error correction model/vector autoregressive approach**. *International Journal of Economics and Financial Issues*, v. 5, n. 4, p. 968-978, 2015.
- KRAUS, Alan; LITZENBERGER, Robert H. A state-preference model of optimal financial leverage. **The journal of finance**, v. 28, n. 4, p. 911-922, 1973.
- LEMMA, Tesfaye Taddese; NEGASH, Minga. Institutional, macroeconomic and firm-specific determinants of capital structure. **Management Research Review**, 2013.
- LIAO, Min-Yu. International Evidence on Economic Freedom, Governance, and Firm Performance. In: **International Corporate Governance and Regulation**. Emerald Publishing Limited, 2018. p. 85-103.
- LIM, Thian Cheng. Determinants of capital structure empirical evidence from financial services listed firms in China. **International journal of economics and finance**, v. 4, n. 3, p. 191-203, 2012.
- LIMA, Fabiano Guasti ; ASSAF NETO, Alexandre ; PERERA, L. C. J. ; SILVA FILHO, Antonio Carlos da . The impacts in the capital structure of brazilian companies during periods of crisis. **Journal of International Finance and Economics** , v. 11, p. 154-160, 2011
- LONG JR, John B.; PLOSSER, Charles I. Real business cycles. **Journal of political Economy**, v. 91, n. 1, p. 39-69, 1983.
- MAHAJAN, Arvind; TARTAROGLU, Semih. Equity market timing and capital structure: International evidence. **Journal of Banking & Finance**, v. 32, n. 5, p. 754-766, 2008.
- MAHMUD, Muhammad *et al.* Economic factors influencing corporate capital structure in three Asian countries: Evidence from Japan, Malaysia and Pakistan. 2009.
- MALTA, T.L.; CAMARGOS, M.A. Variáveis da análise fundamentalista e dinâmica e o retorno acionário de empresas brasileiras entre 2007 e 2014. **REGE-Revista de Gestão**, v. 23, n. 1, p. 52-62, 2016.
- MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. Técnicas de Pesquisa. 11. ed. São Paulo: Saraiva, 2015. 277 p.
- MARQUES, L. D. Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão da literatura. Série Working Papers do Centro de Estudos Macroeconômicos e Previsão (CEMPRE) da Faculdade de Economia do Porto, Portugal, n. 100, 2000.
- MARTINS, Henrique Castro; TERRA, Paulo Renato Soares. Determinantes nacionais e setoriais da estrutura de capital na América Latina. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 18, n. 5, p. 577-597, 2014.
- MEIRELES, Camila Pereira; LOPES, Juliana Leite. **Prática de avaliação (Valuation) pelo método fluxo de caixa descontado e sua aplicação na cooperativa de crédito Sicoob profissionais da saúde da região de Caratinga, Manhuaçu e Carangola**. 2016.
- MEURER, R. M. **Fatores determinantes no valor de mercado das empresas: um estudo para o setor de utilidade pública no Brasil, Argentina e Chile**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade Federal de Mato Grosso do Sul, Campo Grande 2020.
- MIGLO, Anton. Debt-equity choice as a signal of earnings profile over time. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 47, n. 1, p. 69-93, 2007.

- MILLER, M. H. Debt and taxes. *The Journal of Finance*, Chicago, v. 32, n. 2, p. 261-275, May 1977.
- MILLER, Terry; KIM, Anthony B. Defining economic freedom. **Miller AT, Holmes KR, Feulner EJ (eds)**, p. 87-94, 2013.
- MIMOUN, Mohamed Ben; ESSAGGAY, Ali. Economic Freedom, TFP and Growth: Comparative Analysis of GCC and East Asian Newly Industrialized Economies (NIEs). **Academic Journal of Business**, v. 4, n. 1, 2018.
- MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO, INDÚSTRIA E COMÉRCIO EXTERIOR E SERVIÇOS, 2019. Balança comercial brasileira: Acumulado do ano. Disponível em <<http://www.mdic.gov.br/index.php/comercio-exterior/estatisticas-de-comercio-exterior/balanca-comercial-brasileira-acumulado-do-ano>> Acesso em: 01/07/2020
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, Nashville, v. 53, n. 3, p. 433-443, June 1963.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, Nashville, v. 48, n. 3, p. 261-297, June 1958.
- MOKHOVA, Natalia; ZINECKER, Marek. **Macroeconomic factors and corporate capital structure**. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, v. 110, p. 530-540, 2014.
- MORELLEC, Erwan; NIKOLOV, Boris; SCHÜRHOFF, Norman. Corporate governance and capital structure dynamics. **The Journal of Finance**, v. 67, n. 3, p. 803-848, 2012.
- MUTHAMA, Charles *et al.* An empirical analysis of macro-economic influences on corporate capital structure of listed companies in Kenya. **Journal of Finance and Investment Analysis**, v. 2, n. 2, p. 41-62, 2013.
- MYERS, S. C. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v. 5, n. 2, p. 147-175, Nov. 1977.
- MYERS, S. C. The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, Chicago, v. 39, n. 3, p. 575-592, July 1984.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v. 13, n. 2, p. 187-221, June 1984.
- MYERS, S. C. Capital structure. *The Journal of Economic Perspectives*, Nashville, v. 15, n. 2, p. 81-102, spring 2001.
- NORILLER, Rafael Martins. Relação dos indicadores macroeconômicos com os componentes das demonstrações contábeis das empresas de capital aberto da América Latina. 2018.
- OREIRO, J. L. Novo-Desenvolvimentismo, crescimento econômico e regimes de política macroeconômica. *Estudos Avançados*, 26 (75), 2012
- OREIRO, J. L.; BASÍLIO, F. A. C.; SOUZA, G. J. G. Acumulação de Capital, Taxa Real de Câmbio e Catching-up: Teoria e Evidência para o Caso Brasileiro. 10º Fórum de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas de São Paulo, 2013
- OTT, Jan. Measuring economic freedom: Better without size of government. **Social Indicators Research**, v. 135, n. 2, p. 479-498, 2018.

ÖZTEKIN, Özde. **Capital structure decisions around the world: which factors are reliably important?** *Journal of financial and Quantitative Analysis*, v. 50, n. 3, p. 301-323, 2015.

PADULA, Ana Julia Akaishi; ALBUQUERQUE, Pedro Henrique Melo. Corrupção governamental no mercado de capitais: Um estudo acerca da operação Lava Jato. **Revista de Administração de Empresas**, v. 58, n. 4, p. 405-417, 2018.

PANAHI, Hossein; ASSADZADEH, Ahmad; REFAEI, Ramiar. Economic freedom and economic growth in MENA countries. **Asian Economic and Financial Review**, v. 4, n. 1, p. 105, 2014.

PANDINI, Jardel; STÜPP, Diego Rafael; FABRE, Valkyrie Vieira. Análise do impacto das variáveis macroeconômicas no desempenho econômico-financeiro das empresas dos setores de Consumo Cíclico e Não Cíclico da BM&FBovespa. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, v. 17, n. 51, 2018.

PAREDES, Breno José Burgos; DE OLIVEIRA, Marcos Roberto Gois. O Impacto dos Fatores Macroeconômicos e de Risco Sobre a Mensuração do Valor das Empresas. **Revista Universo Contábil**, v. 13, n. 2, p. 43-64, 2017.

PINDYCK, Robert S.; RUBINFELD, Daniel L. *Microeconomia (7a ed.)*. Madrid: Pearson Prentice Hall, 2009.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation: Como precificar ações**. 2. ed. São Paulo: Globo, 2007.

PSILLAKI, Maria; DASKALAKIS, Nikolaos. Are the determinants of capital structure country or firm specific? **Small Business Economics**, v. 33, n. 3, p. 319-333, 2009.

QUINTEIRO, Luís Gustavo do Lago. A influência da incerteza em relação à política econômica nacional e internacional sobre os retornos das companhias abertas brasileiras. **Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) —Universidade de Brasília**, Brasília, 2020.

RAJAN, Raghuram G.; ZINGALES, Luigi. **What do we know about capital structure? Some evidence from international data**. *The Journal of Finance*, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, 1995.

RAZMI, Mohammad Javad; REFAEI, Ramiar. The effect of trade openness and economic freedom on economic growth: the case of Middle East and East Asian countries. **International Journal of Economics and Financial Issues**, v. 3, n. 2, p. 376, 2013.

REHMAN, Zia Ur. Impact of macroeconomic variables on capital structure choice: a case of textile industry of Pakistan. **The Pakistan Development Review**, p. 227-239, 2016.

RIAZ, Farah; BHATTI, K. K.; UDDIN, S. Macroeconomic Conditions and Firm's Choices of Capital Structure Evidence from Pakistan's Manufacturing Sectors. **Middle-East Journal of Scientific Research**, v. 19, n. 4, p. 521-531, 2014.

RICHARDSON, RJ PERES. J. A de S.; WANDERLEI, JCV; CORREIA, LM; PERES, M. de H. de M. *Pesquisa social: métodos e técnicas*, v. 3, 2015.

RIGHI, M.B.; SCHLENDER, S.G.; CERETTA, P.S.. Análise dos impactos esperados e não-esperados da taxa de juros, câmbio e inflação no mercado brasileiro. **Revista de Administração da UFSM**.v. 5, n. 3, p. 539-548, set/dez., 2012

- RODRIGUEZ, Inigo Garcia-; JEGERS, Marc. **Capital Structure of Nongovernmental Development Organizations: First Cross-Country Evidence**. *Nonprofit Management and Leadership*, v. 28, n. 2, p. 175-194, 2017.
- ROSS, Stephen A. The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. **The bell journal of economics**, p. 23-40, 1977.
- SAGLAM, Yagmur. Determinants of Economic Freedom and Linkage with Economic Growth: An Empirical Analysis. In: CONGRESS BOOK SERIES. 2019. p. 67.
- SCHNORRENBERGER, Darci *et al.* Comparação entre métodos para avaliação de empresas. **NAVUS-Revista de Gestão e Tecnologia**, v. 5, n. 1, p. 79-92, 2015.
- SCHUCH, G. M. **Modelo de Ohlson (1995) na Avaliação de Empresas: Uma análise Empírica no Brasil**. Dissertação (Mestrado) –Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRS. Mestrado em Administração. Porto Alegre, 2013.
- SCHUH, Aline Beatriz *et al.* Estrutura de capital do setor de construção civil brasileiro e sua relação com a atividade econômica agregada. **Gestão & Planejamento-G&P**, v. 18, 2017.
- SETT, Kiranjit; SARKHEL, Jaydeb. Macroeconomic Variables, Financial Sector Development and Capital Structure of Indian Private Corporate Sector During the Period 1981-2007. **IUP Journal of applied finance**, v. 16, n. 1, 2010.
- SHAHZAD, Umair *et al.* Reliable and advanced predictors for corporate financial choices in Pakistan. **The Journal of Asian Finance, Economics, and Business**, v. 7, n. 7, p. 73-84, 2020.
- SHAH, Faiza Maqbool; KHALIDI, Manzoor Anwar. Determinants of Firm Value in Shariah Compliant Companies. **Market Forces**, v. 15, n. 1, 2020.
- SILVA, Caio Assumpção. A relação entre a Taxa de Câmbio e o preço das exportações: o caso da siderurgia brasileira. **Dissertação (Mestrado em Economia) —Universidade de Brasília**, Brasília, 2014.
- SILVA, Diogo Costa da; PEREIRA, Matheus Wemerson Gomes; LIMA, Emanuel Marcos. O efeito dos fatores macroeconômicos e contábeis sobre a avaliação do valor das empresas. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 25, n. 2, p. 53-73, 2021.
- SILVA, Edilson dos Santos *et al.* **Estrutura de Capital de Brasil, Rússia, Índia e China Mediante Crise Econômica**. *Revista de Administração Mackenzie (Mackenzie Management Review)*, v. 17, n. 3, 2016.
- SILVA, F. M.; CORONEL, D. A. Análise da causalidade e cointegração entre variáveis macroeconômicas e o Ibovespa. *Revista de Administração FACES Journal*, v. 11, n. 3, p. 31-52, jul./set, 2012.
- SOAVE, Gian Paulo. **Essays on business cycles in emerging markets**. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.
- SOUSA, Allison Manoel de *et al.* Relation between the macroeconomic variables and the stock return in companies of the finance and insurance sector from Latin American stock market. **GCG: revista de globalización, competitividad y gobernabilidad**, v. 12, n. 3, p. 20-30, 2018.
- STOCKER, Marshall L. Equity returns and economic freedom. **Cato J.**, v. 25, p. 583, 2005.

STREBULAEV, I. A. Do tests of capital structure theory mean what they say? *The Journal of Finance*, Chicago, v. 62, n. 4, p. 1747-1787, Aug. 2007.

STROUP, Michael D. Economic freedom, democracy, and the quality of life. **World Development**, v. 35, n. 1, p. 52-66, 2007.

TAVARES, A. *et al.* Relação dos indicadores de desempenho e de Estrutura de Capital com o Valor de Mercado: uma análise nas empresas listadas na B3 no período de 2010 a 2016. **Refas-Revista Fatec Zona Sul**, v. 5, n. 2, p. 110-124, 2018.

TEMIMI, Akram; ZEITUN, Rami; MIMOUNI, Karim. How does the tax status of a country impact capital structure? Evidence from the GCC region. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 37, p. 71-89, 2016.

TERRA, P. R. S. Estrutura de Capital e os fatores macroeconômicos na América Latina. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, São Paulo, v. 42, n. 2, p. 192-204, abr.-jun. 2007.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, Chicago, v. 43, n. 1, p. 1-19, Mar. 1988.

TONG, Guanqun; GREEN, Christopher J. Pecking order or trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies. **Applied economics**, v. 37, n. 19, p. 2179-2189, 2005.

uncertainty on exports: empirical evidence. **The World Bank Economic Review**, v.3, n. 2, p. 263-278, 1989.

USMAN, Owolabi A.; OLAYIWOLA, Khafilat Temitope. Effects of Macroeconomic Variables on Capital Structure in the Nigerian Manufacturing Sector.

VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de. *Economia micro e macro*. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2011. 453 p.

VĂTAVU, S. Determinants of corporate debt ratios: Evidence from manufacturing companies listed on the Bucharest Stock Exchange. **Timisoara Journal of Economics and Business**, v. 6, n. 20, p. 99-126, 2014.

VERGARA, Sylvia C. Tipo de pesquisa. *Cadernos EBAP*, FGB, Rio de Janeiro, n. 52, 1990.

VIEIRA, Sérgio Gaspar Laranjeira *et al.* **A relação entre Liberdade Econômica e o PIB per capita dos países no período de 2000-2017: uma análise de dados em painel**. Dissertação (Mestrado em Economia e Mercados) - Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo 2021.

VILELA, Eunice Henriques Pereira *et al.* A Petrobras após os escândalos de corrupção da operação Lava-Jato: uma análise do valor da empresa até 2016. **Desenvolve Revista de Gestão do Unilasalle**, v. 7, n. 3, p. 09-26, 2018.

WALD, John K. How firm characteristics affect capital structure: an international comparison. **Journal of Financial research**, v. 22, n. 2, p. 161-187, 1999.

WANG, George Yungchih *et al.* The impacts of free cash flows and agency costs on firm performance. **Journal of Service Science and Management**, v. 3, n. 04, p. 408, 2010.

WANG, Hao. Managerial entrenchment, equity payout and capital structure. **Journal of Banking & Finance**, v. 35, n. 1, p. 36-50, 2011.

YANG, Ying; ALBAITY, Mohamed; HASSAN, Che Hashim Bin. **Dynamic capital structure in China: Determinants and adjustment speed**. Investment Management and Financial Innovations, v. 12, n. 2, p. 195-204, 2015.

ZHANG, Rongrong; KANAZAKI, Yoshio. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure in Japanese firms. **International journal of accounting & information management**, 2007.

| AÇÕES | EMPRESAS | SETOR DE CONSUMO CÍCLICO | AÇÕES | EMPRESAS | SETOR DE CONSUMO NÃO CÍCLICO |
|--------------|-----------------|--------------------------------------|--------------|-----------------|---|
| ALPA4 | Alpargatas | Indústria de calçados | ABEV3 | Ambev S/A | Indústria de bebidas |
| CEDO4 | Cedro | Tecelagens | AGRO3 | Brasilagro | Agricultura |
| COGN3 | Cogna ON | Escola de ensino superior | BRFS3 | BRF AS | Abatedouros |
| CTNM4 | Coteminas | Indústria de roupas de tecido | NTCO3 | Grupo Natura | Comércio atacadista de bens não duráveis variados |
| HGTX3 | Cia Hering | Loja de roupas | JBSS3 | JBS | Abatedouros |
| CYRE3 | Cyrela Realt | Construção de edifícios residenciais | MDIA3 | M.Diasbranco | Outras indústrias de alimentos |
| DIRR3 | Direcional | Construção de edifícios residenciais | PCAR3 | P.Acucar-Cbd | Loja de departamentos |
| EVEN3 | Even | Construção de edifícios residenciais | SMTO3 | Sao Martinho | Indústria de açúcar e produtos de confeitaria |
| EZTC3 | Eztec | Construção de edifícios residenciais | SLCE3 | SLC Agrícola | Agricultura |
| CGRA4 | Grazziotin | Loja de roupas | | | |
| GRDN3 | Grendene | Indústria de calçados | | | |
| GUAR3 | Guararapes | Indústria de roupas de tecido | | | |
| HBOR3 | Helbor | Construção de edifícios residenciais | | | |
| MYPK3 | Iochp-Maxion | Indústria de autopeças | | | |
| JHSF3 | JHSF Part | Construção | | | |
| RENT3 | Localiza | Locadora de automóveis | | | |
| LAME4 | Lojas Americ | Loja de departamentos | | | |
| AMAR3 | Lojas Marisa | Loja de roupas | | | |
| LREN3 | Lojas Renner | Loja de roupas | | | |
| LEVE3 | Metal Leve | Indústria de autopeças | | | |
| MRVE3 | MRV | Construção de edifícios residenciais | | | |
| RDNI3 | Rni | Construção de edifícios residenciais | | | |
| TCSA3 | Tecnisa | Construção de edifícios residenciais | | | |
| TRIS3 | Trisul | Construção de edifícios residenciais | | | |
| VVAR3 | Via Varejo | Loja de departamentos | | | |
| WHRL4 | Whirlpool | Indústria de eletrodomésticos | | | |
| YDUQ3 | Yduqs Part | Escola de ensino superior | | | |

