

## INFLUÊNCIA DE VARIÁVEIS MACRO E MICROECONÔMICAS NAS EMISSÕES PRIMÁRIAS DE EMPRESAS BRASILEIRAS

*INFLUENCE OF MACRO AND MICROECONOMIC VARIABLES IN PRIMARY EMISSIONS OF BRAZILIAN COMPANIES*

*Marcos Antônio de Camargos \**

Professor da Faculdade IBMEC de Minas Gerais – IBMEC-MG e Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração da Universidade Federal de Minas Gerais - CEPEAD-UFMG  
Belo Horizonte, MG, Brasil  
E-mail: marcosac@ibmecmg.br; marcosac@face.ufmg.br

*Eduardo Senra Coutinho*

Coordenador da Graduação em Administração na Faculdade IBMEC de Minas Gerais – IBMEC-MG  
Belo Horizonte, MG, Brasil  
E-mail: eduardosc@ibmecmg.br

*Emanuella Gomes Xavier*

Faculdade IBMEC de Minas Gerais – IBMEC-MG  
Belo Horizonte, MG, Brasil  
E-mail: manu\_xavier@hotmail.com

### RESUMO

O objetivo deste artigo é identificar e analisar se variáveis macroeconômicas e microeconômicas influenciam as captações de recursos externos via emissões primárias de ações e debêntures de companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa. Os dados utilizados na pesquisa se referem a 23 registros de ofertas primárias de ações e 49 registros de emissão de debêntures, ocorridos entre janeiro de 2005 e dezembro de 2011, totalizando 28 trimestres. O modelo econométrico utilizado foi um painel balanceado (924 observações) com dados trimestrais estimados via Logit e MQO. Foram identificadas variáveis internas e externas que explicam as captações de recursos por meio de ações e de debêntures. Concluiu-se que as empresas consideram a conjuntura econômica para escolher qual o melhor momento de captar recursos, corroborando a teoria do market timing, enquanto consideram a sua situação financeira interna para decidir sobre o volume de recursos que será captado.

**Palavras-chave:** *Market Timig. Emissões Primárias. Estrutura de Capital. Variáveis Micro e Macroeconômicas.*

### ABSTRACT

*This paper aims to identify and analyze macroeconomic variables and microeconomic that influence the raising of external resources via primary issues of shares and bonds of Brazilian companies listed on the BM&FBovespa. The data used in the study refer to 23 primary offering shares and 49 of bonds, which occurred between January 2005 and December 2011 (28 quarters). The econometric model used was a quarterly balanced panel data (924 observations) estimated by logit and OLS. Internal and external variables that explain the raising of funds through shares and debentures were identified. The results showed that companies consider the economic situation to choose the best time to fund raise, corroborating the theory of market timing, while considering its internal financial position to decide the amount of resources that will be raised.*

**Keywords:** *Market Timig. Primary Issues. Capital Structure. Micro and Macroeconomic Variables.*

Data de submissão: 24 de julho de 2014.

Data de aprovação: 4 de setembro de 2014.

## INTRODUÇÃO

As empresas podem financiar seus projetos de investimento com recursos gerados internamente nas suas atividades (autofinanciamento), ou por meio de recursos externos, como a captação de dívidas (empréstimos, financiamentos ou emissão de títulos), e / ou por meio da emissão de ações. A identificação dos fatores que determinam a tomada de decisão sobre qual a fonte mais viável e oportuna para a empresa se financiar constitui um dos temas mais recorrentes da teoria de finanças, a estrutura de capital.

As escolhas de financiamentos podem ser afetadas por fatores externos às empresas, como desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais, oferta de crédito e características de mercado (taxa de juros, por exemplo). Além desses, fatores internos – risco, tamanho da empresa, tipo do negócio e qualidade dos ativos – também podem afetar a capacidade e a necessidade do endividamento e serem decisivos na escolha e determinação da estrutura de capital.

À medida que crescem e expandem, as empresas carecem de mais recursos. Entretanto, o acesso ao crédito e às outras fontes de recursos de longo prazo atua como fator determinante para o seu crescimento. Sobre as condições de financiamento das empresas brasileiras, Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1998) em análise da estrutura de capital de empresas de países emergentes, constataram que as empresas brasileiras são pouco alavancadas e dependentes de recursos internos, devido às restrições de crédito e ineficiência de instituições que garantidoras dos direitos dos agentes e instituições atuantes no mercado.

O mercado acionário e de debêntures brasileiro apresentaram trajetórias distintas até recentemente. Enquanto no primeiro foi observada uma redução do número de empresas listadas na BM&FBovespa após o Plano Real; no segundo, ocorreu um aumento, atribuído à melhora das garantias aos credores (liberação do indexador de correção monetária e a criação de cláusulas contratuais mais sofisticadas, como a substituição das garantias subordinada ou quirografária por real ou flutuante). Essas cláusulas contribuíram para minimizar riscos dos debenturistas na ausência de um mercado secundário e um ambiente caracterizado por riscos econômicos, institucionais e políticos (BORGES e LOPES, 2001; SAITO *et al.*, 2002 e KIMURA, 2003).

No contexto da teoria do *market timing* ou *windows opportunity*, as condições do mercado são determinantes das decisões sobre as fontes de financiamento das empresas. Dessa forma, as empresas escolhem o melhor momento para fazer novas emissões de títulos, adiando ofertas, caso percebam subvalorização dos seus títulos (KORAJCZYK, LUCAS e MACDONALD, 1991). Na perspectiva dessa teoria, há assim, um comportamento oportunista das empresas, que aproveitam para emitir ações quando seus valores de mercado estão elevados e para emitir dívidas, caso contrário. Aproveitam, dessa forma, de flutuações temporárias no custo das suas fontes de financiamento, visando emitir títulos em momentos favoráveis.

Inserido no contexto acima, este trabalho tem por objetivo identificar e analisar se variáveis macro e microeconômicas influenciam as captações de recursos externos via emissões primárias de ações e debêntures no mercado de capitais de companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa ocorridas entre 2005 e 2011.

O artigo tem a seguinte estrutura, após essa introdução, a seção 2 apresenta o referencial teórico de suporte à pesquisa empírica. A metodologia e os resultados são apresentados nas seções 3 e 4, respectivamente. Encerra-se com as considerações finais e conclusões na seção 5, seguidas das referências.

## REFERENCIAL TEÓRICO

### As teorias sobre estrutura de capital

Desde os estudos seminais de Modigliani e Miller - MM (1958 e 1963) diversas teorias foram desenvolvidas para analisar implicações, desdobramentos e fatores que direcionam as decisões sobre a estrutura de capital. No artigo de 1958, MM analisaram as fontes de financiamento das empresas a partir do custo de capital total (retorno exigido por acionistas e credores), descrevendo as condições da irrelevância e da estrutura ótima de capital. Já no artigo de 1963, defenderam que a utilização de dívidas como fonte de financiamento é vantajosa devido ao benefício fiscal que ocasiona afetando diretamente o valor da empresa.

Dentre as diversas teorias que concorrem e se complementam na explicação dos fatores determinantes da estrutura de capital das empresas, merecem destaque a teoria do *trade-off* estático, a hierarquia das fontes e o *market timing*. Segundo a teoria do *trade-off* estático (*static trade-off theory*), as empresas comparam os custos e os benefícios fiscais da dívida. Dessa forma, elas devem se endividar até o ponto em que os custos do endividamento (custos de falência e potenciais conflitos de agência entre credores e acionistas) superarem os seus benefícios fiscais. Segundo a teoria da hierarquia das fontes de recursos (ou *pecking order theory*), as empresas seguem uma hierarquia padrão nas suas decisões de financiamento, preferem primeiramente, recursos gerados internamente (autofinanciamento), na sequência preferem se financiar por meio de dívidas e por fim via emissão de ações. Segundo a teoria do *market timing* ou *windows opportunity*, as empresas são mais propensas a emitir ações quando seus valores de mercado estão elevados, em relação ao seu valor contábil e aos seus valores de mercado do passado, além de aproveitar para recomprá-las quando seus valores de mercado estão baixos (BAKER e WURGLER, 2002). Ou em outras palavras, as empresas preferem se financiar por meio da emissão de ações quando o custo de capital próprio é baixo, e preferem a emissão de títulos de dívida caso contrário (HUANG e HITTER, 2009).

Para Loughram e Ritter (1997), as empresas emitem ações em períodos de melhora do seu desempenho financeiro e do mercado, para intencionalmente, e na maioria das vezes bem sucedida, explorar a euforia dos investidores. Dessa forma, algumas empresas optam por tentar melhorar o seu desempenho visando emitir ações, enquanto outras optam por explorar, de maneira oportuna, um desempenho favorável do mercado de capitais.

Para Alti (2006), as empresas se ajustam às condições do mercado, aproveitando momentos de aquecimento do mercado para realizar captações por meio da emissão de ações, reduzindo o percentual das suas dívidas na estrutura de capital, para em seguida, emitir dívidas, ao invés de emitir ações, evidenciando que o mercado é determinante da estrutura de capital das empresas. Os resultados encontrados por Kayhan e Titman (2007) mostraram que nos anos em que as ações das empresas estavam sobrevalorizadas, elas apresentaram dívidas menores.

Nessa direção, Korajczyk e Levy (2003) argumentam que as variações das condições macroeconômicas levam as empresas a apresentarem diferentes estruturas de capital, acrescentando que elas são significativas para a escolha do tipo de emissão para empresas com facilidade de captar recursos, mas sem significância quando se trata de empresas com dificuldade de captação.

Frank e Goyal (2009) defendem a ideia de que as empresas adiarão o máximo possível a decisão de financiamento, mas, diante de condições favoráveis no mercado, elas tenderão a aproveitá-las, mesmo que não apresentem necessidade de financiamento naquele momento.

A pesquisa realizada por Graham e Harvey (2001) apontou que para dois terços dos executivos entrevistados os momentos de valorização ou desvalorização das ações das suas companhias são importantes nas decisões de emissão de novas ações. Para eles, o preço das ações no mercado e as taxas de juros são dois fatores importantes levados em consideração no momento de fazer novas captações externas de recursos. Nessa mesma direção, Baker, Greenwood e Wurgler (2003) que as empresas optam por se financiar por meio de dívidas quando consideram as taxas de juros atraentes, além da possibilidade de alongar o perfil do seu endividamento.

## Variáveis macroeconômicas e seus efeitos no mercado de capitais

Matsuo e Eid Jr. (2004) analisaram a influência de variáveis da conjuntura econômica em que a empresa se encontra e as decisões de financiamento que ela toma, constatando que fatores macroeconômicos, assim como os recursos limitados no mercado doméstico e um ambiente de incertezas podem sugerir um comportamento oportunista das empresas do tipo *market timing* (emissão de ações em momentos oportunos, em que se percebe um custo de capital próprio menor se comparado a outras fontes de capital).

Estudos como os de Anderson (1999), Filgueira e Leal (2000) e Krauter (2007), que buscam relacionar as características dos contratos de debêntures com o ambiente econômico, verificaram que a estabilidade da economia realmente influencia as características das emissões. Isso indica que as variáveis macroeconômicas podem de fato ter efeito sobre as formas de captação de recursos das empresas.

Dann e Mikkelson (1984), na análise do impacto das emissões de debêntures sobre o valor da empresa, confirmaram a hipótese de que tais decisões possuem conteúdo informacional sendo, portanto, relevantes para aumentar a riqueza dos acionistas. Já os estudos de Rajan e Zingales (1995) e Baker e Wurgler (2002) tiveram como objeto de estudo o fenômeno de *market timing*, analisado por meio de séries históricas da relação valor de mercado sobre o valor contábil.

Nos estudos sobre o tema, o Produto Interno Bruto (PIB), que representa a soma dos valores de todos os bens e serviços finais produzidos por uma unidade federativa ou país durante determinado período, é um dos indicadores mais utilizados para mensurar a atividade econômica de uma região. Se há uma expectativa de aumento futuro do PIB, significa que a economia como um todo deverá estar em uma situação melhor que a anterior e, portanto, espera-se que a captação de recursos seja mais facilitada.

Entretanto, se a dívida pública aumenta isso significa que o governo está tomando mais recursos e lançando títulos públicos no mercado, sinalizando que a oferta de recursos públicos disponíveis para empréstimo e o investimento privado é menor. Dessa forma, ela deve se relacionar negativamente com a captação de recursos financeiros privados, assim como ocorre com os juros reais da economia, que representam um custo maior de capital. Essas e outras variáveis utilizadas na pesquisa estão descritas mais a frente.

### Variáveis microeconômicas e seus efeitos na captação das empresas

Nesta pesquisa foram utilizadas também características internas das empresas, na perspectiva de que elas influenciam a estrutura de capital escolhida e suas formas de captação de recursos. É de se esperar que características como o risco sistemático da empresa em relação ao mercado e o seu o custo médio ponderado de capital, assim como o custo de capital de terceiros e próprio ou o tamanho da empresa, entre outros, tenha influência sobre a capacidade de captação de recursos dessas instituições no mercado. Isso porque se, por exemplo, uma empresa for grande em relação às outras estudadas, pode ser que ela tenha relativamente maior facilidade de captar recursos de terceiros, ou ainda se o custo de capital próprio de uma dada empresa for alto, ela provavelmente terá uma menor propensão a captar recursos via emissão de ações, já que esse custo aumentaria ainda mais. As variáveis internas utilizadas foram: risco sistemático, custo de capital (da empresa, próprio e de terceiros), governança corporativa, emissão de *American Depositary Receipts*, alavancagem, tamanho e tipo de controle. Todas estão descritas na seção 3.2.3.

### Evidências empíricas na literatura nacional

Um dos primeiros estudos sobre os determinantes das emissões de ações e debêntures no mercado brasileiro foi realizado por Sanvicente e Nakamura (1993), que analisam a relação entre as características específicas das empresas (tamanho, lucratividade e nível de endividamento) e as ofertas públicas primárias, encontrando significância estatística para o nível de endividamento *ex-ante* na explicação da escolha da fonte externa de recursos.

Anderson (1999) analisou contratos de debêntures visando entender o endividamento em países emergentes. Constatou que o ambiente econômico brasileiro apresenta muitos obstáculos para os financiamentos de dívidas, mas as firmas mostraram superação dos riscos na contratação financeira eficiente, sinalizando bons conhecimentos em negociar sob um ambiente de incertezas.

Figueiredo (2007) analisou a composição do endividamento das empresas (recursos privados ou públicos), constatando que para decidir sobre a fonte do seu financiamento, empresas consideram oportunidades de crescimento futuro, disponibilidade de ativos tangíveis, nível de alavancagem e lucratividade.

Filgueira e Leal (2000) investigaram as alterações ocorridas nas cláusulas de debêntures brasileiras após a estabilização da economia, identificando menor utilização da indexação à inflação doméstica, cláusulas de remuneração de prêmio ou que preveem vencimento antecipado; e maior utilização de juros remuneratórios com base em taxas flutuantes, títulos conversíveis, e cláusulas que restringem compromissos relativos a investimentos e financiamentos.

Visando verificar se a estabilidade da economia tem influência nas emissões de debêntures Krauter (2007) constatou que ela trouxe mudanças como a redução da utilização de indexadores ligados à inflação, de remuneração de prêmio, de resgate antecipado e de amortização e da emissão de debêntures conversíveis.

Matsuo e Eid Jr. (2004) analisaram a influência de fatores macroeconômicos nas emissões primárias de ações e debêntures ocorridas entre 1994 e 2003. Concluíram que as decisões de captar recursos externos

# INFLUÊNCIA DE VARIÁVEIS MACRO E MICROECONÔMICAS NAS EMISSÕES PRIMÁRIAS DE EMPRESAS BRASILEIRAS

---

são influenciadas por fatores de conjuntura macroeconômica, que motivam o comportamento oportunista do tipo *market timing*.

Nessa mesma direção, Leal (2000) constatou um comportamento oportunista dos gestores nas decisões de captar recursos em condições mais vantajosas, ao aproveitar os momentos de euforia do mercado, provocados pela redução da taxa de juros ou pela valorização do mercado acionário.

Analisando a relação entre desenvolvimento das empresas e a forma de financiamento pós-Real, Moreira e Puga (2000) encontraram um padrão de financiamento brasileiro do tipo *market based*, com semelhança no padrão de financiamento das firmas nacionais e estrangeiras.

Santos (2006) investigou os fatores determinantes na escolha dos recursos de longo prazo utilizados pelas empresas, constatando que o mercado de capitais é utilizado pela maioria por ter custos atraentes ou por estratégia de crescimento, valorização ou visibilidade da empresa. Por outro lado, ele não é utilizado quando o volume de captação é baixo e devido aos trâmites burocráticos e custos operacionais.

Mendes, Basso e Kayo (2009), ao testar a teoria das janelas de oportunidade (*market timing*), utilizando a metodologia proposta por Baker e Wurgler (2002), não encontraram evidências comprovação desta teoria para o mercado brasileiro.

Em síntese, de maneira geral, as pesquisas, em sua maioria, apresentam resultados que apresentam evidências de que o ambiente econômico realmente pode influenciar as características das emissões primárias de ações e debêntures e o momento em que elas acontecem.

## METODOLOGIA

A identificação de variáveis econômicas que influenciam as emissões primárias de ações e debêntures parte do pressuposto que aspectos conjunturais podem produzir impactos sobre a captação de recursos externos (próprios e de terceiros), uma vez que momentos favoráveis da economia possibilitam às empresas realizar captações de recursos sob condições mais eficientes do ponto de vista financeiro, no que se refere ao volume e aos custos de captação e de manutenção dos recursos. Além do ambiente macroeconômico, as empresas também conseguem captar a taxas mais atraentes se tiverem melhores condições internas para isso, sendo necessário, portanto, considerar na análise, variáveis intrínsecas às mesmas.

## Dados e Amostra

Os dados utilizados são séries temporais, trimestrais, cujo período vai de janeiro de 2005 a dezembro de 2011, totalizando 28 trimestres. No período, ocorreram 170 registros de ofertas primárias de ações e 208 registros de emissão de debêntures, totalizando aproximadamente R\$ 484 bilhões em valores correntes. Foram eliminadas as empresas financeiras e/ou que não têm seus papéis negociados na BM&FBovespa, restando 23 registros de ofertas primárias de ações e 49 registros de emissão de debêntures, totalizando aproximadamente R\$ 194 bilhões em valores correntes.

O modelo econométrico utilizado foi um painel balanceado com dados trimestrais, já que o número de dados temporais coletado é o mesmo para todas as empresas, totalizando 924 observações. As variáveis

explicativas são relacionadas ao ambiente macroeconômico e às características de cada empresa, essencialmente sua estrutura de capital. A operacionalização, a explicação teórica e o sinal esperado dos coeficientes de cada variável são apresentados nos quadros 1 e 2, respectivamente.

Os registros de emissões primárias de ações e de debêntures foram obtidos na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). As variáveis sinalizadoras da conjuntura econômica nacional são séries temporais obtidas do banco de dados do IPEA Data, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), BM&FBovespa e Banco Central do Brasil, todas disponibilizadas nos *websites*. Já as variáveis internas de cada empresa foram obtidas da base de dados Economática®. Os testes econométricos foram realizados no *software* Stata.

### Modelo Econométrico e Variáveis

Na análise de variáveis macro e microeconômicas que influenciam as captações externas de recursos, foi utilizado um modelo econométrico de dados em painel, estruturado conforme Equação 1.

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \dots + \beta_n X_{nit} + \varepsilon_{it} \quad [\text{Equação 1}]$$

Sendo:  $i$  = empresas da amostra;  $t$  = trimestre de análise;  $\beta_0$  = parâmetro do intercepto;  $\beta_k$  = coeficiente angular correspondente à  $k$ -ésima variável explicativa do modelo;  $X_k$  =  $k$ -ésima variável explicativa do modelo;  $\varepsilon$  = termo de erro.

De acordo com Cameron e Trivedi (2009), devido às características binárias da variável dependente (emissões primárias), que assume o valor da captação ou zero ao longo dos trimestres, nas diferentes empresas que compõem a amostra, ou seja, uma variável *dummy*, optou-se por utilizar o modelo de dados em painel Logit. Ainda segundo estes autores, um modelo de dados em painel, no qual a variável dependente é representada por uma *dummy*  $Y_{it}$  com regressores  $X_{it}$ , em que  $i$  denota a empresa e  $t$  o período, pode ser especificado conforme Equação 2.

$$f(Y_{it} | \alpha_i, X_{it}) = f(Y_{it}, \alpha_i + X_{it}\beta, \gamma) \quad \text{com } t = 1, 2, \dots, T_i, i = 1, 2, \dots, n \quad [\text{Equação 2}]$$

Em que  $\gamma$  representa os parâmetros do modelo aditivo, como parâmetros de variância, e  $\alpha_i$  denota o efeito de cada empresa.

Foram estimados cinco modelos diferentes em painel, sendo três do tipo *Logit* que utilizam como variáveis dependentes *dummies* que representam a captação de recursos via: 1. emissão primária de ações (D\_Ações); 2. emissão de debentures (D\_Debên); e 3. emissão primária de ações e debêntures (D\_Capt). Os outros dois modelos em painel são regressões lineares (MQO) que buscam testar a influência das variáveis independentes no volume de recursos captado pelas empresas no mercado no período (Ações e Debên).

De acordo com Greene (1997), existem vários modelos diferentes que podem ser utilizados para dados em painel. O que os diferencia é a existência de efeitos fixos ou aleatórios. Os modelos de dados em painel com efeitos fixos pressupõem que se têm dados com especificações estáticas. São estimados utilizando-se mínimos quadrados ordinários (MQO) em diferenças, uma vez que considera uma correlação arbitrária entre as variáveis explicativas e  $\alpha_i$  em todos os períodos de tempo e estimadores não viesados. O erro idiosincrático não deve ter correlação com as variáveis explicativas. Já os modelos de dados em painel com efeitos aleatórios pressupõem dados de especificação dinâmica. Possuem as mesmas premissas dos

# INFLUÊNCIA DE VARIÁVEIS MACRO E MICROECONÔMICAS NAS EMISSÕES PRIMÁRIAS DE EMPRESAS BRASILEIRAS

modelos de efeitos fixos, variando apenas o tratamento do intercepto. São utilizados quando não há evidências de que a variável  $\alpha_i$  é correlacionada com cada variável explicativa, sendo melhor estimados pelo método de mínimos quadrados generalizados - MQG - (WOOLDRIDGE, 2006).

Na determinação de qual desses dois modelos seria o mais adequado, foi utilizado o teste de Hausman (GREENE, 1997), que testa as seguintes hipóteses:

$H_0 : \alpha_i$  não é correlacionado com as variáveis explicativas (EA)

$H_1 : \alpha_i$  é correlacionado com as variáveis explicativas (EF)

## Variáveis Macroeconômicas

A operacionalização, explicação teórica e sinal esperado dos coeficientes das variáveis macroeconômicas estão apresentados no Quadro 1.

**Quadro 1 – Operacionalização, explicação teórica e sinal esperado dos coeficientes das variáveis macroeconômicas**

Nº	Sigla	Variável	Definição Operacional	Sinal	Interpretação Teórica
1	Ações	Volume ações	Volume de emissão primária de ações no período	NA	NA <sup>(i)</sup> VD
2	V_Ações	Variação ações	Variação do volume de emissão primária de ações em relação ao trimestre anterior		
3	Deben	Volume debêntures	Volume de emissão primária de debêntures no período		
4	V_Debe	Variação debêntures	Variação do volume de emissão de debêntures em relação ao trimestre anterior		
5	r_lbov	Índice Ibovespa	Retorno nominal do Ibovespa a cada trimestre	+	Com o Ibovespa mais alto, mais negociações estarão sendo feitas, e, portanto, o mercado estará num momento favorável à captação.
6	V_PIB	Variação do Produto Interno Bruto	Variação do PIB em relação ao trimestre anterior	+	Em períodos de expansão econômica, é de se esperar maior facilidade no acesso a fontes de recursos
7	V_Div	Variação da Dívida Pública Bruta <sup>(ii)</sup>	Variação da Dívida Pública Bruta <sup>(ii)</sup> em relação ao trimestre anterior	-	Ao se endividar mais, o governo estará lançando mais títulos públicos, que competirão com a captação privada
8	V_Inflac	Variação do Índice de Inflação	Variação do IGP-DI/FGV <sup>(iii)</sup> em relação ao trimestre anterior	+	Quanto maior a inflação, maior a propensão para poupar e investir
9	V_Selic	Variação da Taxa Selic	Variação da taxa básica de juros (Selic) <sup>(iv)</sup> em relação ao trimestre anterior	+ ou -	Uma taxa Selic maior aumenta o custo de captação por meio de dívidas, incentivando a captação via títulos de propriedade
10	V_Câmbio	Variação da taxa de câmbio do US\$ <sup>(v)</sup>	Variação do valor de uma unidade monetária de real em dólares norte americano em relação ao trimestre anterior	-	A depreciação do câmbio real aumenta a quantidade de recursos estrangeiros
11	D_Crise	Crises no Cenário Econômico Externo	D_Crise = 1, se o período tem crise no cenário econômico; 0, caso contrário	-	Um cenário de crise econômica externa aumenta a dificuldade das empresas se financiarem com recursos de terceiros
12	V_Risco	Spread do Risco-país <sup>(vi)</sup>	Variação percentual do prêmio de risco dos títulos soberanos em relação ao trimestre anterior	-	Elevação do prêmio de risco pago pelo país sugere um ambiente desfavorável à realização de negócios por parte das empresas brasileiras

(i) NA = não se aplica, VD = variável dependente; (ii) representada pela soma da dívida pública federal interna e externa; (iii) Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna, calculado pela Fundação Getúlio Vargas; (iv) taxa básica de juros utilizada como referência pela política monetária, balizadora das demais taxas de juros da economia brasileira; (v) indicador das reservas monetárias internacionais do país; (vi) prêmio de risco dos títulos soberanos brasileiros (C-Bonds) em relação aos títulos do tesouro americano (T-Bonds).

FONTE – Elaborado pelos autores.



**Variáveis Microeconômicas**

A operacionalização, explicação teórica e sinal esperado dos coeficientes das variáveis microeconômicas estão apresentados no Quadro 2.

**Quadro 2 – Operacionalização, explicação teórica e sinal esperado dos coeficientes das variáveis microeconômicas**

Nº	Sigla	Variável	Definição Operacional	Sinal	Interpretação Teórica
1	Ações	Volume de ações	Volume de emissão primária de ações no período	NA	NA <sup>(i)</sup> VD
2	Debênt	Volume de debêntures	Volume de emissão primária de debêntures no período		
3	D_ Ações	Captação de recursos via ações	D_ Ações = 1 se houve emissão primária de ações no período; 0 caso contrário	NA	
4	D_ Debênt	Captação de recursos via debêntures	D_ Debênt = 1 se houve emissão de debêntures no período; 0 caso contrário	NA	
5	D_ Capt	Captação de recursos	D_ Capt = 1 se houve emissão primária de ações ou debêntures no período; 0 caso contrário	NA	
6	D_GC	Governança Corporativa	D_GC = 1 para empresas listadas nos NDGC <sup>(ii)</sup> ou no NM <sup>(iii)</sup> ; 0 para empresas do MT <sup>(iv)</sup>	+	Empresas com governança diferenciada tem mais facilidade de captar recursos no mercado de capitais
7	Beta	Risco sistemático <sup>(v)</sup> da empresa	$\beta_x = \frac{Cov(r_x, r_y)}{Var(r_y)}$	+ ou -	Quanto maior o beta, maior a oscilação do ativo em relação ao mercado e maior a predisposição ao investimento para os propensos ao risco, e menor será para os conservadores
8	Kd	Custo capital de terceiros antes do IR	$Kd = \frac{Despesas\ Financeiras}{Passivo\ Oneroso}$	+ ou -	Um custo de capital de terceiros elevado pode aumentar a captação via emissão de ações. Por outro lado, diminui a emissão de dívidas em forma de debêntures
9	Ke	Custo do capital próprio	$Ke = r_f + \beta [E(r_M) - r_f]$ (vi)	+ ou -	Um custo de capital próprio elevado pode diminuir a captação via emissão de ações. Por outro lado, aumenta a emissão de dívidas na forma de debêntures
10	Liq	Liquidez nas negociações em bolsa	$LQ = 100 \left( \frac{p}{P} \right) \sqrt{\left( \frac{n}{N} \right) \left( \frac{v}{V} \right)}$ (vii)	+	Quanto maior a liquidez dos títulos de uma empresa, maior será a propensão de terceiros em investir nesse ativo
11	Alav	Alavancagem Financeira	$Alav = \frac{DBT}{AT}$ (viii)	+ ou -	Empresas já endividadas podem ter maior dificuldade de captação. Por outro lado, credores podem exigir maior transparência de empresas endividadas, o que dá maior segurança e confiança aos que poupam
12	LN(AT)	Tamanho	Logaritmo Neperiano do ativo total	+	Empresas maiores tendem a apresentar maior facilidade de captação de recursos
13	D_CON	Empresa com controle estatal ou privado	D_CON = 1 se empresa é estatal; 0 se a empresa é privada	+	Empresas estatais, devido ao menor risco que apresentam, devem ter maior facilidade de captação de recursos
14	D_ADR	Empresas com ADR	D_ADR = 1 se empresa possui programa de ADR <sup>(ix)</sup> ; 0 caso contrário	+	Empresas com programas de ADRs têm de se enquadrar em padrões mais rígidos de disclosure devendo apresentar maior confiabilidade e, portanto, maior facilidade de captação

(i) NA = não se aplica, VD = variável dependente; (ii) Níveis Diferenciados de Governança Corporativa; (iii) Novo Mercado; (iv) Mercado

Tradicional; (v)  $\beta_x$  = risco sistemático,  $r_x$  = taxa de retorno da ação da empresa,  $r_y$  = taxa de retorno do índice de referência (Ibovespa);

(vi)  $Ke$  = retorno esperado para o capital próprio,  $r_f$  = retorno do ativo livre de risco (CDI – Certificado de Depósito Interbancário),

$E(r_M)$  = taxa de retorno esperado do índice de mercado (Ibovespa),  $\beta$  = risco sistemático da empresa; (vii) p = n° de dias em que houve

ao menos um negócio com a ação no período analisado; P = n° total de dias do período analisado; n = n° de negócios com a ação no

período analisado; N = n° de negócios com todas as ações no período analisado; v = volume em dinheiro negociado com a ação no

período analisado; V = volume em dinheiro negociado com todas as ações no período analisado; (viii) Dívida Bruta Total = Empréstimos

e Financiamentos de curto prazo + Exigível a Longo Prazo, AT = ativo total; (ix) American Depository Receipts.

FONTE – Elaborado pelos autores.

# INFLUÊNCIA DE VARIÁVEIS MACRO E MICROECONÔMICAS NAS EMISSÕES PRIMÁRIAS DE EMPRESAS BRASILEIRAS

## RESULTADOS EMPÍRICOS

A Tabela 1, que apresenta os resultados do teste de Hausman, mostra que para todos os modelos (Logit e MQO), o procedimento de estimação adequado é o de efeito aleatório, uma vez que não se rejeita a hipótese nula ao nível de 5% de significância e a Tabela 2 apresenta os resultados das estimações dos cinco modelos para dados em painel com efeito aleatório.

Tabela 1 – Resultado do Teste de Hausman

Modelos	p-value	EA/EF
Logit D_Ações	1,0000	EA
Logit D_Debên	1,0000	EA
Logit D_Captação	0,9668	EA
MQO_Ações	0,9968	EA
MQO_Debên	0,8671	EA

FONTE – Elaborada pelos autores.

Tabela 2 – Resultados dos Modelos para Dados em Painel - Variáveis Macro e Microeconômicas

Variável / Sinal	Emissões Primárias no Brasil – Dados em Painel					
	D_Ações	D_Debên	D_Capt	MQO_Ações	MQO_Debên	Sinal Esperado
D_GC	-0,09 (0,866)	-0,07 (0,865)	-0,09 (0,759)	-268.000.000 (0,410)	3.837.239 (0,887)	+
Beta	0,75 (0,158)	-0,41 (0,329)	-0,03 (0,917)	14.800.00 (0,963)	-11.600.000 (0,642)	+ ou -
Kd	-1,41 (0,470)	2,54 (0,255)	0,97 (0,524)	-1.190.000.000 (0,468)	<b>349.000.000</b> <b>(0,005)</b>	+ ou -
Ke	-0,67 (0,855)	<b>-4,01</b> <b>(0,070)*</b>	<b>-3,19</b> <b>(0,088)*</b>	246.000.000 (0,890)	-81.100.000 (0,528)	+ ou -
Liq	0,59 (0,113)	0,01 (0,966)	0,21 (0,360)	<b>591.000.000</b> <b>(0,020)</b>	3.404.574 (0,880)	+
Alav	-0,01 (0,481)	0,00 (0,618)	-0,00 (0,781)	1.905.860 (0,811)	399.838 (0,527)	+ ou -
LN(AT)	-0,15 (0,407)	0,20 (0,271)	0,08 (0,504)	125.000.000 (0,315)	<b>24.300.000</b> <b>(0,023)</b>	+
D_CON	0,01 (0,988)	-1,07 (0,191)	-0,81 (0,159)	<b>970.000.000</b> <b>(0,067)*</b>	-23.600.000 (0,617)	+
D_ADR	-0,26 (0,630)	0,29 (0,564)	0,09 (0,784)	186.000.000 (0,584)	-15.100.000 (0,614)	+
r_lbov	-0,50 (0,919)	0,60 (0,836)	1,46 (0,532)	600.000.000 (0,796)	97.600.000 (0,561)	+
V_PIB	0,20 (0,965)	<b>9,52</b> <b>(0,027)</b>	<b>5,78</b> <b>(0,054)*</b>	1.250.000.000 (0,655)	194.000.000 (0,339)	+
V_Div	0,16 (0,883)	<b>-1,70</b> <b>(0,032)</b>	<b>-1,23</b> <b>(0,076)*</b>	76.500.000 (0,909)	<b>-111.000.000</b> <b>(0,023)</b>	+ ou -
V_Inflac	18,70 (0,246)	-8,45 (0,511)	-0,94 (0,923)	8.520.000.000 (0,455)	-355.000.000 (0,668)	+
V_Selic	1,24 (0,400)	<b>-5,41</b> <b>(0,067)</b>	-1,27 (0,364)	1.080.000.000 (0,270)	-72.500.000 (0,309)	+ ou -
V_Câmbio	0,78 (0,862)	<b>-8,03</b> <b>(0,026)</b>	<b>-5,11</b> <b>(0,064)*</b>	901.000.000 (0,696)	-78.300.000 (0,639)	-
D_Crise	-0,14 (0,845)	<b>-1,13</b> <b>(0,051)*</b>	<b>-0,71</b> <b>(0,090)*</b>	92.400.000 (0,815)	-31.800.000 (0,268)	-
V_Risco	<b>-3,62</b> <b>(0,066)*</b>	0,85 (0,339)	-0,14 (0,849)	-402.000.000 (0,604)	9.245.099 (0,869)	-
Intercepto	-2,11 (0,478)	<b>-6,29</b> <b>(0,031)</b>	<b>-3,78</b> <b>(0,052)*</b>	-1.950.000.000 (0,323)	<b>-333.000.000</b> <b>(0,046)</b>	NA
R <sup>2</sup> intra	-	-	-	0,004	0,022	NA
R <sup>2</sup> entre	-	-	-	0,645	0,138	NA
Obs.	924	924	924	924	924	NA

(\*) significância estatística a 10%. Notas: 1. O R-quadrado é subdividido em intra empresa e entre empresas; 2. variáveis em negrito apresentaram significância estatística.

FONTE – Elaborada pelos autores.

### Modelo Logit para captação via ações

O modelo Logit para captação via ações, mostrou uma relação negativa (como era esperado) entre a captação e a variação do prêmio de risco que os títulos soberanos brasileiros pagam em relação aos títulos do tesouro americano ( $V_{\text{Risco}}$ ). Trata-se de variável que reflete a situação econômica do país, cuja elevação aumenta a percepção de risco junto a investidores estrangeiros, ao sinalizar um ambiente desfavorável à realização de negócios por parte das empresas brasileiras. Como exposto por Figueiredo (2007), não se pode ignorar a alta correlação entre títulos privados e soberanos, de onde se conclui, portanto, que esse aumento pode inibir a captação privada.

### Modelo Logit para captação via debêntures

O modelo Logit para captação de recursos via debêntures apresentou significância estatística nas seguintes variáveis: o custo de capital próprio ( $K_e$ ), que foi a única medida financeira interna da empresa significativa e mostrou uma relação negativa com variável dependente, ao contrário do esperado, e outras cinco variáveis que são medidas da conjuntura econômica:

1. Variação do PIB ( $V_{\text{PIB}}$ ): sinalizadora de ciclos de crescimento econômico, períodos em que a probabilidade de emissões é muito maior devido às oportunidades de sucesso e maior arrecadação com as mesmas (BARBOSA NETO, 2008);
2. Variação da dívida pública ( $V_{\text{Dív}}$ ): que indica uma influência negativa na variável dependente do modelo, que, como comprovado por Matsuo e Eid Júnior (2004) em seus estudos, se deve provavelmente ao fato de que a dívida pública emitida pelo governo competir com as empresas na captação de recursos do mercado de capitais, o que diminui as reservas disponíveis e desestimula as empresas a captarem recursos pela fonte estudada, já que têm menores chances de sucesso. Esse efeito *crowding out*, como sugerido por Sonaglio, Braga e Campos (2010), é a redução dos investimentos privados quando a despesa pública aumenta devido à concorrência entre o mercado monetário e o mercado de bens e serviços;
3. Variação da taxa Selic ( $V_{\text{Selic}}$ ), que tem uma relação negativa, sinalizando que quando a taxa básica de juros pela qual o mercado brasileiro se baliza varia positivamente, os juros que devem ser pagos para a captação de recursos de outras fontes (como bancos financeiros e créditos) aumentam, elevando o custo e desestimulando a captação de recursos de terceiros;
4. Cenário de crise econômica que é representado por uma *dummy* ( $D_{\text{Crise}}$ ), sinaliza que em momentos de instabilidade, empresas têm dificuldade de captar recursos;
5. Variação do câmbio ( $V_{\text{Câmbio}}$ ) também tem impactos negativos na captação via debêntures, mas não foram encontradas evidências empíricas ou estudos que abordem essa relação direta. Possivelmente isso acontece porque, como discutido por Grôppo (2004), quando o real se desvaloriza frente ao dólar há um aumento do volume de exportações, visto que a competitividade de produtos no mercado internacional aumenta. Isso implica num aumento das receitas das empresas exportadoras, no preço das suas ações e no retorno do Ibovespa, na perspectiva de que as ações das grandes empresas exportadoras da economia brasileira fazem parte deste índice. O mesmo efeito

# INFLUÊNCIA DE VARIÁVEIS MACRO E MICROECONÔMICAS NAS EMISSÕES PRIMÁRIAS DE EMPRESAS BRASILEIRAS

---

pode acontecer devido à redução dos preços das ações em relação ao dólar, o que atrai capital externo. Se o retorno do Ibovespa melhora, a captação por meio de ações tende a aumentar. Por causa da concorrência entre esses tipos de captação de recursos, esse indício pode gerar efeitos negativos na captação de recursos via debêntures.

## Modelo Logit para captações via ações e debêntures

Esse terceiro modelo, que basicamente funde os dois primeiros, busca testar a influência das variáveis explicativas na probabilidade de captação de recursos tanto, por meio da emissão primária de ações quanto de debêntures. As variáveis dependentes com significância estatística ao nível de 10% foram as mesmas do segundo modelo, exceto pela variação da taxa Selic. O aumento desta sinaliza expectativa de inflação na economia, que resulta na elevação do custo das dívidas via debêntures (ANDERSON, 1999). Debêntures são, portanto, títulos de dívidas em que os juros que devem ser pagos pelas companhias estão ligados à taxa básica de juros balizadora do mercado, enquanto as ações não têm uma relação tão evidente com a mesma, explicando a não significância desta variável neste modelo.

## Modelo MQO para Volume de emissão primária de ações

O modelo MQO que testa a influência das variáveis explicativas no volume de captação de recursos por meio da emissão primária de ações é explicado, a 10% de significância, por duas das variáveis dependentes, que são medidas de desempenho financeiro interno das empresas. As duas tiveram o sinal esperado, o que significa que as análises qualitativas estão de acordo com as empíricas: a liquidez na negociação dos papéis de cada empresa na bolsa de valores (Liq.) influencia positivamente esse tipo de captação na medida em que se a empresa tem um volume de negociação maior em relação às outras listadas na bolsa, as chances de sucesso da emissão são maiores, como concluído também por Matsuo e Eid Júnior (2004); e o tipo de controle administrativo (D\_CON), estatal ou privado, que é representado por uma *dummy* evidencia a maior facilidade de captação de recursos das empresas estatais, como contextualizado por Vieira e Corrêa (2002) em seu estudo.

## Modelo MQO para Volume de emissão de debêntures

No teste do mesmo modelo anterior para o volume de emissão de debêntures, três variáveis se mostraram significativas, com sinal esperado, sendo que duas delas são medidas de desempenho financeiro interno e uma é medida sinalizadora do cenário econômico. São elas: o custo de capital de terceiros ( $K_d$ ); o tamanho das empresas, que é representada pelo logaritmo neperiano do ativo total, confirmando os resultados de estudos anteriores, como o de Johnson (1997) de que empresas maiores tendem a apresentar maior facilidade de captação de recursos; e a variação da dívida pública brasileira, que possui relação inversa com a captação devido à competição por recursos internos do governo com o mercado de capitais, comprovando o efeito percebido em estudos anteriores.

Enfim, pode-se então inferir que variáveis representativas do ambiente econômico influenciam relativamente mais a probabilidade de captação de recursos do que o volume em si, enquanto variáveis microeconômicas ou internas às empresas influenciam relativamente mais o volume dessas captações de recursos de terceiros.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÃO

Nesta pesquisa foi analisado se variáveis macro e microeconômicas influenciam as captações de recursos de companhias brasileiras ocorridas entre 2005 e 2011. Foi utilizado um modelo econométrico com dados em painel (balanceado) com efeitos aleatórios via Logit e MQO.

No período analisado o mercado primário de debêntures foi maior que o acionário em volume e quantidade de emissões, possível razão pela qual as estimações relacionadas ao mercado de títulos privados apresentaram resultados mais consistentes.

Foram encontradas evidências da influência negativa do risco-país sobre a probabilidade de ocorrer emissões primárias de ações no período, já que quando esse risco aumenta os investimentos no mercado brasileiro se tornam mais arriscados na percepção dos investidores estrangeiros. Já a probabilidade de ocorrência de emissões de debêntures é explicada por outros fatores, como o custo de capital próprio; PIB, que confirma a ideia de que ciclos de crescimento econômico acompanham investimentos, apesar de não ter sido comprovada essa relação para ações; a dívida pública, que indica um efeito crowding out no mercado de capitais brasileiro, confirmando a competição de recursos entre o governo e empresas; a variação da taxa Selic, que ao aumentar, eleva as taxas de juros pagas nos empréstimos, incentivando a captação por meio de ações; variação do câmbio, que tem um reflexo positivo no Ibovespa, favorecendo a captação por meio de ações, o que, conseqüentemente, tem um efeito negativo na captação de debêntures; e os momentos de crise, que diminuem a capacidade de captar recursos no mercado.

Quanto estimada a probabilidade de captação de recursos em geral, tem-se os mesmos resultados obtidos para debêntures, exceto pela Selic. Isso provavelmente acontece pela relação mais fraca que as ações têm com a mesma.

Todos os três modelos que mensuram a probabilidade de ocorrência das captações foram melhor explicados por variáveis representativas do ambiente econômico, evidenciando a presença de um comportamento oportunista por parte dos administradores na escolha do momento mais pertinente para captar recursos externos, ou market timing. Entretanto, não foi a maior parte das variáveis observadas que apresentaram significância estatística relevante e, portanto, esse resultado deve ser mais cuidadosamente analisado. Como sugestão de estudos futuros, a utilização de uma amostra mais abrangente pode ser interessante para a continuação desta pesquisa.

Ao analisar os impactos das variáveis sobre o volume de emissões primárias de ações, percebe-se a influência positiva da liquidez dos papéis das empresas na bolsa de valores, já que, nesse caso, elas têm maiores possibilidades de sucesso na captação. O tipo de controle corporativo também tem efeito positivo para as estatais, que tem maior facilidade de captação de recursos do que as privadas.

O volume de emissão de debêntures, por sua vez, pode ser determinado pelo custo de capital de terceiros. Também deve ser considerado o tamanho das empresas, já que empresas maiores apresenta maior

# INFLUÊNCIA DE VARIÁVEIS MACRO E MICROECONÔMICAS NAS EMISSÕES PRIMÁRIAS DE EMPRESAS BRASILEIRAS

facilidade de se financiar pelo mercado de capitais, e a dívida pública brasileira, que confirma mais uma vez a sua relação inversa com a captação que sinaliza um efeito crowding out.

Diferentemente dos modelos Logit, nos modelos estimados via MQO, o volume das captações de recursos de terceiros foi melhor explicado por variáveis microeconômicas das empresas, destacando um comportamento de análise interna da situação financeira das mesmas nas decisões sobre o quanto captar. Porém, assim como nos modelos de probabilidade, poucas variáveis foram estatisticamente significantes, o que leva a supor que outras variáveis que não estão contempladas nesta pesquisa podem explicar outras características da variação do volume de emissões no mercado de capitais brasileiro. Sugere-se por fim, a utilização de novas variáveis para a complementação dos modelos aqui utilizados.

Em linhas gerais, os resultados encontrados nesta pesquisa permitem concluir que as empresas consideram a conjuntura econômica para escolher qual o melhor momento de captar recursos, sinalizando um comportamento oportunista do tipo market timing, enquanto consideram a sua situação financeira interna para decidir sobre o volume de recursos que será captado.

## REFERÊNCIAS

- ALTI, A. How persistent is the impact of market timing on capital structure? *The Journal of Finance*, v. 61, n. 4, p. 1681-1710, Aug. 2004. ANDERSON, C. W. Financial contracting under extreme uncertainty: analysis of Brazilian corporate debentures. *Journal of Financial Economics*, v. 51, n. 1, p. 45-84, 1999.
- BAKER, M.; GREENWOOD, R.; WURGLER, J. The maturity of debt issues and predictable variation in bond returns. *Journal of Financial Economics*, v. 70, n. 2, p. 261-291, Feb. 2003.
- BAKER, M.; WURGLER, J. Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, v. 57, n. 1, p. 1-32, Feb. 2002.
- BARBOSA NETO, J. M. O mercado de ações no Brasil e o ciclo de aberturas de capital no período de 2004/2007: um estudo exploratório-descritivo. 2008. 66f. Dissertação (mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo
- BORGES, L. F. X.; LOPES, L. M. P. M. B. Os valores mobiliários e a captação de empréstimos no mercado financeiro doméstico. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 8, n. 15, p. 289-308, Jun. 2001.
- CAMERON, A. C.; TRIVEDI, P. K. *Microeconometrics using Stata*. Stata Press: College Station, Texas, 2009.
- CVM – Comissão de Valores de Mobiliários. [www.cvm.com.br](http://www.cvm.com.br) Acesso em 17 Jun. 2012.
- DANN, L. V.; MIKKELSON, W. H. Convertible debt issuance, capital structure change and financing-related information: some new evidence. *Journal of Financial Economics*, v. 13, n. 2, p. 157-185, 1984.
- DEMIRGÜC-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. Law, finance and firm growth. *The Journal of Finance*, v. 53, n. 6, p. 2107-2137, Dec. 1998.
- DURAND, D. Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In: *Conference on Research on Business Finance, 1952*. New York: National Bureau of Economic Research.
- FIGUEIREDO, G. Determinantes da composição do endividamento de longo prazo das empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo: uma abordagem empírica. 2007. 129f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.
- FILGUEIRA, A. L. L.; LEAL, R. P. C. Uma análise das cláusulas das escrituras de emissão de debêntures brasileiras após a estabilização econômica. In: LEAL, R. P. C. et al. *Finanças corporativas*, São Paulo: Atlas, 2000, p. 97-115.
- FRANK, M.; GOYAL, V. Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, v. 67, n. 2, p. 217-248, Feb. 2003.
- GREENE, W. H. *Econometric analysis*. 3th. New Jersey: Prentice-Hall. 1997.
- GRAHAN, J. R.; HARVEY, C. R. The theory and practise of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, v. 60, n. 2-3, p. 187-243, May 2001.
- GRÔPPO, G. S. Causalidade das variáveis macroeconômicas sobre o Ibovespa. 2004. 107f. Dissertação (Mestrado), Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz, USP, Piracicaba.

- HUANG, R.; RITTER, J. R. Testing the theories of capital structure and estimating the speed of adjustment. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 44, n. 2, p. 237-271, Apr. 2009.
- JOHNSON, A. S. An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 32, p. 47-69, 1997.
- KAYHAN, A.; TITMAN, S. Firm's histories and their capital structure. *Journal of Financial Economics*, v. 83, N. 1, p. 1-31, Jan. 2007.
- KIMURA, H. Evidências empíricas de aspectos determinantes do tipo de debênture em emissões no mercado brasileiro. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 6., São Paulo, 2003. Anais...São Paulo: FEA-USP, 2003.
- KORAJCZYK, R. A.; LEVY, A. Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints. *Journal of Financial Economics*, v. 68, n. 1, p. 75-109, Jan. 2003.
- KORAJCZYK, R. A.; LUCAS, D.; MCDONALD, R. The effect of information releases on the pricing and timing of equity issues. *Review of Financial Studies*, v. 4, n. 4, p. 685-708, Apr. 1991.
- KRAUTER, E. O ambiente econômico e as emissões de debêntures no Brasil. In: SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA, 4., 2007, Anais...Resende: AEDB, 2007.
- LOUGHRAM, T.; RITTER, J. The operating performance of firms conducting seasonend equity offerings, *The Journal of Finance*, v. 52, n. 5, p. 1823-1850, Dec. 1997.
- LEAL, R. P. C. Três desafios para a abertura de capital. *Revista CVM*, São Paulo, n. 32, p. 56-61, Set. 2000.
- MATSUO, A. K.; EID JR., W. Influência de fatores macroeconômicos nas emissões primárias do mercado brasileiro. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 4., 2004, Rio de Janeiro. Anais...Rio de Janeiro: SBFIN, 2004.
- MENDES, E. A.; BASSO, L. F. C.; KAYO, E. K. Estrutura de capital e janelas de oportunidade: testes no mercado brasileiro. *RAM - Revista de Administração Mackenzie (Online)*, v. 10, n. 6, 2009.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, v. 48, n. 3, p. 261-297. Jun. 1958.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income, taxes and de cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, v. 53, n. 3, p. 433-443. Jun. 1963.
- MOREIRA, M. M.; PUGA, F. P. Como a indústria financia o seu crescimento: uma análise do Brasil pós-plano Real. *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v. 5, p. 35-67, Out. 2000.
- RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, v. 50, n. 4, p. 1421-1460, 1995.
- SAITO, R.; SHENG, H. H.; KOSHIO, S.; DUTRA, M. G. L. Embedded governance in corporate bond indentures: evidence from Brazil, 1998-2001. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 26., Salvador, 2002. Anais...Rio de Janeiro: ANPAD, 2002.
- SANTOS, C. M. dos. Levantamento dos fatores determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras. 2006. 122 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2006.
- SANVICENTE, A. Z.; NAKAMURA, W. T. The choice between new equity and new debt in Brazil. In: ANNUAL MEETING OF THE BUSINESS ASSOCIATION OF LATIN AMERICAN STUDIES, Anais...Los Angeles, USA, 1993.
- SONAGLIO, C. M.; BRAGA, M. J. ; CAMPOS, A. C. Investimento público e privado no Brasil: evidências dos efeitos crowding-in e crowding-out no Período 1995-2006. *Economia (Brasília)*, v. 11, n. 2, p. 383-401, mai./ago. 2010.
- VIEIRA, E. R.; CORREA, V. P. Mercado de capitais e governança corporativa no Brasil: reflexões sobre os movimentos recentes. 2002. Disponível em: <http://www.bnb.com.br/content/aplicacao/ETENE/Anais/docs/mercado-decapitais.pdf>. Acesso em: 20 nov. 2012.
- WOOLDRIDGE, J. M. Introdução à econometria: uma abordagem moderna. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.