

**Uma Análise do Endividamento de Hospitais Filantrópicos Brasileiros de 2006 a 2012
por meio da Análise de Dados em Painel Dinâmico**

Autores: Antônio Artur de Souza – Universidade Federal de Minas Gerais

Bernardo Franco Tormin – Universidade Federal de Minas Gerais

Ewerton Alex Avelar – Universidade Federal de Minas Gerais

Lorena Gouvea Alves – Universidade Federal de Minas Gerais

Adriana Saraiva Souza – Universidade Federal de Minas Gerais

Resumo

Há evidências de que a estrutura de capital apresenta a capacidade de determinar o risco e valor da empresa face ao mercado. A definição de tal estrutura pode ser decomposta nas fontes de captação de recursos da empresa, ou seja, por meio do custo de capital de terceiros e do custo de capital próprio. Desse modo, como objetivo geral da pesquisa apresentada neste artigo, visou-se analisar empiricamente se há relevância ou não da estrutura de capital, neste caso para hospitais filantrópicos. Como metodologia, aplicou-se a técnica de análise de dados em painel dinâmico e o conjunto de dados diz respeito aos demonstrativos financeiros de 15 hospitais filantrópicos entre os anos de 2006 a 2012. Os resultados obtidos favorecem a hipótese de relevância da estrutura de capitais para os hospitais filantrópicos, em que se verificou significância das variáveis “endividamento no tempo anterior”, “crescimento”, “rentabilidade” e “tangibilidade” para explicar o impacto do custo de capital de terceiros.

Palavras-chave: Estrutura de capital; Custo de capital; Hospitais filantrópicos; Painel dinâmico.

1 Introdução

A existência de uma estrutura de capital ótima se define como tópico ainda em discussão no âmbito das Finanças. A partir da proposição exposta por Modigliani e Miller (1958) que, sob certas premissas, a estrutura de capital da empresa seria irrelevante para definir seu valor, desenvolveram-se outros trabalhos tanto empírico quanto teóricos para verificar a relevância da estrutura de capital. Sob essa perspectiva, a teoria *Pecking Order* (POT) proposta por Myers and Majluf (1984) e a teoria de *Trade-off* (TOT) em que teve seu desenvolvimento a partir dos trabalhos de Miller (1977), Kraus e Litzenberger (1978) e outros são exemplos de teorias que contrapõem tal irrelevância.

Neste sentido, definida uma determinada estrutura de capital, seu impacto terá relação direta com o custo de capital e com o valor da empresa. Como taxa de retorno exigida por um determinado investimento, o custo de capital serve como ferramenta de auxílio para o administrador no que se relaciona às tomadas de decisões financeiras. Tal custo, dependendo da forma de financiamento da empresa, pode ser ainda identificado como custo do capital de terceiros e custo do capital próprio. O primeiro diz respeito ao retorno esperado pelos credores da empresa, por sua vez, o retorno esperado do segundo está associado aos investidores de patrimônio líquido. Assim, combinando-se as duas principais fontes de capital citadas de maneira específica, dá-se origem ao custo médio ponderado de capital (CMPC) sendo este a taxa de retorno geral que a empresa deve ganhar sobre seu ativo.

Ante o exposto, urge a necessidade de verificar a existência da relevância ou não da estrutura de capital para empresas (neste caso, de hospitais filantrópicos), que foi o objetivo principal da pesquisa apresentada neste artigo. Assim, os objetivos específicos deste trabalho estão delineados da seguinte maneira: (i) identificar quais variáveis são significativas para explicar o endividamento dos hospitais filantrópicos; e (ii) verificar o impacto do custo de capital de terceiros que tem sido utilizados pelos hospitais filantrópicos com base nas demonstrações contábeis publicadas. No que diz respeito à metodologia empregada no estudo, salienta-se que o conjunto de dados compreendeu um total de 15 hospitais filantrópicos brasileiros com demonstrações contábeis de 2006 a 2012. Ademais, como *software* estatístico para implementação da metodologia, utilizou-se o R versão 3.1.0.

O presente artigo está dividido em 5 seções além desta Introdução. Na Seção 2, realiza-se uma fundamentação teórica sobre a estrutura de capital, discutindo as teorias acerca deste tópico e no que se relaciona aos termos derivados deste e de como um hospital é financiado. Por sua vez, na Seção 3 serão explicitados os materiais usados na pesquisa, bem como a metodologia aplicada aos dados. Em sequência, na Seção 4 será feita uma análise dos resultados providos por meio da metodologia adotada. Por fim, na Seção 5, tecem-se as considerações finais no tocante aos resultados obtidos além da descrição das limitações e sugestões de pesquisas futuras.

2 Fundamentação teórica

As organizações hospitalares de natureza filantrópica, diferentemente das privadas com fins lucrativos, são aquelas em que suas atividades são desenvolvidas sem quaisquer fins lucrativos. Segundo o *Department of Trade and Industry* (2002), uma empresa de

caráter social pode ser definida como uma organização, cujo foco primário da realização de suas atividades representa essencialmente objetivos sociais, em que o reinvestimento principal dos excedentes são sobre as comunidades ou em seu negócio. Desse modo, os hospitais filantrópicos podem ser classificados como uma empresa social.

De acordo com Gitman e Zutter (2011), a estrutura de capital pode ser considerada como a partição do capital de uma empresa no que se refere ao seu financiamento. Nesse sentido, a estrutura de capital deverá refletir uma combinação das fontes de captação de recursos financeiros da organização, a qual estará dividida em capital próprio e capital de terceiros. Segundo Brito et al. (2007), os acionistas ou sócios de uma empresa são os responsáveis por proverem o capital próprio, enquanto os recursos adquiridos como dívidas são aqueles referentes ao capital de terceiros. Desse modo, a gestão da estrutura de capital para os fornecedores das fontes de financiamento é fundamental.

Para administradores, a tomada de decisão no que se relaciona a estrutura de capital da empresa apresenta grande relevância, pois ambos poderão definir a estrutura de capital ótima a fim de maximizar o valor da empresa vis-à-vis o mercado (SALIM; YADAV, 2012). Entretanto, Modigliani e Miller (1958) em seu trabalho seminal, estabeleceram a ideia de que, dada certas premissas, a estrutura de capital é irrelevante para a definição do valor da empresa frente ao mercado, ou seja, não existiria uma estrutura de capital ótima. Contudo, dada as imperfeições de mercado a qual se está sujeito no mundo real, as proposições estipuladas por Modigliani e Miller (1958) são questionadas e vários autores por meio do empirismo em seus estudos ratificam a ideia da existência de uma relação entre estrutura de capital e o valor da empresa (BRITO et al., 2007; MARGARITIS; PSILLAKI, 2010; SALIM; YADAV, 2012).

Em conformidade com os estudos desenvolvidos sobre a estrutura de capital em Finanças, Modigliani e Miller (1958) desenvolveram a primeira de suas proposições capaz de descrever e avaliar a relevância de uma política de estrutura de capital dentro de uma empresa. No estudo de MM, consideraram-se as seguintes premissas, quais sejam: (i) o mercado é perfeito; (ii) investidores individuais podem adquirir empréstimos a mesma taxa que as empresas; (iii) não existem oportunidades de arbitragem; e (iv) a divisão do lucro entre dividendos e lucros retidos não tem efeito nenhum sobre o custo de capital da empresa. Desse modo, Modigliani e Miller (1958) demonstraram que embora uma empresa possa se endividar adquirindo capitais de terceiros, o valor da empresa não irá se diferenciar de outra não endividada em que os fluxos de resultados operacionais sejam os mesmos. Assim, a política de endividamento pode ser considerada irrelevante para uma empresa, ou seja, a estrutura de capital não afeta seu valor de mercado.

Em detrimento das críticas feitas à primeira proposição proposta, Modigliani e Miller (1963) fizeram uma correção em seu artigo original. A crítica estava fundamentada na afirmação de que o processo arbitrário condicionaria a equivalência dos valores das empresas mesmo na existência de tributos. Desse modo, Modigliani e Miller (1963) consideraram a dedutibilidade dos juros na apuração do Imposto de Renda como benefício fiscal. Nesse sentido, fundamentou-se a ideia de que o aumento do endividamento de uma empresa eleva o risco e, conseqüentemente, a rentabilidade exigida por um acionista.

De acordo com Gitman e Zutter (2011), os projetos desenvolvidos por uma empresa, os quais carecem de investimentos, exigem uma taxa de retorno mínima para manter o valor de mercado de suas ações. Tal taxa é denominada como custo de capital. Segundo o conceito definido anteriormente, Brealey e Myers (2007) afirmam que ao se elevar o grau de risco a qual uma empresa está inserida, o custo de capital para ela será

superior se comparado à outra detentora de um menor risco. Tal afirmação se justifica na maior insegurança sobre o futuro da organização em dirimir suas obrigações, o que reflete uma maior exigência por parte dos acionistas e pelos fornecedores de capital no mercado.

Como custo de capital, existem duas fontes específicas, o custo do capital de terceiros de longo prazo e o custo do capital próprio sob a forma de ações ordinárias. A primeira diz respeito à taxa de empréstimo exigida pelos fundos de longo prazo e o segundo, por sua vez, à taxa de desconto esperada dos dividendos da empresa pelos investidores a fim de determinar o valor de sua ação. Assim, em meio à existência dessas fontes específicas de financiamento, a sua combinação refletirá o custo médio esperado futuro de fundos de longo prazo, conhecido como custo médio ponderado de capital.

Diante do exposto, pode-se dizer que duas teorias concorrem para a explicação da estrutura de capital das empresas: Teoria do *Trade-off* (TOT) e a Teoria do *Pecking Order* (POT). Esta última é atribuída a Myers (1984), enquanto aquela primeira é fundamentada nos estudos de Kraus e Litzenberger (1973), Jensen e Meckling (1976) e De Angelo e Masulis (1980). Basicamente, a teoria do trade-off se refere à utilização de um nível ótimo de capital de terceiros, enquanto a POT pressupõe a existência de uma hierarquia na escolha entre o uso de recursos próprios e o uso de capital de terceiros (CERETTA et al., 2007).

Em linhas gerais, Brito et al. (2007) ressaltam que, na TOT, pressupõe-se que o custo do capital de terceiros se manterá estável até um determinado nível de endividamento, a partir do qual se eleva devido ao aumento do risco de falência. Como o custo de capital de terceiros é inferior ao custo do capital próprio, a empresa deveria se endividar até o ponto em que o seu custo de capital total atingisse um patamar mínimo, sendo que esse ponto representaria a estrutura de capital ótima, que levaria à maximização do valor da empresa (BRITO et al., 2007; ROSS et al., 2008). Em suma, Ross et al. (2008) destacam que, sob a perspectiva da TOT, uma empresa toma emprestado até o ponto em que o benefício fiscal de uma unidade monetária extra de dívida é exatamente ao custo resultante da maior probabilidade de problemas financeiros.

Já no caso da POT, as empresas geralmente preferem financiar seus investimentos por meio de recursos internos (retenção de lucros), sendo que, caso esses recursos não sejam suficientes, a segunda opção seria o financiamento por meio de dívidas e, por fim, se ainda existir a necessidade de recursos, são emitidas novas ações (BRITO et al., 2007). Diante do exposto, observam-se divergências significativas entre a estrutura de capital esperada para as empresas sob a perspectiva de cada uma das teorias apresentadas. Dessa forma, muitos fatores considerados determinantes da estrutura de capital das empresas serão interpretados de forma distinta entre as teorias. Algumas dessas interpretações são apresentados por Brito e Lima (2005) no Quadro 1.

Fator	Teoria	Associação prevista
Tangibilidade	TOT	Positiva
Rentabilidade	TOT	Positiva
	POT	Negativa
Crescimento	TOT	Negativa
	POT	Positiva
Risco	TOT	Negativa
	POT	Negativa

Quadro 1: Relação entre fatores e o previsto pelas teorias da estrutura de capital Fonte: Adaptado de Brito e Lima (2005)

3 Metodologia

Os dados utilizados na pesquisa apresentada neste artigo foram oriundos das demonstrações financeiras de 22 hospitais filantrópicos brasileiros inicialmente. A base apresenta contínua fomentação em que o registro do recolhimento de informações contábeis teve seu início a partir de 2007. Assim, o banco de dados contempla as demonstrações financeiras anuais de 2006 à 2013. Todavia, em detrimento da ausência de informações completas das demonstrações financeiras de alguns dos hospitais filantrópicos, foram utilizados 15 hospitais filantrópicos e considerando o período de 2006 à 2012 (7 anos). Ainda, salienta-se que nem todos os hospitais dispunham de informações para os 7 anos. Ademais, em razão da origem dos dados (gerados por meio dos hospitais filantrópicos) e devido a finalidade de seu uso nesta pesquisa, os dados são essencialmente de natureza secundária (COOPER; SCHINDLER, 2012).

Em meio à concretização dos objetivos propostos, aplicou-se a técnica de análise de dados em painel. De acordo com Baltagi (2013), os dados em painéis dizem respeito às informações coletadas de determinados indivíduos, neste caso hospitais filantrópicos, em que os mesmos indivíduos são acompanhados dentro de um intervalo de tempo específico. Todavia, existem momentos em que, embora todos os indivíduos estejam sendo acompanhados em um horizonte de tempo, há vezes em que se perde sua informação em um determinado instante de tempo, ou seja, o painel se configura como desbalanceado (CAMERON; TRIVEDI, 2005). Adicionalmente, a estimação dos parâmetros de interesse no que se refere ao método dos dados em painéis proporciona maiores inferências se comparadas ao uso de apenas séries transversais ou temporais (GREENE, 2011).

A POT proposta por Myers and Majluf (1984) e a TOT em que teve seu início a partir de debates acerca das proposições de Modigliani e Miller (1958; 1963), são exemplos de teorias que não validam tais proposições. Nessa perspectiva, pode-se considerar ainda que a estrutura de capital seria um processo no qual as empresas ao longo do tempo tentam ajustá-la a um suposto nível-alvo ótimo. Assim, o endividamento das empresas pode ser avaliado como um processo dinâmico e tal processo conjuntamente poderá ser explicado combinando-se outras variáveis características da estrutura de capital de uma empresa, neste caso dos hospitais filantrópicos. Por conseguinte, adota-se um modelo de dados em painel dinâmico. Formalmente, um modelo dinâmico defasado em 1 unidade de tempo pode ser expresso como:

$$y_{it} = \gamma y_{i,t-1} + x'_{it}\beta + \alpha_i + \varepsilon_{it}, i = 1, \dots, N, t = 1, \dots, T ; (1)$$

em que y representa o endividamento do hospital filantrópico i no ano t , γ é o coeficiente da variável resposta y defasada em 1 ano, x' é a matriz das variáveis explicativas de dimensão K , β se refere ao vetor dos coeficientes das variáveis explicativas, α se refere ao efeito não observado específico do hospital filantrópico i , e ε é o erro de i no tempo t .

De acordo com a existência de variáveis as quais podem estar correlacionadas com o termo de erro, utiliza-se como recurso o uso de variáveis instrumentais. Assim, para a estimação de um modelo dinâmico o qual inclui o uso de variáveis instrumentais será utilizado o *Generalized Methods of Moments* (GMM) proposto por Arellano e Bond (1991) em um passo, permitindo assim uma estimação mais eficiente com o uso das defasagens da

variável dependente como variáveis instrumentais. Neste sentido, matematicamente a equação (1) se reduzirá para:

$$(y_{it} - y_{i,t-1}) = \gamma(y_{i,t-1} - y_{i,t-2}) + \beta'(x_{it} - x_{i,t-1}) + \varepsilon_{it} - \varepsilon_{i,t-1}; (2)$$

As variáveis elegidas para explicar o endividamento dos hospitais filantrópicos (END) no que diz respeito ao custo de capital foram o crescimento (CRES), a rentabilidade (RENT), o tamanho (TAM), a tangibilidade (TANG) e o risco (RISC). A escolha destas variáveis está fundamentada em trabalhos em que se considerou a ideia de uma estrutura de capital ótima e que tal estrutura está relacionada com o grau de endividamento (NAKAMURA *et al.* 2007; MACMILLAN; CAMARA, 2012; ORTIZ; GODOY, 2012; CORREA *et al.* 2013). Assim, as variáveis contidas no modelo a ser construído estão matematicamente definidas como:

$$\begin{aligned} \text{i.} \quad \text{END} &= \frac{(\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante})}{\text{Ativo Total}}; \\ \text{ii.} \quad \text{CRES} &= \frac{(\text{Receita Líquida}_t - \text{Receita Líquida}_{t-1})}{\text{Receita Líquida}_{t-1}}; \\ \text{iii.} \quad \text{RENT} &= \frac{\text{EBIT}}{\text{Ativo Total}}; \\ \text{iv.} \quad \text{TAM} &= \ln(\text{Receita líquida}); \\ \text{v.} \quad \text{TANG} &= \frac{(\text{Estoques} + \text{Ativo Permanente})}{\text{Ativo Total}}; \\ \text{vi.} \quad \text{RISC} &= (\text{RENT} - \text{RENT Média})^2. \end{aligned}$$

Adicionalmente, salienta-se que a construção do modelo e as análises estatísticas realizadas foram produzidas por meio do *software* estatístico R versão 3.1.0.

4 Análise dos resultados

A fim de construir o modelo dinâmico o qual consiga melhor explicar o comportamento do endividamento dos hospitais filantrópicos por meio do custo de capital de terceiros, realizou-se inicialmente uma análise para verificar se as variáveis explicativas apresentam correlação. Desse modo, a Tabela 1 apresenta o coeficiente de correlação linear de Pearson para as variáveis sublinhadas. Assim, infere-se que as correlações existentes entre todas as variáveis não foram muito fortes, a maioria se ateve a um valor próximo a 0,30 apontando uma correlação fraca. Ressalta-se apenas uma correlação negativa moderada entre a RENT e o RISC, em que a mesma atingiu o valor de -0,66. Adicionalmente, avaliou-se a multicolinearidade entre todas as variáveis especificadas no modelo por meio do *variance inflation fator* (VIF) e nenhuma apresentou multicolinearidade significativa em relação as demais. Portanto, para a construção do modelo, nenhuma variável foi excluída.

Tabela 1 – Coeficiente de correlação linear de Pearson para as variáveis explicativas do modelo

	END	CRES	RENT	TAM	TANG	RISC
END	1					
CRES	0,03	1				
RENT	-0,21	0,02	1			
TAM	0,33	0,03	-0,03	1		
TANG	0,08	-0,05	-0,33	-0,10	1	
RISC	0,04	-0,02	-0,66	-0,14	0,10	1

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os resultados do painel dinâmico no tocante ao endividamento dos hospitais filantrópicos por meio do custo do capital de terceiros estão disponíveis na Tabela 2. Desse modo, observa-se que das variáveis utilizadas como explicativas, apenas o END_{it-1} , o CRES e a TANG apresentaram ser significativas para explicar o endividamento dos hospitais filantrópicos ao nível de 5% de significância. Assim, pode-se dizer que o endividamento está positivamente correlacionado com o endividamento do ano anterior (0,96), negativamente correlacionado com a rentabilidade (-0,18), positivamente correlacionado com o grau de crescimento (0,01) e positivamente correlacionado com o grau de tangibilidade (0,43) do hospital filantrópico. No que se relaciona aos testes estatísticos para avaliação do modelo, fez-se uso do teste de Wald em que se rejeita a hipótese nula de que algum dos coeficientes estimados seja igual a 0, ou seja, podem ser considerados significantes para o modelo. Adicionalmente, para a validação dos instrumentos utilizados no modelo, recorreu-se ao teste de Sargan em que não se rejeitou a hipótese nula de que os instrumentos utilizados no modelo estão inadequados. Por fim, em conformidade com os p-valores dos testes para verificação de correlação nos erros, verificou-se que não se rejeita a hipótese de não correlação serial dos resíduos de primeira e segunda ordem.

Tabela 2 – Resultados do painel dinâmico

	Coefficiente	Valor do teste	P-valor
END _{it-1}	0,96	6,95	0,00
CRES	0,01	2,76	0,01
RENT	-0,18	-2,05	0,04
TAM	-0,10	-1,14	0,45
TANG	0,43	2,13	0,03
RISC	-0,52	-1,55	0,57
Wald		495,64	0,00
Teste de autocorrelação AR(1)		-1,59	0,14
Teste de autocorrelação AR(2)		0,54	0,78
Sargan		12,36	0,34

Fonte: Elaborado pelos autores.

5 Considerações finais

No que se relaciona às atividades desempenhadas por um administrador, caberá ao mesmo tomar as decisões necessárias para o melhor desempenho da empresa face ao mercado. Desse modo, no que diz respeito a área financeira da organização, os administradores devem sempre se ater em como realizar a captação de recursos para a sustentabilidade de seus investimentos e qual será o impacto desta escolha para o futuro da empresa. Nesse sentido, tal profissional deverá estimar quanto de recursos deverá ser adquirido para a empresa e definir qual a combinação de capital próprio e de terceiros seria a ideal de modo a reduzir os riscos associados à empresa além do aumento do seu valor.

De acordo com os resultados obtidos por meio da metodologia aplicada, favorece-se a ideia da existência da relevância da estrutura de capital, no caso para hospitais filantrópicos, contrapondo as proposições de Modigliani e Miller (1958; 1963). Em conformidade com o modelo obtido, o fato do endividamento do ano anterior ter sido significativo e positivo corrobora com a ideia da existência de custos para ajuste da estrutura de capital (o que ratifica a TOT). Por sua vez, a rentabilidade também foi considerada significativa para explicar o comportamento do endividamento, devido a sua correlação negativa, sugere-se que os hospitais filantrópicos mais rentáveis optem por recorrer menos a capitais de terceiros. Essa evidência fornece suporte à POT.

No tocante ao crescimento, observa-se que o mesmo apresentou ter relação positiva e ser significativo, implicando assim no favorecimento da ideia de hospitais filantrópicos que apresentem crescimento em suas receitas recorrerão ao menor uso de capitais de terceiros e conseqüentemente terão menores dívidas (essa relação ratifica a TOT). Para a variável tangibilidade, sua significância e correlação positiva implicam em dizer que hospitais filantrópicos cujos investimentos em imobilizados e estoques apresentam maior participação no ativo tendem a se endividar mais, o que, por outro lado, favorece a POT. Por fim, as variáveis “riscos” e “tamanho” não apresentaram ser significantes para explicar o endividamento dos hospitais filantrópicos. Verifica-se, assim, que apesar de as evidências irem de encontro ao exposto por Modigliani e Miller (1958; 1963), não é possível saber observar um favorecimento da POT ou da TOT.

Segundo os resultados expostos, pode-se dizer que o impacto do custo de capital de terceiros para os hospitais filantrópicos apresenta relação com o endividamento. Como verificado anteriormente, os hospitais filantrópicos cujas receitas estão crescendo optam por utilizar menos capital de terceiros, priorizando o uso do capital próprio. Desse modo, pode-se dizer ainda que, possivelmente, o custo de capital de terceiros pode ser maior se comparado ao capital próprio. Assim, ao se recorrer ao uso de capitais de terceiros poderia haver elevação da dívida e uma redução das receitas obtidas, o que incorreria no aumento do risco de falência.

Como limitações do trabalho, ressalta-se a escassez de informações contábeis divulgadas pelos hospitais filantrópicos brasileiros no que se refere às demonstrações financeiras. Nesses documentos não se verifica um padrão para as contas, o que dificulta na tabulação adequada dos dados. Além disso, o uso de apenas 15 instituições filantrópicas pode não ser suficiente para se avaliar o real impacto do custo do capital de terceiros pela análise de dados em painéis dinâmicos. Portanto, como uma sugestão de trabalho futuro, poderia ser realizado um trabalho semelhante, todavia agregando um número de hospitais filantrópicos maiores e acrescentando novas variáveis que poderiam explicar o endividamento. Adicionalmente, ainda poderia ser desenvolvidos trabalhos com o intuito comparativo do custo do capital de terceiros envolvendo os hospitais públicos, privados e filantrópicos.

Referências

- ARELLANO, M.; BOND, S. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, v. 58, p. 277-297, 1991.
- BALTAGI, B. H. *Econometric analysis of panel data*. 5th ed. UK: John Wiley & Sons Ltd, 2013.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. *Principles of corporate finance*. 9th ed. New York: McGraw-Hill, 2007.
- BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D.. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 18, n. 43, Apr. 2007.
- BRITO, R. D.; LIMA, M. R. A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: o caso do Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, v. 59, n.2, p. 177-208, 2005.
- CAMERON, A. C.; TRIVEDI, P. K. *Microeconometrics: methods and applications*. 1st ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2005.
- CERETTA, P. C.; VIEIRA, K. M.; FONSECA, J. L.; TRINDADE, L. L. Determinantes da estrutura de capital: uma análise de dados em painel de empresas pertencentes ao Ibovespa no período de 1995 a 2007. *Revista de Gestão USP*, v. 16, n. 4, p. 29-43, 2009.
- CORREA, C. A.; BASSO, L. F. C.; NAKAMURA, W. T. A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: análise empírica das teorias de pecking order e trade-off, usando panel data. *Revista de Administração Mackenzie*, v. 14, n. 4, p. 106-133.
- DEPARTMENT OF TRADE AND INDUSTRY (DTI). *Social Enterprise: A strategy of success*. UK: DTI, 2002.
- GITMAN, L. J.; ZUTTER, C. J. *Principles of Managerial Finance*. 13th ed. Boston: Prentice Hall, 2011.
- GREENE, W. H. *Econometric analysis*. 7th ed. New Jersey: Prentice Hall, 2011.
- MARGARITIS, D.; PSILLAKI, M. Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, v. 34, p. 621-632, 2010.
- MCMILLAN, D. G.; CAMARA, O. Dynamic capital structure adjustment: US MNCs & DCs. *Journal of Multinational Financial Management*, v. 22, p. 278-301, 2012.
- MILLER, M. H. *Debt and taxes*. *Journal of Finance*, v. 32, p. 261-275, 1977.
-

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.

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

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

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, p. 187-222, 1984.

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

ORTIZ, V. V.; GODOY, A. R. Condiciones financieras que impactan la estructura financiera de la industria de cosméticos y aseo em Colombia. *Cuad. Admon. Ser. Organ*, v. 25, nº 44, p. 175-191, 2012.

SALIM, M.; YADAV, R. Capital structure and firm performance: evidence from Malaysian listed companies. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, v. 65, p. 156-166, 2012.
