

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS - FUCAPE**

PATRÍCIA DE CARVALHO DINIZ SOARES

**O EFEITO DA INFLAÇÃO SOBRE A ESTRUTURA DE
CAPITAL DAS EMPRESAS: UMA ANÁLISE PÓS PLANO
REAL**

VITÓRIA

2008

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

PATRICIA DE CARVALHO DINIZ SOARES

**O EFEITO DA INFLAÇÃO SOBRE A ESTRUTURA DE
CAPITAL DAS EMPRESAS: UMA ANÁLISE PÓS PLANO
REAL**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Bruno Funchal

Vitória

2008

AGRADECIMENTOS

Primeiramente a Deus que me deu forças o suficiente para suportar tantos obstáculos e ser persistente para chegar ao final desse processo.

Ao meu esposo Fábio por toda a compreensão e apoio nas horas mais difíceis, pelas noites perdidas, pelos incentivos e ajudas, por ter que assumir uma carga maior na educação da nossa filha nos momentos em que estive ausente.

Especialmente a minha razão de viver, minha filha Luana, sempre carinhosa e paciente, tão pequenininha e tão compreensiva em suportar as minhas ausências, mesmo quando presente.

A minha mãe, Vera, que mesmo de longe sempre esteve presente com o seu carinho, sua atenção e com seus conselhos encorajadores nos momentos mais difíceis dessa jornada.

Aos meus irmãos: Job, Fábio, Daniel e principalmente Ricardo por ouvir tantos desabafos em horas tão importantes e por me incentivar mesmo estando tão longe de nosso convívio. As minhas cunhadas, Gracita e Lili que mesmo distante sempre alegres e carinhosas nos nossos encontros tão corridos em Aracaju.

Aos Colegas da FUCAPE da Turma 2006.2 que sempre deram apoio uns aos outros para a realização desse sonho. Principalmente as companheiras, Tânia e Valéria, guerreiras e amigas, companheiras de horas difíceis e noites em claro, que fizeram parte dessa conquista.

Um agradecimento especial ao meu orientador, Bruno Funchal, que com muita paciência e presteza, direcionou os meus estudos para o alcance deste objetivo, bem como compartilhou do seu saber para engrandecer minha formação. Que você continue essa pessoa brilhante e tenha muito sucesso.

“Eterno é tudo aquilo que dura uma fração de segundo, mas com tamanha intensidade que se petrifica, e nenhuma força jamais o resgata”.

Carlos Drummond de Andrade

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo analisar o efeito da variável macroeconomia, inflação, sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras listadas na BOVESPA. O mesmo verifica a possível existência de um impacto da inflação sobre o nível de endividamento e sobre a dívida das empresas e de forma secundária avalia este impacto nos setores em que as mesmas atuam. Para o desenvolvimento da pesquisa, foi utilizado como base, o trabalho de Kim e Wu (1988), que verificou dois efeitos positivos e um efeito negativo da inflação sobre a estrutura de capital. Também foi considerada a teoria da neutralidade da moeda e as hipóteses das expectativas racionais, as quais defendem que no longo prazo as variáveis reais não sofrem variações. Diante do exposto surgiu a dúvida a respeito da influência destes efeitos sobre as empresas brasileiras listadas na Bovespa. A metodologia utilizada no presente trabalho é a regressão com dados em painel com efeito fixo que, à luz da teoria da estrutura de capital, analisa 452 empresas listadas na BOVESPA nos períodos de 1996 a 2006. Os resultados sugerem a não influência na inflação sobre a estrutura de capital, indicando que as variáveis reais no longo prazo não sofrem efeito, pois as mesmas não são afetadas pela oferta de moeda. Concluindo, portanto, que o efeito agregado da inflação sobre a dívida e sobre o endividamento das empresas brasileiras listadas na BOVESPA é nulo.

Palavra-Chave: Estrutura de Capital, Inflação, Expectativa Racional.

ABSTRACT

This work aims at analyzing the effect of the macroeconomic variable, inflation, on the Brazilian companies' capital structure listed on BOVESPA. It also verifies the possible existence of an inflation impact on the indebtedness level as well as on the companies' debts and, secondarily, it evaluates the impact on the sectors on which such companies act. For the development of the present research, the work by Kim and Wu (1988) was used as base text. This work investigated the two positive and one negative inflation effects on the capital structure. The currency neutrality theories as well as the rational expectations hypothesis were also considered; once both defend that in the long term the real variables do not undergo variations. Having all this in mind, doubts came forth concerning the influence of these effects on the Brazilian companies listed on BOVESPA. The methodology used in the present work is the regression with data panel with fixed effect which, in the light of the structure capital theory, analysis 452 companies listed on Bovespa in the 1996-2006 period. The results suggest that there is no influence on the capital structure, indicating that the real variables do not undergo any effect in the long term because they are not affected by the currency demand. It is possible to conclude that the inflation aggregate effect on Brazilian company's debt and on indebtedness listed on BOVESPA is null.

Key-words: Inflation, capital structure, panel data

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Regressão de Dados em Paineis: Endividamento	24
Tabela 2 – Regressão de Dados em Paineis: Dívida	25
Tabela 3 – Distribuição Setorial em percentuais	27
Tabela 4 – Regressão de Dados em Paineis: Divpatliq Setorial	28
Tabela 5 – Regressão de Dados em Paineis: Div Setorial.....	30

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	09
2	REVISÃO DA LITERATURA.....	12
2.1	– Estrutura de Capital.....	12
2.2	– Neutralidade da Moeda e Expectativas Racionais	17
2.3	– Alguns estudos Brasileiros	18
2.4	– Alguns estudos Internacionais	20
3	METODOLOGIA DO TRABALHO	22
4	RESULTADOS.....	24
4.1	– Análise de Dados Geral	24
4.2	– Análise de Dados Setorial	27
5	CONCLUSÃO	32
6	REFERÊNCIAS	34

1 - INTRODUÇÃO

Este trabalho tem como objetivo principal desenvolver um estudo do efeito da variável macroeconômica, inflação, sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras listadas na BOVESPA. E como objetivo secundário avaliar esse mesmo efeito de forma setorial, i.e., se há diferenças quando se avalia os diversos setores da economia. O mesmo verifica se existe ou não um impacto da inflação sobre o nível de endividamento (razão dívida/patrimônio líquido) e sobre a dívida (passivo circulante e passivo exigível a longo prazo) das empresas.

Desenvolvendo um estudo em 452 empresas listadas na BOVESPA no período de 1996 a 2006 observa-se que o endividamento das mesmas vem aumentando ao longo dos anos numa proporção de 3,6% ao ano, representando 57,6% do ativo médio de tais empresas indicando assim um nível significativo de endividamento na ordem de R\$ 810 milhões. No mesmo período verifica-se uma inflação anual em torno de 7% a 10% a depender do índice a ser utilizado.

Kim e Wu (1988) verificaram três efeitos da inflação sobre a estrutura de capital, dois efeitos que tendem aumentar o endividamento e um que tende diminuí-lo. Os dois primeiros efeitos são denominados por “Efeito Miller” e “Efeito Schall” e consideram, respectivamente, que o aumento da inflação impacta um maior retorno para os títulos corporativos (tributáveis) em relação aos títulos de dívida municipais (não tributáveis) e que o aumento da inflação impacta em um maior retorno sobre os títulos da dívida em relação às ações o que aumenta o nível de dívida agregada das empresas. O terceiro efeito é denominado “Efeito DeAngelo e Masulis” e afirma que o aumento da inflação impacta em uma maior taxa de depreciação, ou seja, que o benefício fiscal obtido com a dedução da depreciação reduz o nível de dívida agregado das empresas.

Segundo os autores (Kim e Wu, 1988) “os contratos nominais são feitos, entre credores e devedores, dada certa taxa de inflação esperada e uma taxa de juros real”, os autores afirmam que uma inflação inesperada provoca uma

mudança na taxa de juros nominais causando uma transferência de riqueza entre devedores e credores. A inflação esperada retratada pelos autores acima é defendida por Lucas (1975) que ao analisar a hipótese das expectativas racionais o autor mostra que os agentes econômicos antecipam-se as políticas governamentais não sofrendo assim impactos da mesma no longo prazo.

Segundo os autores (Kim e Wu, 1988) “os contratos nominais são feitos, entre credores e devedores, dada certa taxa de inflação esperada e uma taxa de juros real”, os autores afirmam que uma inflação inesperada provoca uma mudança na taxa de juros nominais causando uma transferência de riqueza entre devedores e credores. A inflação esperada retratada pelos autores acima é defendida por Lucas (1975) que ao analisar a hipótese das expectativas racionais o autor mostra que os agentes econômicos antecipam-se as políticas governamentais não sofrendo assim impactos da mesma no longo prazo.

Enquanto que Friedman (1956) através da teoria da neutralidade da moeda estabelece que no longo prazo as variáveis econômicas reais não são afetadas pela quantidade de moeda, ou seja, como a dívida é uma variável real sugere-se que, no longo prazo, a mesma não sofra efeito da inflação provocada por uma política monetária expansionista.

No Brasil, as pesquisas recentes fundamentadas na teoria da estrutura de capital, estão voltadas aos estudos dos seus determinantes (Amaral et al., 2007), nível de endividamento da empresa cujo volume de ativo intangível é expressivo (Basso et al., 2006), priorização das dívidas (Daher e Medeiros, 2005), nível de endividamento de empresas com controle privado nacional e com controle público ou estrangeiro (Brito e Lima, 2005), validações empíricas da teoria em empresas brasileiras (Batistela et al., 2007) e a relação entre teoria e os fatores

macroeconômicos na América Latina (Terra, 2007). Portanto, o presente estudo agrega à literatura ao analisar o impacto de uma única variável macroeconômica – inflação - sobre a estrutura de capital em empresas brasileiras.

Vários autores internacionais tais como: Schall (1984), Hochman e Palmon (1985), Kim e Wu (1988) e Noguera (2001) tratam em suas pesquisas do impacto da inflação sobre a estrutura de capital. Tais pesquisas observam ainda a grande importância do gestor financeiro em combinar os valores mobiliários que ofereçam aos investidores um maior atrativo global que maximize o valor de mercado da empresa.

É de suma importância, portanto, que em um processo de tomada de decisão, o gestor tenha como preocupação principal o nível de dívida que compõe a estrutura de capital da empresa, uma vez que, seu padrão de financiamento, afeta diretamente a formação do preço da ação no mercado. E, “se o objetivo da administração for a maximização do valor da empresa através dos seus resultados, então, seus administradores devem escolher um quociente entre capital de terceiros e capital próprio que favoreça essa maximização” (Ross, Westerfield e Jaffe, 2002, p.318), minimizando ao mesmo tempo seus custos.

De acordo com as observações de Kim e Wu (1988) e levando em consideração a teoria da neutralidade da moeda (Friedman, 1956) e as hipóteses de expectativas racionais (Lucas, 1975) surgiram dúvidas a respeito da existência do impacto da inflação sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras listadas na Bovespa. Sendo assim, o propósito deste trabalho é de verificar qual a direção da teoria quando levamos em consideração tais empresas e se realmente existe ou não algum efeito da inflação sobre a dívida e o endividamento destas.

A fim de avaliar esse efeito, foi utilizada a regressão de dados em painel com efeito fixo e de acordo com os resultados observados, demonstrou-se que não existe um efeito significativo entre inflação e dívida, bem como inflação e endividamento nas empresas analisadas de maneira geral.

2 – REVISÃO DE LITERATURA

2.1 – Estrutura de Capital

Passadas aproximadamente cinco décadas após o artigo de Modigliani e Miller (1958), ainda se discute muito sobre a estrutura de capital da empresa, sendo considerado um tema atual. Entende-se por estrutura de capital da empresa a proporção de capital de terceiros e capital próprio constante na formação das fontes de recurso de uma empresa.

De acordo com Modigliani e Miller (1958) o modo como a empresa financia suas operações não têm influência no valor da empresa. Os autores fazem três proposições, na proposição I estabelecem que num mercado perfeito, onde não há impostos, não há corretagem ou custo de falência e todos os participantes do mercado possuem a mesma informação a custo zero, ou seja, a informação é simétrica e não existe custo de transação, o valor da empresa é medido pelo valor dos seus ativos reais e não pela repartição de fluxos financeiros entre acionistas e credores. Na proposição II, argumentam que o retorno esperado do capital próprio é diferentemente associado ao endividamento, uma vez que o risco do capital próprio se eleva com o endividamento, ou seja, quanto maior o endividamento da empresa, a mesma tenderá a um maior custo de capital. Finalmente, na proposição III, mostram que a Estrutura de Capital utilizada para financiar decisões de investimentos é irrelevante, para se aprovar ou não um

projeto, pois as empresas podem tomar emprestado ou emprestar com base em uma única taxa de juros livre de risco.

Levando em consideração que as empresas pagam impostos e dividendos aos acionistas, Modigliani e Miller (1963) revisaram seu artigo original a fim de adequá-lo a realidade das empresas. No novo artigo os pesquisadores admitem a existência de imposto de renda sobre a pessoa jurídica e que a legislação tributária permite a dedução de despesas com juros, porém com relação ao pagamento de dividendos aos acionistas, as deduções não seriam possíveis.

Após tais observações os autores fazem duas proposições, a proposição I relaciona o impacto dos impostos, que trazem benefícios para empresa, quando admitida à dedutibilidade da despesa de juros sobre o pagamento da dívida, propiciando uma alavancagem financeira. E a proposição II adiciona a avaliação de custo de capital próprio o imposto de renda a ser pago pelas empresas, sendo esta uma relação direta entre o retorno esperado do capital próprio e o nível de endividamento, mesmo considerando o benefício fiscal, porque o risco do capital próprio cresce a medida que aumenta o endividamento. Os autores ainda asseveram que as empresas deveriam trabalhar com 100% de capital de terceiros (ou algo próximo a isso), tendo em vista a economia fiscal gerada pela utilização da dívida, sendo esta dedutível para fins de imposto de renda. Concluíram então que, de acordo com a alavancagem ocasionada pela dedução das despesas de juros, o valor de uma empresa aumentaria.

Tendo em vista que as rendas das pessoas físicas também são tributadas, porém diferentemente das pessoas jurídicas, Miller (1977) considera os impostos de pessoas físicas e analisa os efeitos destes. O autor observa que toda a renda proveniente de títulos de dívidas ou ações, geralmente auferidas através de

ganhos de capital ou de dividendos, é tributada como renda pessoal, sendo tais efeitos ambíguos e dependentes das alíquotas. O autor demonstra ainda que dependendo dessa relação o benefício fiscal pode influenciar na alavancagem financeira da empresa.

O efeito do benefício fiscal diminui quando os impostos das pessoas físicas são levados em consideração, causando uma redução na alavancagem. Isso ocorre porque os ganhos com os juros são taxados pelo governo, e assim os credores passarão a exigir maiores taxas de juros das empresas para compensar a perda que têm com o fisco, levando desta forma ao aumento do endividamento para as empresas. No entanto é possível observar que o mesmo não ocorre com a renda proveniente dos dividendos, que segundo o autor não é tributada pelo governo. O efeito do benefício fiscal pode então ser maximizado quando as alíquotas de impostos pessoais de acionistas e credores forem idênticas, causando assim uma maior alavancagem financeira. Por sua vez, quando o produto das alíquotas do imposto corporativo e do imposto pessoal sobre os credores se igualar à alíquota do imposto pessoal sobre os dividendos, o benefício fiscal desaparecerá, inexistindo um efeito da alavancagem financeira.

A existência dos impostos de pessoas físicas além dos impostos de pessoas jurídicas pode explicar o motivo pelo qual as empresas não se endividam continuamente ou pode ainda recuperar a idéia de indiferença da estrutura de capital defendida por Modigliani e Miller (1958).

Conforme descrito anteriormente, Modigliani e Miller (1958) admitem que não haja custo de falência para as empresas, porém na prática isso não é verídico podendo ter um custo bastante elevado. As empresas que se encontram em estado falimentar, não só possuem dificuldades em reter clientes, fornecedores e

funcionários, como também, na maioria das vezes são forçadas a se desfazer de seus ativos por preços abaixo do mercado e como se não bastasse todo esse custo, as mesmas ainda incorrem em custos diretos e indiretos de falência, tais como gastos com advogados, peritos, custos com tribunais, etc.. Sabendo que o custo de falência é elevado as mesmas procuram evitar índices de endividamento expressivos.

Em uma proposição alternativa a de Modigliani e Miller (1958), DeAngelo e Masulis (1980) mostraram que a irrelevância do valor da alavancagem sobre o valor da firma é sensível às adaptações realistas como a inclusão de custos de falência, monitoramento e outros custos individuais decorrentes do financiamento por dívida. Os autores desenvolveram um modelo de estrutura de capital ótima que incorporava o impacto dos impostos sobre os rendimentos das empresas e suas vantagens fiscais não resultantes do endividamento. Além disso, os autores defendem a idéia da existência de outras fontes de benefícios fiscais diferentes do endividamento, tais como: créditos por investimentos realizados, depreciações aceleradas sobre instalações fabris e equipamentos, incentivos fiscais do governo, provisões dentre outros, tendo em vista que tais deduções não são desembolsáveis a necessidade de recorrer ao endividamento como forma de obter benefícios fiscais torna-se variável caso a caso, concluindo que, as organizações que dispõem destes benefícios possuem menor alavancagem financeira.

Com relação à influência da inflação sobre a estrutura de capital, Schall (1984) analisa certas distorções induzidas pela inflação e discute suas conseqüências para a política corporativa. O autor examina o impacto da inflação sobre a tributação do ganho e perda de capital e dos dividendos e discute as

implicações para a política de dividendos e para as preferências dos acionistas a respeito das políticas da firma, examina também a tributação sobre a dívida. O autor conclui que o efeito perda e ganho que representa o impacto dos impostos reais de acionistas pelo uso do ganho nominal, mostram um maior empréstimo. Enquanto que o efeito de juros que representa o impacto dos impostos de devedores e credores ao usar os juros nominais encorajará menos empréstimos.

Por outro lado, Kim e Wu (1988) examinaram os efeitos da inflação sobre a estrutura de capital considerando os fatores que afetam a oferta e demanda de títulos de dívida da empresa. Os autores testaram três hipóteses denominadas por “efeito Miller”, “efeito Schall” e “efeito DeAngelo e Masulis” (1980).

O “efeito Miller” (1977) mostra que existe uma relação positiva entre nível de dívida corporativa e a margem de rendimento entre títulos de dívida corporativos e municipais. Dada uma estrutura de imposto de renda, um crescimento na margem de rendimento implica em uma taxa de imposto de renda mais alta para o investidor marginal, estimulando os investidores adicionais a adquirir título de dívida corporativo que aumenta a razão da dívida. De acordo com Kim e Wu (1988) a inflação no mesmo período aumenta a diferença dos rendimentos entre títulos de dívidas tributáveis (títulos corporativos) e não tributáveis (títulos públicos), aumentando assim a demanda por título de dívida corporativo.

O “efeito Schall” (1984) retrata uma relação positiva entre o nível agregado de dívida corporativo e a margem de rendimento entre títulos de dívidas da empresa e ação. Portanto, se o ganho líquido sobre o patrimônio diminui, existirá uma substituição das ações para títulos de dívidas corporativos desde que o ganho sobre os mesmos torne-se relativamente mais alto. Assim, os investidores

são estimulados a trocar seu portfólio, vendendo ações e adquirindo títulos de dívidas. Então, segundo Kim e Wu (1988) é provável que a inflação aumente a diferença de rendimento entre a dívida e o patrimônio da empresa levando a uma maior dívida agregada.

O “efeito DeAngelo e Masulis” (1980) demonstra que a proporção de dívida da firma reduz com de acordo com o tamanho de sua dedução de depreciação, pois quanto maior a quantidade de depreciação, mais baixa a razão da dívida decorrentes do imposto relativo ao financiamento via dívida. Uma vez que a depreciação é baseada no custo histórico dos ativos, e alguma porção destes são valores correntes, a razão da depreciação total por ativos declinará no início do período inflacionário. Portanto, à medida que os ativos fixos novos e mais caros forem trazidos, essa razão pode aumentar como demonstrado por Kim e Wu (1988). Assim quanto maior a quantidade de itens com taxas dedutíveis, ou seja, sem caixa, menor o incentivo da firma para emitir títulos de dívidas.

2.2 – Neutralidade da Moeda e Expectativas Racionais

Lucas (1975) ao analisar a hipótese das expectativas racionais demonstra que os agentes econômicos somente precisam observar as variáveis de política econômica e determinar racionalmente se elas são sustentáveis a longo prazo, ou seja, eles são capazes de prever a trajetória futura da economia e avaliar se os valores atuais são compatíveis com o equilíbrio de longo prazo.

Enquanto que Friedman (1956), através da teoria da neutralidade da moeda, estabelece que no longo prazo o nível de atividade econômica real não é afetado pela quantidade de moeda. O autor demonstra que a neutralidade da moeda ocorre pelo fato das variações no estoque de moeda causar variações no

nível de preços, sem alterar assim, nenhuma variável real. Enquanto que em termos nominais o nível de atividade econômica é quase inteiramente determinado pelo estoque da mesma.

2.3 - Alguns Estudos Brasileiros

Batistela et al (2007) investigam a relação entre o nível de endividamento e os fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. Os autores avaliam seis fatores, quais sejam: rentabilidade, risco, tamanho, composição dos ativos, crescimento e tipo de capital e concluem que, exceto a rentabilidade, os demais fatores são determinantes da estrutura de capital da empresa e que o fato da empresa possuir capital aberto ou fechado não afeta o nível de endividamento.

Amaral et al (2007) buscam verificar se a liquidez corrente, o tamanho da empresa, a rentabilidade, oportunidade de crescimento, o risco do negócio, a economia fiscal e o crescimento de vendas são determinantes da estrutura de capital das companhias abertas, que atuam no mercado financeiro, no período de 1999 a 2003. Diferentemente de Batistela et al (2007) os autores utilizam a técnica de dados em painel dinâmico para avaliar os resultados e concluem que as empresas seguem uma hierarquia de financiamento, tendo como influência positiva no endividamento as seguintes variáveis: tamanho das empresas, crescimento de vendas e a rentabilidade e a expectativa de crescimento como influência negativa. As variáveis rentabilidade e planejamento tributário possuem efeito positivo sobre a alavancagem financeira enquanto que a expectativa de crescimento e volatilidade de resultados afetam negativamente a estrutura de capital das empresas analisadas.

Basso et al (2006) analisam a relação entre a estrutura de capital e os ativos intangíveis de inovações (patentes) e de relacionamento com públicos estratégicos (marca) como determinantes do endividamento. Os autores concluem que a relação entre a variável patente é negativa, portanto, as empresas com inovações intensivas apresentam níveis mais baixos de endividamentos, ou seja, possuem predominância de financiamento através de capital próprio. Porém, com relação à quantidade de marcas, apesar da relação ser negativa, os resultados não demonstram uma relação significativa.

Daher e Medeiros (2005) testam a teoria de hierarquização de fontes de financiamento (Pecking Order Theory) em empresas brasileiras no ano de 2001 e verificam que a teoria em sua forma fraca é aplicável às empresas brasileiras no período estudado, ou seja, as empresas brasileiras emitem volumes limitados de ações. Os autores admitem que não há como verificar se a hierarquia da Teoria de Hierarquização de fontes de financiamento é obedecida em termos de *timing* de emissão, apenas em termos de volume emitido. E alertam ainda, que, pelas dificuldades de captação de recursos via mercado de ações, empresas brasileiras recaem na preferência do endividamento.

Brito e Lima (2005) analisam as determinantes da estrutura de capital e demonstram que as empresas de controle privado nacional se endividam mais que empresas de controle público ou estrangeiro, segundo os autores isso se deve aos custos de insolvência e assimetria de informação dessas empresas por possuírem pior governança num ambiente de fraca garantia legal. Os autores observam também a relação positiva entre tangibilidade e crescimento com o endividamento e uma relação negativa com a volatilidade da dívida a longo prazo e rentabilidade.

Terra (2007) investiga em que medida os fatores macroeconômicos são determinantes da estrutura de capital em uma amostra de empresas de sete países latino-americanos – Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Venezuela – no período de 1986 a 2000. O autor mede fatores institucionais, tais como: estrutura financeira, tradição legal, herança cultural, práticas contábeis, PIB, inflação, dentre outros para tal avaliação. O mesmo conclui que os fatores específicos de cada país não são determinantes na estrutura de capital das empresas, ao contrário, os fatores macroeconômicos específicos dos países são coincidentes. Porém, os fatores específicos de cada empresa explicam muito mais as determinantes da alavancagem da empresa.

2.4 - Alguns Estudos Internacionais

No âmbito internacional Hochman e Palmon (1985) desenvolvem um estudo teórico do impacto da inflação sobre o índice de endividamento agregado, os autores admitem que todas as firmas sejam idênticas, não havendo diversificação de ação ordinária e levam em consideração um índice de endividamento igual para todas. Os autores identificam duas formas de efeito da inflação sobre a estrutura de capital. Uma relativa à mudança dos impostos marginais dos investidores, denominada efeito “mudança de grupo”, e outra relativa à mudança do imposto crítico, denominado efeito “taxa crítica”.

Os autores acima citados concluem que teoricamente não há condições de avaliar o impacto líquido dos dois efeitos, porém o efeito “mudança de grupo” diminui o endividamento das empresas tendo em vista que o investidor aumentará a proporção das ações ordinárias no seu portfólio. Enquanto que o efeito “taxa

crítica” tende a aumentar a proporção de títulos em seu portfólio em virtude dos ganhos reais de impostos de financiamento de dívida.

Noguera (2001) em seu artigo avalia o efeito da inflação sobre a alavancagem financeira da empresa observando a relação de oferta ou demanda de títulos de dívida da empresa condensando quatro efeitos denominados: efeito Miller, Schall, DeAngelo e Masulis e Dammon sendo três deles utilizados também por Kim e Wu (1988). Porém a partir da amostra de 40 empresas, o autor indica que os resultados encontrados por seu estudo não são conclusivos, pois em apenas uma única curva do coeficiente de inflação não há relação, indicando que não há domínio de um único efeito sobre a estrutura de capital.

Kim e Wu (1988) por outro lado examinam o conjunto da estrutura de capital nos diversos fatores que afetam a demanda e oferta da dívida corporativa sobre o efeito inflacionário através das trocas em rendimentos relativos. Os autores condensaram três efeitos, i.e. efeito Miller (1977), efeito Schall (1984) e efeito DeAngelo (1980). E concluíram que a inflação aumenta o nível de dívida agregada através do impacto relativo sobre os rendimentos dos títulos de dívidas versus rendimentos sobre o patrimônio e títulos de dívidas públicas como previsto pelos efeitos Schall (1984) e Miller (1977). Afirmam ainda que o nível de dívida reduz com o tamanho da depreciação conforme previsto por DeAngelo e Masulis (1980). Estas relações explicam uma porção de troca na proporção da dívida devido às mudanças na estrutura relativa do rendimento excluindo o efeito da inflação.

Sendo assim, o presente estudo agrega a literatura nacional por analisar o efeito de uma única variável macroeconômica - inflação - sobre a estrutura de capital em empresas brasileiras indicando assim o efeito encontrado nestas.

3 - METODOLOGIA DO TRABALHO

O presente trabalho, que é de natureza empírica, utilizou-se o banco de dados econômica, de onde foram extraídos dados dos balanços patrimoniais deflacionados divulgados por 452 empresas listadas na Bovespa.

Este estudo utiliza duas variáveis, definidas como variáveis dependentes. Tais variáveis serão testadas em momentos distintos a fim de observar seus efeitos individualmente. A primeira é denominada por ***divpatliq***, que é a razão entre dívida e patrimônio líquido e a segunda denominada por ***div***, composta pelas dívidas da empresa de curto e longo prazo, ou seja, passivo circulante e passivo exigível a longo prazo das empresas analisadas.

Como variável independente foi definida a inflação (aumento contínuo de preços) que será representada, em momentos distintos, pelo ***IPCA***¹ (índice nacional de preço ao consumidor ampliado) e ***IGP-M***² (índice geral de preço – mercado). Tais índices são anuais e foram coletados no site do *IPEADATA*. A fim de analisar o efeito da inflação em cada setor, criou-se uma *dummy* para cada um deles, sendo multiplicada às variáveis independentes em momentos distintos dos testes desenvolvidos.

E, finalmente, como variáveis de controle foram utilizadas o risco Brasil, a taxa de câmbio composto de um a cesta de 16 moedas de diversos países, denominada Câmbio, o PIB Real per capita, denominada por PIBREAL, a taxa SELIC e o total do Ativo, denominado ATIVO. O ***risco Brasil*** foi utilizado como variável de controle, pois países que possuem riscos elevados precisam oferecer

¹ IPCA - que resulta da média aritmética ponderada dos índices de preço ao consumidor das nove regiões metropolitanas e distrito federal.

² IGP-M - que reflete a variação geral dos preços dos produtos no mercado interno.

maiores taxas de juros para atrair capital estrangeiro e poderá afetar diretamente a alavancagem financeira da empresa. A **Taxa de Câmbio** devido à relação entre exportações e importações praticada por algumas empresas selecionadas neste estudo, pois se a taxa de câmbio for elevada ocorre uma maior exportação de produtos o que afeta a alavancagem financeira das empresa. A taxa **SELIC** por ser considerada a taxa básica de juros utilizada no país. O **ATIVO** por causa da dívida, a fim de isolar o efeito da inflação sobre dívida. E o **PIB real** por refletir as atividades econômicas de produção realizadas nos país, indicando o total de riqueza produzida.

O estudo foi desenvolvido utilizando-se a metodologia de regressão com dados em painéis com efeito fixo. De acordo com Gujarati (2006) dados em painel combinam séries temporais com dados de corte transversal, proporcionando dados mais informativos, maior variabilidade e menos colinearidade entre as variáveis, bem como mais graus de liberdades e maior eficiência. A escolha pelo efeito fixo deu-se pelo fato do mesmo capturar o efeito individual das firmas controlando a heterogeneidade entre os dados.

A equação estatística utilizada pelo estudo é a seguinte:

$$B_{it} = \alpha_i + \gamma P_t + \beta X_{it} + v_{it}$$

Onde:

B_{it} - variável dependente a ser testada (div e divpatliq)

P_t - variável independente (inflação: IGPM ou IPCA)

βX_{it} - Grupo de controle (Risco Brasil, Taxa de Câmbio, PIB e SELIC)

v_{it} - termo de erro

4 – RESULTADOS

4.1 – Análise de Dados Geral

A seguir serão analisados os resultados da análise de dados em painel para as quatro regressões realizadas.

Tabela 1: Regressão de Dados em Painel: Endividamento

Painel A: Regressão de Dados em Painel com Efeito Fixo				
Coeficiente para Regressão – Variável Dependente: <i>divpatliq</i>				
	Coeficiente	Padrão Robusto		P-Valor
		Erro		
IPCA	-0.01	0.26		0.96
RISCOBR	0.01	0.01		0.19
PIBREAL	57.18	49.45		0.25
CAMBIO	-2.21	5.66		0.70
SELIC	19.14	20.65		0.35
CONS	-156.92	119.04		0.19

Painel B: Regressão de Dados em Painel com Efeito Fixo				
Coeficiente para Regressão – Variável Dependente: <i>divpatliq</i>				
	Coeficiente	Padrão Robusto		P-Valor
		Erro		
IGPM	0.13	0.18		0.47
RISCOBR	0.00	0.01		0.52
PIBREAL	57.30	49.42		0.25
CAMBIO	-2.49	5.19		0.63
SELIC	24.87	23.35		0.29
CONS	-162.29	117.49		0.17

* Matriz de variância-covariância robusta a heterocedasticidade

Fonte: Elaboração própria

Pela tabela 1 acima observa-se o resultado da regressão dos dados em painel para a variável dependente *divpatliq*. O painel A considera como variável independente o IPCA e as variáveis de controle RISCOBR, PIBREAL, CÂMBIO e SELIC. Percebe-se que os mesmos apresentaram variáveis sem significância estatística ao nível de 5%, o que significa que estas variáveis isoladamente não exercem influência sobre a variável dependente.

O painel B é composto pelas mesmas variáveis de controle sendo modificada apenas a variável independente que passou a ser o IGPM. Os resultados apresentados são semelhantes: ao nível de 5%, as variáveis não apresentam significância estatística indicando a falta de influência das mesmas na variável dependente *divpatliq*.

Tabela 2: Regressão de Dados em Painel: Dívida

Painel A: Regressão de Dados em Painel				
Coeficiente para Regressão – Variável Dependente: <i>div</i>				
	Coeficiente	Padrão Robusto		P-Valor
		Erro		
IPCA	-5345.61	10808.63		0.62
RISCOBR	310.85	147.28		0.03
PIBREAL	5629512	1195805		0.00
CAMBIO	998218.5	196519		0.00
SELIC	1619434	739504.5		0.03
ATIVO	0.55	0.04		0.00
_CONS	-2.08	3444379		0.00

Painel B: Regressão de Dados em Painel				
Coeficiente para Regressão – Variável Dependente: <i>div</i>				
	Coeficiente	Padrão Robusto		P-Valor
		Erro		
IGPM	-7633.084	4885.89		0.12
RISCOBR	437.52	167.92		0.01
PIBREAL	5606143	1192725		0.00
CAMBIO	973280	180709.1		0.00
SELIC	1255318	721254		0.08
ATIVO	0.55	0.042		0.00
_CONS	-2.02	3346287		0.00

* Matriz de variância-covariância robusta a heterocedasticidade

Fonte: Elaboração própria

A tabela 2 acima apresenta o resultado da regressão dos dados em painel para a variável dependente *div*. O painel A considera como variável independente o IPCA e as variáveis de controle RISCOBR, PIBREAL, CAMBIO, SELIC e ATIVO. Mais uma vez, analisando a probabilidade (P-Valor) de cada coeficiente, percebe-se que os mesmos apresentaram variáveis sem significância estatística ao nível de 5%.

O painel B é composto pelas mesmas variáveis de controle sendo modificada apenas a variável independente que passou a ser o IGPM. Os resultados apresentados são semelhantes sugerindo que ao nível de 5%, as variáveis não apresentam significância estatística, indicando a falta de influência das mesmas na variável dependente div.

Portanto, os resultados encontrados nos permitem concluir que não existe efeito da inflação sobre o endividamento ou sobre a dívida. Os testes sugerem uma possível anulação entre os efeitos propostos pela teoria de Kim e Wu (1988), ou seja, um possível aumento nos rendimentos dos títulos de dívida das corporações em períodos inflacionários e uma redução no ganho líquido sobre o patrimônio serão compensados pela redução na razão da depreciação sobre o ativo. Sugere também uma ratificação das hipóteses da expectativa racional, onde os agentes são capazes de prever a trajetória futura da economia e avaliar se os valores atuais são compatíveis com o equilíbrio de longo prazo não ocasionando efeito sobre a dívida e o endividamento. Sugere ainda a validação da teoria da neutralidade da moeda que defende que valores reais não são afetados pela oferta de moeda.

Concluindo, portanto, que o efeito agregado da inflação sobre a dívida e sobre o endividamento das empresas brasileiras listadas na Bovespa é nulo.

4.1 – Análise de Dados Setorial

A fim de corroborar com o resultado anteriormente descrito, o presente estudo realizou uma análise de dados setoriais baseando-se na mesma amostra de dados separando-os apenas por setores conforme distribuição da tabela 3.

Tabela 3: Distribuição Setorial em percentuais

Código do Setor	Setor	Composição da amostra (%)
01	Agro e Pesca	1
02	Alimentos e Bebidas	10
03	Comércio	6
04	Construção	9
05	Eletroeletrônico	4
06	Energia Elétrica	12
07	Máquinas Industriais	2
08	Mineração	2
09	Minerais não Metais	2
10	Papel e Celulose	2
11	Petróleo e Gás	2
12	Química	9
13	Siderúrgica e Metalúrgica	11
14	Software e Dados	1
15	Veículos e Peças	6
16	Telecomunicação	9
17	Têxtil	8
18	Transportes e Serviço	4

Fonte: Elaboração própria

Observando a tabela 3 acima se percebe que o setor de energia elétrico é o setor com maior representatividade no estudo realizado, ou seja, 12 % das empresas analisadas encontram-se concentradas neste setor. Enquanto que o setor de Agro e Pesca e *Software* e Dados representam individualmente, 1% das empresas analisadas. Apesar deste último de ter uma concentração semelhante ao de Agro e Pesca, o mesmo foi desconsiderado da análise por insuficiência de dados para o período abordado neste estudo.

Tabela 4: Regressão de Dados em Painel: Divpatliq Setorial

Painel A: Regressão de Dados em Painel				
Coeficiente para Regressão – Variável Dependente: <i>divpatliq</i>				
	Coeficiente	Padrão Robusto		P-Valor
		Erro		
IPCA	0.06	0.52		0.12
IPCA – Setor 01	-0.12	0.51		0.80
IPCA – Setor 02	-1.25	1.41		0.37
IPCA – Setor 03	-0.33	0.51		0.51
IPCA – Setor 04	-0.18	0.50		0.71
IPCA – Setor 05	-0.63	1.25		0.61
IPCA – Setor 06	0.14	0.69		0.83
IPCA – Setor 07	-0.67	0.60		0.26
IPCA – Setor 08	-0.20	0.48		0.67
IPCA – Setor 09	0.40	0.36		0.26
IPCA – Setor 10	-0.37	0.48		0.44
IPCA – Setor 11	5.85	5.80		0.31
IPCA – Setor 12	0.48	0.71		0.49
IPCA – Setor 13	-0.61	0.57		0.28
IPCA – Setor 15	-0.21	0.48		0.66
IPCA – Setor 16	0.43	0.63		0.49
IPCA – Setor 17	-1.55	1.68		0.35
IPCA – Setor 18	-0.09	0.52		0.84
RISCOBR	0.00	0.00		0.19
PIBREAL	55.83	48.07		0.24
CAMBIO	-2.19	5.65		0.69
SELIC	19.09	20.72		0.35
_CONS	-153.41	116.22		0.18

Painel B: Regressão de Dados em Painel				
Coeficiente para Regressão – Variável Dependente: <i>divpatliq</i>				
	Coeficiente	Padrão Robusto		P-Valor
		Erro		
IGPM	0.10	0.23		0.66
IGPM – Setor 01	0.01	0.23		0.96
IGPM – Setor 02	-0.86	0.69		0.21
IGPM – Setor 03	-0.08	0.21		0.69
IGPM – Setor 04	-0.06	0.21		0.74
IGPM – Setor 05	-0.04	0.66		0.94
IGPM – Setor 06	0.29	0.48		0.54
IGPM – Setor 07	-0.25	0.23		0.26
IGPM – Setor 08	-0.07	0.20		0.72
IGPM – Setor 09	0.15	0.19		0.41
IGPM – Setor 10	-0.13	0.20		0.50
IGPM – Setor 11	2.90	2.84		0.30
IGPM – Setor 12	0.25	0.32		0.42
IGPM – Setor 13	-0.14	0.23		0.52
IGPM – Setor 15	-0.08	0.20		0.68
IGPM – Setor 16	0.17	0.25		0.50
IGPM – Setor 17	-0.10	0.61		0.86
IGPM – Setor 18	-0.03	0.22		0.87
RISCOBR	0.00	0.00		0.58
PIBREAL	55.77	47.81		0.24
CAMBIO	-2.05	5.16		0.69
SELIC	26.25	23.95		0.27
_CONS	-161.64	114.82		0.15

* Matriz de variância-covariância robusta a heterocedasticidade

Fonte: Elaboração própria

A tabela 4 acima apresenta o resultado da regressão dos dados em painel para a variável dependente *divpatliq*. O painel A considera como variável independente o IPCA, que foi adicionado a *dummy* de cada setor com a finalidade de capturar o efeito setorial (individualizado) da inflação. E como variáveis de controle o RISCOBR, PIBREAL, CAMBIO e SELIC. Analisando a Probabilidade (P-Valor) de cada coeficiente, percebe-se que os mesmos apresentaram variáveis sem significância estatística ao nível de 5% em todos os setores analisados, o que significa que estas variáveis isoladamente não exercem influência sobre a variável dependente em nenhum dos setores aqui analisados. Corroborando assim, com o resultado apresentado anteriormente na análise geral.

O painel B considera as mesmas variáveis de controle do painel A, sendo modificada apenas a variável independente que passou a ser o IGPM, cuja adição setorial permanece, a fim de atingir o objetivo adicional do estudo. Observando-se os dados apresentados, também para a análise com a variável IGPM, os dados sugerem a não influência da inflação na estrutura de capital setorial. Reforçando mais uma vez a análise anteriormente mencionada.

Tabela 5: Regressão de Dados em Painel: Div Setorial

Painel A: Regressão de Dados em Painel			
Coeficiente para Regressão – Variável Dependente: <i>div</i>			
		Padrão Robusto	
	Coeficiente	Erro	P-Valor
IPCA	-0.01	0.02	0.37
IPCA – Setor 01	-0.04	0.02	0.09
IPCA – Setor 02	-0.00	0.02	0.84
IPCA – Setor 03	-0.01	0.02	0.46
IPCA – Setor 04	-0.02	0.02	0.37
IPCA – Setor 05	0.02	0.02	0.47
IPCA – Setor 06	0.00	0.02	0.82
IPCA – Setor 07	-0.01	0.22	0.47
IPCA – Setor 08	0.02	0.02	0.40
IPCA – Setor 09	-0.02	0.01	0.13
IPCA – Setor 10	-0.02	0.02	0.28
IPCA – Setor 11	0.02	0.24	0.29
IPCA – Setor 12	-0.00	0.02	0.87
IPCA – Setor 13	-0.01	0.01	0.51
IPCA – Setor 15	0.03	0.02	0.18
IPCA – Setor 16	-0.00	0.02	0.55
IPCA – Setor 17	0.65	0.05	0.20
IPCA – Setor 18	-0.00	0.02	0.79
RISCOBR	0.00	0.00	0.01
PIBREAL	2.86	0.52	0.00
CAMBIO	0.52	0.09	0.00
SELIC	-0.37	0.34	0.27
ATIVO	2.64	5.59	0.00
_CONS	3.79	1.61	0.02

Painel B: Regressão de Dados em Painel			
Coeficiente para Regressão – Variável Dependente: <i>div</i>			
		Padrão Robusto	
	Coeficiente	Erro	P-Valor
IGPM	-0.00	0.00	0.36
IGPM – Setor 01	-0.00	0.01	0.49
IGPM – Setor 02	0.00	0.00	0.76
IGPM – Setor 03	-0.00	0.00	0.95
IGPM – Setor 04	0.00	0.00	0.84
IGPM – Setor 05	0.00	0.00	0.42
IGPM – Setor 06	0.00	0.00	0.45
IGPM – Setor 07	-0.00	0.00	0.62
IGPM – Setor 08	0.00	0.01	0.69
IGPM – Setor 09	-0.00	0.00	0.45
IGPM – Setor 10	-0.00	0.00	0.75
IGPM – Setor 11	0.01	0.00	0.19
IGPM – Setor 12	0.00	0.00	0.77
IGPM – Setor 13	-0.00	0.00	0.82
IGPM – Setor 15	0.00	0.00	0.55
IGPM – Setor 16	-0.00	0.00	0.73
IGPM – Setor 17	0.01	0.02	0.33
IGPM – Setor 18	-0.00	0.00	0.97
RISCOBR	0.00	0.00	0.02
PIBREAL	2.81	0.51	0.00
CAMBIO	0.44	0.08	0.00
SELIC	-0.62	0.33	0.07
ATIVO	2.65	5.63	0.00
_CONS	4.46	1.53	0.00

* Matriz de variância-covariância robusta a heterocedasticidade

Fonte: Elaboração própria

Na tabela 5 acima se tem o resultado da regressão dos dados em painel para a variável dependente div. O painel A considera como variável independente o IPCA, adicionado à *dummy* setorial, e como variáveis de controle o RISCOBR, PIBREAL, CAMBIO, SELIC e ATIVO. Analisando a probabilidade (P-Valor) de cada coeficiente percebe-se que, na sua grande maioria, apresentam variáveis sem significância estatística ao nível de 5%, sugerindo que não há influência da inflação sobre a estrutura de capital das empresas em uma análise setorial.

O painel B é composto pelas mesmas variáveis de controle, modificada apenas a variável independente que ora é o IGPM. Os resultados apresentados mais uma vez, sugerem que ao nível de 5%, as variáveis não apresentam significância estatística, indicando a falta de influência das mesmas na variável dependente div.

Portanto, os resultados encontrados no contexto setorial nos permitem ratificar os resultados já mencionados no âmbito geral, cuja análise dos resultados sugere a não existência de um efeito significativo entre inflação e dívida ou inflação e endividamento. Concluindo assim que o efeito agregado da inflação sobre a dívida e sobre o endividamento nos setores econômicos das empresas brasileiras listadas na Bovespa é nulo.

5 – CONCLUSÃO

O objetivo principal deste estudo foi verificar se existe impacto da inflação na estrutura de capitais de empresas brasileiras listadas na Bovespa no período de 1996 a 2006 testando a teoria descrita por Kim Wu (1988). Tal teoria propõe a existência de três efeitos da inflação na estrutura de capital das empresas: dois que tendem a aumentar o endividamento da firma e um que tende a diminuí-lo.

Segundo a teoria da neutralidade da moeda, no longo prazo, qualquer aumento na quantidade de moeda não afetará as variáveis reais, sendo assim não alterará a dívida e conseqüentemente seu endividamento. A teoria das hipóteses de expectativas racionais, por sua vez, explica que os agentes financeiros não ignoram nem desprezam a informação, eles antecipam racionalmente os efeitos das políticas governamentais e reagem no presente de acordo com as expectativas que se formaram, assim no longo prazo tanto a dívida quanto o endividamento permaneceram inalterados.

Como objetivo secundário foi feita uma avaliação setorial dos mesmos efeitos considerando as mesmas condições avaliadas para todas as empresas de forma geral. Os resultados sugerem que não há impacto da inflação sobre a dívida ou o endividamento, nem no aspecto geral e nem no aspecto setorial.

Em uma análise geral, os resultados, tanto no seu aspecto setorial quanto geral, sugerem uma possível anulação dos efeitos, ou seja, uma compensação entre o aumento nos rendimentos de títulos de dívida e a redução no ganho líquido de capital com a redução da razão depreciação e ativo. Ou ainda, uma validação da teoria da neutralidade da moeda e teoria da expectativa racional.

Concluindo-se finalmente que, no contexto geral, o efeito agregado da inflação sobre a dívida e sobre o endividamento das empresas brasileiras listadas na Bovespa segundo os testes aqui desenvolvidos é nulo.

Recomenda-se um estudo posterior a fim de avaliar a sensibilidade dos efeitos inflacionários em empresas menos endividadas e empresas mais endividadas ou ainda, a avaliação desse mesmo estudo utilizando outro método estatístico podendo ainda modificar o período de tempo da amostra.

6 – REFERÊNCIAS

AMARAL, A. C. et al. **Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro** – Análise de regressão com painel de dados no período 1999 - 2003. RAUSP - Revista de Contabilidade e Finanças da USP, n. 44, 2007, pp.72-85.

BASSO, L. F. C. et al. **Ativos intangíveis e estrutura de capital:** a influência das marcas e patentes sobre o endividamento. Revista de administração, vol. 41, n. 2, 2006, pp. 158-168.

BATISTELA, F. D.; BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J. **Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil.** RAUSP - Revista de Contabilidade e Finanças da USP, n. 43, 2007, pp. 9-19.

BREALEY, R. A. e Myers. C. **Princípios de Finanças Empresariais.** 5 ed. Lisboa, Portugal, Mc Graw Hill, 1992.

BRITO, R. D.; LIMA, M. R. **A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia lega:** o caso Brasil. RBE – Revista brasileira de economia, vol. 59, n. 2, 2005.

DAHER, C. E.; MEDEIROS, O. R. **Testando a teoria de hierarquização de fontes de financiamento nas empresas brasileiras.** RAUSP - Revista de contabilidade e finanças da usp, n. 37, 2005, pp. 37-45.

DEANGELO, H.; MASULIS, R. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. **Journal of financial economics**, vol. 8, 1980, pp. 3-29.

FRIEDMAN, M. The Quantity Theory of Money: A Restatement, Studies in the Quantity Theory of Money, Chicago, IL:University of Chicago Press. 1956.

JENSEN, M. C. e MECKLING, W. H., Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of financial economics**, vol. 3, 1976, pp. 305-360.

HOCHMAN, S.; PALMON, O. The Impact of Inflation on the Aggregate Debt-Asset Ratio. **Journal of finance**, vol 40. n. 4, 1985, pp.1115-1125.

KIM, M. K. ; WU, C. Effects of inflation on capital structure. **The financial review**, vol. 23, 1988, pp.183.

LUCAS, Robert, Jr. An equilibrium model of the business cycle. **Journal of Political Economy**, vol. 83. n. 6, 1975.

MILLER, M. Debt and taxes. **Journal of finance**, vol.32, 1977, pp. 261-275, 1977.

MODIGLIANI, F. & MILLER, M. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **American economic review**, vol. 48, 1958, pp. 261-297.

_____. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **American economic review**, vol. 53, 1963, pp. 433-443.

MYERS, S. The capital structure puzzle. **Journal of finance**, vol.39, 1984, pp. 575-592.

NOGUERA, J., **Inflation and capital structure**. Texto disponibilizado em 08 nov. 2001. Working paper n.º 180. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=289546>>. Acesso em: 26 jun. 2007.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira**. São Paulo : Atlas, 2002.

SCHALL, L. D. Taxes, inflation and corporate financial policy. **Journal of finance**, 1984, pp.105-126.

TERRA, P. R. S. **Estrutura de capital e fatores macroeconômicos na América Latina**. RAUSP - Revista de contabilidade e finanças da usp, vol. 42, nº 2, 2007, pp. 192-204.

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)