

**ANÁLISE DA RELAÇÃO DA ESTRUTURA DE CAPITAL COM A ATIVIDADE
MACROECONÔMICA AGREGADA: UM ESTUDO DE CORRETORAS E
DISTRIBUIDORAS DE VALORES MOBILIÁRIOS BRASILEIRAS¹**

**RELATION ANALYSIS OF THE CAPITAL STRUCTURE WITH THE
MACROECONOMIC ACTIVITY AGGREGATED: A STUDY OF THE SECURITIES
BROKERS AND DEALERS OF BRAZILIAN REAL STATE FINANCE**

Hermes Augusto Amaral da Trindade Júnior²
Maria Ivanice Vendruscolo³

RESUMO

O escopo do estudo foi analisar a relação da atividade macroeconômica agregada na estrutura de capital das sociedades corretoras e distribuidoras de títulos de valores mobiliários. O estudo é caracterizado como quantitativo, descritivo e documental, utilizou o banco de dados do Bacen e o Ipeadata para coleta de dados e resultou em uma amostra de 42 empresas no período de 2013 a 2019. Estimou-se dados em painel por meio de regressão linear múltipla de efeito fixo robusto. Os resultados indicam que o endividamento a curto prazo e o endividamento total apresentam similaridades sendo estatisticamente significativas com as variáveis macroeconômicas analisadas, assim como um baixo poder esclarecedor. Já o endividamento a longo prazo não apresentou grau de significância com as variáveis macroeconômicas analisadas, indicando que há outros fatores que afetam a escolha da empresa na sua escolha de endividamento.

Palavras-chave: Estrutura de Capital. Agregados Macroeconômicos. Corretoras e Distribuidoras. Dados em Painel.

ABSTRACT

This study aims to analyze the macroeconomic activity aggregated in the structure of the securities brokers and dealers of real state finance's capital. It is a quantitative, descriptive, and documental study and used the databases of Bacen and Ipeadata to collect de data, that resulted in 42 company samples between 2013 and 2019. Was estimated the panel data by using robust linear regression with fixed effects. The results indicate that the short-term indebtedness and the total indebtedness have similarities being statistically significant to the macroeconomics variables analyzed, also suggest low explanatory power. Then the long-term indebtedness does not reveal significance's degree with the macroeconomics variables analyzed. It indicates that are other variables that affect the companies choice of debt.

Keyword: Capital structure. Macroeconomic aggregates. Brokers and Dealers. Panel data.

¹ Trabalho de Conclusão de Curso apresentado no primeiro semestre de 2020 ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

² Graduando do curso de Ciências Contábeis da UFRGS (hermestjunior@gmail.com).

³ Orientadora: Doutora em Informática na Educação pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos. Professora do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da UFRGS (maria.ivanice@ufrgs.br).

1 INTRODUÇÃO

O sistema financeiro brasileiro, utilizado para realização de transações financeiras, é composto por 4 grandes mercados (monetário, de câmbio, de crédito e de capitais). Dentre eles, o mercado de capitais desempenha um papel fundamental no desenvolvimento econômico dos países ao contribuir na captação de recursos de investimento e na alocação de recursos de poupança.

Para a aproximação dos agentes tomadores e ofertadores destes recursos, fazem-se necessários intermediadores financeiros, os quais são responsáveis pela análise e adequação aos interesses das partes envolvidas (RUDGE; CAVALCANTE, 1993). Dentre os intermediadores financeiros, podem ser citadas as sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, que são instituições privadas auxiliares do mercado financeiro (FORTUNA, 2013). Estas sociedades, esclarece Saunders (2007), são dedicadas à negociação de títulos e à criação de mercado, reguladas pelo Banco Central do Brasil (Bacen⁴) e autorizadas a funcionar pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O funcionamento destas sociedades no Brasil é realizado na Bolsa Brasil Balcão (B3).

A CVM é o órgão do sistema de intermediação financeiro do país criado em 1976 e possui como atividades principais o papel de normatização, desenvolvimento, controle, regulamentação e fiscalização do mercado de valores mobiliários não emitidos pelo sistema financeiro e pelo Tesouro Nacional (LOPES; ROSSETTI, 2005). O principal propósito da CVM, segundo Fortuna (2013, p. 23), é de “[...] proteger os investidores, manter a eficiência e a ordem dos mercados e aumentar a facilidade de formação de capital por parte das empresas”.

Mellagi Filho e Ishikawa (2003, p. 120) definem valores mobiliários como “[...] os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”. A lei n° 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que criou a CVM e dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, em seu art. 2, discorre sobre os valores mobiliários; dentre eles, os mais comuns são as ações, as debêntures e os bônus de subscrição (BRASIL, 1976).

Um estudo de caso realizado por Hemmel e Cruz (2017) identificou que, mesmo com o início da crise financeira brasileira em 2007, houve a maior alta no número de títulos emitidos pelas companhias na CVM, com 682 registros ativos. Após esse ano, houve quedas gradativas nos registros devido à crise no mercado financeiro internacional agravada com a falência do Banco Lehman Brother em setembro de 2008 e cancelamentos de registros ocorridos em 2014. Neste sentido, percebe-se a instabilidade deste mercado, bem como a necessidade de que os tomadores e ofertadores de recursos identifiquem quais instituições intermediárias lhes proporcionam maiores e melhores retornos com segurança. Segundo Mardones e Cuneo (2020, p. 2171, tradução nossa), “o desempenho da empresa é uma questão fundamental para os investidores, acionistas e a economia em geral”⁵.

Em um contexto macroeconômico, no qual a moeda sofre variação cambial, a presença de insegurança política, seja pela administração ou nova gestão, torna necessário identificar a situação econômica das sociedades que negociam títulos e valores mobiliários no mercado de capital frente aos investidores, que utilizam parte de sua renda para poupar, e aos tomadores, que necessitam de capital para financiar suas atividades.

Segundo Assaf Neto (2012), a partir das demonstrações contábeis divulgadas pelas entidades é possível realizar análises por meio de indicadores econômico-financeiros em

⁴ O Bacen, segundo Mellagi Filho e Ishikawa (2003), é uma autarquia federal criada em 1964, com a finalidade de estabilizar o poder de compra da moeda brasileira buscando objetivos permanentemente.

⁵ *Company performance is a key issue for investors, shareholders, and the economy in general.*

diferentes períodos no tempo, que fornecem informações úteis das posições financeira, econômica e patrimonial das empresas aos seus usuários.

Dentre as observações econômico-financeiras que podem ser realizadas, como os índices de liquidez e capacidade de giro, destacam-se os índices de endividamento. Os índices de endividamento procuram evidenciar quanto de seu ativo total é necessário para liquidar suas dívidas, sendo elas com os proprietários ou junto a terceiros. Estudos realizados até o momento não foram conclusivos sobre a melhor forma de financiamento das firmas.

Fatores externos às entidades influenciam sua performance empresarial e sua necessidade de financiamento. Eventos como a reforma previdenciária, flexibilização dos contratos de trabalho, cortes no orçamento da educação, da saúde e cultural promovem um ajuste econômico-social continuado (GRANEMANN, 2020).

Granemann (2020) relata que, no primeiro trimestre de 2019, o PIB recuou em 0,2%, anunciando a crise de 2020, que foi agravada pelo Covid-19. A taxa básica de juros do Brasil, SELIC, vem sofrendo cortes pelo órgão regulador Comitê de Política Monetária (COPOM), passando de 2,25% ao ano para 2% ao ano em agosto de 2020.

Devido às incertezas políticas e econômicas que afetam também as entidades corretoras e distribuidoras brasileiras, o presente estudo tem por questão problema identificar: *Qual a relação da atividade macroeconômica agregada na estrutura de capital das sociedades corretoras e distribuidoras de títulos de valores mobiliários participantes na B3?*

O objetivo geral é analisar a conexão da atividade macroeconômica agregada na estrutura de capital das sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários participantes da Bolsa Brasil Balcão (B3), entre os intervalos de 2013 a 2019, utilizando o banco de dados do Banco Central do Brasil.

O período de investigação escolhido sofreu limitação devido à disponibilidade das demonstrações financeiras individuais pelas instituições na fomentação do banco de dados do Bacen. Para alcançar a finalidade proposta, os objetivos específicos são: i) analisar os fatores macroeconômicos no período de análise; ii) analisar o grau de endividamento das sociedades da amostra; iii) correlacionar os fatores macroeconômicos agregados com a estrutura de capital das sociedades analisadas.

A realização desse estudo contribui com a sociedade ao analisar e investigar a forma de financiamento de empresas, pois estudos realizados ainda não foram conclusivos. Há estudos que procuram identificar e analisar a melhor forma de estrutura de capital para se financiar, com capital próprio ou de terceiros; contudo, para Gonçalves e Bispo (2012), a estrutura de capital é uma escolha particular de cada empresa, pode ser semelhante em companhias do mesmo segmento e há teorias que procuram compreender a escolha.

Alguns estudos abordam o tema de estrutura de capital, a exemplo de Mazzioni et al. (2015), que analisou a influência da estrutura de capital e da governança corporativa no gerenciamento de resultados das companhias abertas e identificou que empreendimentos que não se encontram em níveis diferenciados de governança utilizam-se mais de dívida para se financiar.

Kaveski et al. (2015) verificou as determinantes da Estrutura de Capital das empresas brasileiras do agronegócio de capital aberto à luz das teorias *trade off* e *pecking order*. O endividamento a curto prazo corrobora com a teoria do *pecking order*, o endividamento em longo prazo passa a utilizar menos recursos de financiamento e no endividamento total quanto maior a rentabilidade, maior a utilização de dívida para se financiar.

Na área financeira, não foram encontrados estudos relacionados às instituições financeiras corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, apesar disso, para a elaboração desse estudo foram utilizados estudos relacionados à estrutura de capital em outros setores da economia, como é o caso do setor de construção civil (SCHUH et al., 2017).

Com o crescimento dos incentivos à educação financeira no Brasil, o estudo é relevante para identificar o grau de endividamento que as firmas possuem, relacionando-os aos agregados macroeconômicos, para fornecer informações relevantes aos tomadores de títulos e capitais e ofertadores deste mercado.

Como a forma de financiamento das empresas consiste, em sua maioria, em negociação das ações, títulos e dívidas no mercado, é compreensível procurar identificar a situação das instituições que realizam essas transações, uma vez que fraudes já foram identificadas, como o caso do Banco Pan Americano analisado por Coelho et al. (2015).

No presente estudo será abordado apenas o endividamento das sociedades no curto prazo, no longo prazo e o endividamento total, vinculados aos agregados econômicos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nessa seção, são apresentados dados sobre as especificidades das sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, os conceitos de estrutura de capital e agregados econômicos, os estudos relacionados à presente pesquisa e a teoria base para o estudo.

2.1 SOCIEDADES CORRETORAS E DISTRIBUIDORAS DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS

As sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários (CTVM) e as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários (DTVM) são intermediadoras financeiras participantes da B3 com atuação nos mercados de capital, financeiro e cambial. Nunes e Portugal (2018, p. 368) esclarecem que “os intermediadores financeiros emprestam os recursos depositados pelas famílias para as firmas produtoras de bens intermediários”.

Uma vez que essas instituições financeiras são reguladas pelo Bacen, as mesmas seguem o plano de contas específico, denominado Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (Cosif).

As instituições financeiras devem realizar levantamento de balanços em conformidade com as regras contábeis informadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) no último dia dos meses de junho e dezembro (BRASIL, 1964). Essas informações são enviadas ao órgão regulador, Banco Central do Brasil, e posteriormente compõem o banco de dados IF.data com demonstrações trimestrais das instituições, disponíveis para consulta livre a qualquer usuário (BACEN, 1987).

Estes tipos de sociedades diferenciam-se das demais ao prestarem serviços e incentivar aos pequenos consumidores, aqueles que possuem uma poupança pequena, a investir em uma variedade de títulos a um preço acessível, sendo que algumas delas possuem programas e canais nos quais ensinam pessoas leigas a investir, incentivando a educação financeira no país.

2.2 ESTRUTURA DE CAPITAL E AGREGADOS MACROECONÔMICOS

Para que uma empresa possa desempenhar suas atividades, ela necessita captar recursos próprios, que são recursos obtidos com sócios e acionistas da empresa, ou de terceiros, obtidos com instituições financeiras.

Berk e Demarzo (2010, p. 449) relatam que “financiar a empresa exclusivamente com capital próprio não é a única opção do empreendedor. Ele também pode levantar parte do capital inicial contraindo uma dívida”. Sob essa perspectiva, há teorias que debatem as diferentes estruturas de capital adotadas pelas companhias, dentre estas teorias Schuh et al. (2017) cita como exemplo a Teoria Tradicional (1952), a Teoria do *Trade-off* (1976), a *Pecking Order Theory* (1984), entre outras.

A Estrutura de capital é formada, para Berk e Demarzo (2010), pelas proporções de títulos de dívidas, ações e outros valores mobiliários, sendo mais comum o financiamento com capital próprio ou pela combinação de endividamento com o capital próprio. Santos, Schmidt e Martins (2006, p. 121) dizem-nos que

os índices de estrutura e endividamento objetivam evidenciar a composição das origens de recursos da empresa, quer sejam de capitais de terceiros ou de capitais próprios, bem como fornecer informações capazes de avaliar o comprometimento financeiro atual da empresa perante terceiros e, conseqüentemente, a capacidade de a empresa aumentar o seu endividamento.

Os indicadores de estrutura de capital, para Iudícibus (2010), procuram relacionar a posição do capital próprio da entidade com o capital de terceiros, sendo indicadores fundamentais para apontar o grau de dependência da empresa com capital de terceiros.

No que se refere aos agregados econômicos, alguns estudos já realizados relacionam que fatores da macroeconomia, como Produto Interno Bruto (PIB), taxa de juros, taxa de câmbio, taxa de inflação, entre outros, têm influência na economia de um país (SCHUH et al, 2017). Blanchard (2011, p. 17) comenta que o termo “agregado” é utilizado pelos economistas para se referir a um total das variáveis econômicas. Assim, a macroeconomia estuda agregados no geral, como o nível de preços, emprego e desemprego, renda e produto nacional, investimento poupança e consumo agregado, balanço de pagamento e taxa de juros, estoque de moeda e taxa de juros.

O PIB é considerado a medida dos produtos agregados, sendo a soma da monta de todos os bens finais produzidos na economia, a soma de montantes adicionados na economia e a soma das rendas na economia em um dado lapso de tempo (BLANCHARD, 2011).

A taxa SELIC é considerada a taxa de juros referência no mercado, porque é a partir dela que se regulam as operações realizadas diariamente com títulos públicos federais. Esta taxa, conforme Fortuna (2013), é a responsável pela remuneração dos títulos públicos federais.

Fortuna (2013, p. 494) afirma que a taxa de câmbio é “[...] a relação de moedas, ou seja, corresponde ao preço da moeda de um determinado país em relação a outro país”. No Brasil, essa taxa é considerada flutuante não sendo limitada por nenhuma regulamentação oficial (FORTUNA, 2013).

A taxa de inflação é “[...] a taxa de variação nos preços, e o nível de preços é o acúmulo de inflações passadas” (DORNBUSCH; FISCHER; STARTZ, 2013, p. 39). Uma das taxas que mede a inflação e que é utilizada pela maioria dos empreendimentos para reajuste de preços é o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

2.3 TEORIA DE BASE

Ao se tratar de determinantes da estrutura de capital, diversos trabalhos fazem referência ao estudo de Modigliani e Miller (1958; 1963) e Myers (1984), *Trade-Off Teory e a Pecking Order*, ou Teoria do Equilíbrio das Fontes.

Bastos, Nakamura e Basso (2009, p. 50) ensinam que “essa corrente teórica chamada de *trade off* ou contrabalanço acredita haver uma estrutura ótima de capital (uma combinação ótima de capital próprio e capital de terceiros) capaz de maximizar o valor da empresa”.

A combinação considerada ótima referente à forma de financiamento, defendida por Myers (1984), traduz o valor da empresa em três pontos: i) apenas o próprio capital da empresa; ii) benefício fiscal e iii) custo de falência que devem ser equilibrados.

Em sua dissertação, Semedo (2015, p. 43) elucida que “a teoria *Trade-Off* defende a existência de um rácio ótimo entre capitais próprios e dívida, sendo este rácio definido pelas vantagens e desvantagens da utilização da dívida”. A teoria *Trade-Off*, segundo Semedo (2015,

p. 43), apresenta como vantagem, pela utilização de capital de terceiros benefícios fiscais que possibilitam diminuir a carga fiscal da empresa e, como desvantagem, os custos de falência.

Para a Teoria de *Peckinkg Order* ou Teoria do Equilíbrio das Fontes existe uma ordem de preferência ao optar pelo tipo de financiamento que a empresa escolherá. Terra (2007) cita em suas notas que existe uma hierarquia, na qual os gestores primeiramente recorrem a fontes de financiamentos para minimizar seus custos. Essa hierarquia “[...] sugere que os gestores irão recorrer sucessivamente aos lucros acumulados, às dívidas garantidas, às dívidas arriscadas, às ações preferenciais e, somente em último caso, às ações ordinárias” (TERRA, 2007, p. 202).

Por sua vez, Semedo (2015, p. 45) alude em sua dissertação que, na teoria da Hierarquização das fontes de financiamentos, as empresas rentáveis primeiramente recorrem a seus fundos internos e, somente se não forem suficientes, recorrerão a investimentos externos e, em última hipótese, se financiam por emissão de capital próprio.

Schuh et al. (2017), em seu exame do endividamento a longo prazo, relacionando a estrutura de capital de empresas do setor de construção civil com as variáveis macroeconômicas, concordou com a teoria de *pecking order*, porque, quando há recessão na economia, elas recorrem a financiamentos externos, enquanto que quando a economia está em alta, financiam-se com seu capital interno. O autor aponta fatos que influenciaram a economia, como é o caso do programa “Minha Casa, Minha Vida” implementada em 2009, as obras realizadas para a Copa do Mundo em 2014 e as dos Jogos Olímpicos em 2016. Outro apontamento feito pelo autor foi a queda do PIB de 7,6% em consequência do cenário econômico, das incertezas políticas, do aumento do número de desempregados, do aumento da inflação, da elevação das taxas de juros e da queda na produção.

2.4 ESTUDOS RELACIONADOS

Alguns estudos foram realizados sobre o tema desta pesquisa, como os de Terra (2007), Bastos, Nakamura e Basso (2009), Sant’Ana e Silva (2015) e Schuh et al. (2017),

Terra (2007) investigou se na determinação da estrutura de capital de 839 empresas de países da América Latina há efeitos dos fatores macroeconômicos entre 1982 a 2000. O autor conclui que os fatores específicos analisados – infraestrutura institucional, as práticas legais e contábeis, a infraestrutura financeira e o ambiente macroeconômico, sendo analisados crescimento do PIB, taxa de inflação, taxa de juros e retorno de ações de países – não parecem importar para as decisões. O estudo diverge dos demais ao detectar que os fatores específicos compensam o poder explicativo dos fatores, que outros elementos, considerados idiossincráticos, aparentam ser importantes na decisão de alavancagem da empresa e que, apesar de no individual algumas variáveis macroeconômicas serem significativas, o poder explicativo combinado delas não é notório.

Em seu estudo, Bastos, Nakamura e Basso (2009) analisam as determinantes da estrutura de capital do México, Brasil, Argentina, Chile e Peru, de 388 companhias abertas da América Latina, de acordo com as especificidades de cada empresa, no intervalo de 2001 a 2006. Como variável dependente foi utilizado o nível de endividamento total a valor contábil e de mercado e, como variável independente, fatores macroeconômicos, institucionais e específicos da firma. Para realizar a investigação, foi aplicado tratamento e testes estatísticos, utilizando técnica de dados em painel com base no *software* econométrico *Gretl*.

A pesquisa observou os fatores macroeconômicos de crescimento do PIB, renda *per capita* e taxa anual de inflação e institucionais dos países, concluindo que os mesmos não podem ser desconsiderados para compreender o comportamento das organizações. Os autores afirmam que “os determinantes da estrutura de capital não estão restritos apenas aos fatores específicos das firmas. [...] Entretanto, outros elementos podem ou devem influir no nível de

endividamento das firmas, como o ambiente no qual a firma está inserida” (BASTOS; NAKAMURA; BASSO, 2009, p. 49).

Sant’Ana e Silva (2015) investigaram os elementos determinantes da estrutura de capital de instituições brasileiras de tecnologia, que apresentam contextos internos e externos diversificados, relacionando a estrutura de capital com o desempenho econômico-financeiro. O estudo teve por amostra 21 companhias do setor de tecnologia no período 2009 a 2013, tendo por variáveis dependentes o endividamento geral e endividamento de longo prazo, e por variáveis independentes a venda, número de empregados, taxa de crescimento das vendas, rentabilidade dos ativos, rentabilidade do patrimônio e tamanho. Por resultado, concluiu que o tamanho da empresa não apresenta ligação positiva com a estrutura de capital e que o volume de venda influencia no endividamento geral, pois, quanto maior a rentabilidade das empresas, menor o incentivo ao endividamento. As firmas, comparadas às de capital fechado, não apresentam menor propensão de endividamento.

O estudo realizado por Schuh et al. (2017) analisou o impacto econômico agregado na estrutura de capital de 24 companhias do setor de construção civil listadas na BM&FBovespa (atual B3), no intervalo de 2003 a 2015, pela técnica de regressão linear múltipla, pelo teste de Hausman e, posteriormente, pelo modelo de dados em painéis. As variáveis estudadas foram os indicadores de estrutura de capital, o endividamento a curto prazo, o endividamento a longo prazo e o endividamento total como variáveis dependentes, e os agregados econômicos, taxa de juros, taxa de inflação, taxa de câmbio e PIB como variáveis independentes. Concluiu que, em curto prazo, o endividamento demonstrou ser menos significativo em 1,66% em relação aos agregados macroeconômicos e, em longo prazo e em capital de terceiros, demonstrou ser mais significativo 70,56%, possuindo uma relação estatística com todos os agregados macroeconômicos analisados, exceto com a variável taxa de inflação na modalidade com o capital de terceiros.

Em síntese, não há padrão para identificar as determinantes da melhor estrutura de capital para um determinado segmento econômico, uma vez que há diferentes teorias explicativas, como a teoria de custos das agências, teoria do *Trade off*, *Pecking Order*; todavia, há fatores macroeconômicos (quadro 3) que afetam a escolha da melhor estrutura. Assim, o presente estudo procura identificar os fatores determinantes na escolha da estrutura de capital das sociedades corretoras e distribuidoras de valores mobiliários.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA

Quanto à abordagem do problema, é quantitativa, pois utiliza-se de técnicas estatísticas e matemáticas para o tratamento das informações e, segundo Beuren et al. (2014, p. 92), “[...] a abordagem quantitativa caracteriza-se pelo emprego de instrumentos estatísticos, tanto na coleta quanto no tratamento dos dados”.

Referente aos escopos, é classificada como descritiva, visto que, consoante Gil (2002, p. 42), “as pesquisas descritivas têm como objetivo primordial [...] o estabelecimento de relação entre variáveis”.

Quanto ao procedimento técnico adotado, é documental, ao considerar “[...] fontes primárias, assim considerados os materiais compilados pelo próprio autor do trabalho, que ainda não foram objeto de análise, ou que ainda podem ser reelaborados de acordo com os propósitos da pesquisa” (MARTINS; THEÓPHILO, 2016, p. 53).

3.2 POPULAÇÃO, AMOSTRA E COLETA DE DADOS

A população de pesquisa é composta pelas sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários participantes da Bolsa, Brasil Balcão (B3), representada por 62 entidades em junho de 2020 (B3, 2020). Para a seleção da amostra, foram estabelecidos os seguintes critérios: i) a entidade deve ser operante na B3; ii) o público de interesse ser pessoas jurídicas e/ou pessoas físicas; iii) conter todas as variáveis de estudo. A amostra resultante é de 42 empresas, apresentadas no Quadro 1, porquanto foram excluídas as que deixaram de apresentar informações em algum ano do período analisado (2013 – 2019), aquelas que foram incorporadas como filiais e as que estavam em liquidação judicial.

Quadro 1 – Empresa participantes da B3

Ágora Corretora S.A.	Ing Corretora S.A.
Alfa Corretora S.A.	Intl Fcstone Distribuidora Ltda.
Amaril Franklin Corretora Ltda.	Itaú Corretora De Valores S.A.
Ativa Investimentos S.A. Corretora	J.P. Morgan Corretora S.A.
Banrisul S.A. - Corretora	Mercantil Do Brasil Corretora S.A.
Bb Gestão de Recursos - Distribuidora S.A.	Merrill Lynch S.A. Corretora
Bgc Liquidez Distribuidora Ltda.	Morgan Stanley Corretora S.A.
Bocom Bbm Corretora S.A.	Nova Futura Corretora Ltda.
Bradesco S.A. Corretora	Novinvest Corretora Ltda.
Btg Pactual Corretora S.A.	Planner Corretora De Valores S.A.
Citibank Distribuidora S.A.	Rb Capital Investimentos Distribuidora Limitada
Codepe Corretora S.A.	Renascença Distribuidora Ltda.
Corretora Geral de Valores e Câmbio Ltda.	Safra Corretora Ltda.
Credit Suisse (Brasil) S.A. Corretora	Santander Corretora S.A.
Easynvest - Título Corretora de Valores S.A.	Sita Sociedade Corretora S.A.
Fator S.A. - Corretora de Valores	Socopa Sociedade Corretora S.A.
Genial Institucional Corretora S.A.	Solidus S.A. Corretora
Goldman Sachs do Brasil Corretora S.A.	Tullett Prebon Brasil Corretora Ltda.
Guide Investimentos S.A. Corretora	Ubs Brasil Corretora S.A.
H. Commcor Distribuidora Ltda.	Votorantim Asset Management Distribuidora Ltda.
Icap do Brasil Corretora Ltda.	Xp Investimentos Corretora S.A.

Fonte: Elaborado pelo autor

Os dados de estudo são semestrais e foram coletados em setembro de 2020, para o período de 2013 a 2019, em dois grupos: macroeconômicos e de estrutura de capital. Os macroeconômicos (Taxa Selic, Taxa de Câmbio, IPCA e PIB) foram coletados na base de dados do Ipeadata. Os dados da estrutura de capital (passivo circulante, passivo não circulante e ativo total) foram coletados na base de dados do Bacen, gerando um total de 588 observações.

O tratamento dos dados procedeu da seguinte forma: primeiro foi realizado o cálculo do endividamento a curto prazo (passivo circulante dividido pelo ativo total), endividamento a longo prazo (passivo não circulante dividido pelo ativo total) e endividamento total (passivo total dividido pelo ativo total), posteriormente foram coletado os dados macroeconômicos (taxa Selic, Taxa de Câmbio e IPCA), convertidas de mensal para semestral, e a taxa PIB, convertida de trimestral para semestral, por meio de cálculo de média aritmética.

Com as variáveis tratadas inicialmente, foi realizada a correlação entre a estrutura de capital e os agregados macroeconômicos. As correlações do estudo foram realizadas a partir do software *Gretl*.

3.3 TÉCNICA DE ANÁLISE DOS DADOS

Os dados foram analisados primeiramente pela estatística descritiva das variáveis: medida de tendência central (média, mediana, mínimo e máximo), de dispersão (desvio padrão) e a normalidade dos dados a partir do software *Gretl*. Para identificar a conexão da atividade macroeconômica agregada na estrutura de capital das sociedades corretoras e distribuidoras de títulos de valores e definir o melhor modelo de regressão linear múltipla a ser utilizado (efeito aleatório ou efeito fixo), foi realizado o teste de *Hausman*. Segundo Gujarati e Porter (2011, p. 600), “a hipótese nula subjacente ao teste de *Hausman* é que os estimadores do modelo de efeito fixo e do modelo de componentes dos erros não diferem substancialmente.”. O teste determinou o uso do modelo de efeitos fixos para os endividamentos de curto prazo, longo prazo e endividamento total.

Para a regressão linear múltipla, utilizou-se o modelo de efeito fixo em dados em painel para n observações em t período de tempo. Gujarati e Porter (2011, p. 587) dizem que os dados em painéis possuem uma dimensão espacial e outro temporal, sendo utilizado cada vez mais em pesquisas. Portanto, a utilização de dados em painéis, como descreve Schuh et al. (2017), permite utilizar um maior número de observações e manter o controle sobre as variáveis não observadas.

A fim de corrigir possíveis problemas de heterocedasticidade, foi empregado o erro padrão robusto, em concordância com Locan e Caldeira (2014) e Terra (2007). Para controle dos dados, foi utilizada a variável ativo total (LOCAN; CALDEIRA, 2014). O modelo analítico de regressão linear está representado conforme o modelo de Schuh et al. (2017):

$$Y = \alpha + \beta_1 X_{it} + \beta_2 X_{it} + \dots + \beta_k X_k + \varepsilon \quad (\text{Equação 1})$$

onde:

Y = Variável Dependente; α = Coeficiente Linear de Regressão; β = Coeficiente Angular de Regressão; X = Variáveis Independentes; i = Empresa Analisada; t = Período de tempo e ε = Vetor de perturbações.

Por variáveis dependentes, tem-se os indicadores da estrutura de capital (Quadro 2) e por independentes, os agregados econômicos (Quadro 3).

Quadro 2 – Variáveis dependentes: Indicadores de estrutura de capital

Variáveis ⁶		Descrição	Estudos base
ENDCP	Passivo Circulante	Demonstra o endividamento de curto prazo das empresas analisadas	Gonçalves e Bispo (2012)
	Ativo Total		Mazzioni et al. (2015)
ENDLP	Passivo Não Circulante	Demonstra o endividamento de longo prazo das empresas analisadas	Gonçalves e Bispo (2012)
	Ativo Total		Mazzioni et al. (2015)
ENDT	Capital De Terceiros	Demonstra a proporção do ativo que é financiado por recursos de terceiros	Gonçalves e Bispo (2012)
	Ativo Total		

Fonte: Adaptado de Schuh et al. (2017).

⁶ Nota: ENDCP = Endividamento de Curto Prazo; ENDLP = Endividamento de Longo Prazo; ENDT = Endividamento Total.

Quadro 3 – Variáveis independentes: Agregados Econômicos

Variáveis	Descrição	Relação esperada sobre o endividamento	Autores
Taxa de juros	Taxa de juros OVER-SELIC	Relação negativa	Klotzle e Biagini (2004)
Taxa de inflação	Índice Nacional ao Consumidor Amplo (IPCA)	Relação negativa	Terra (2007); Ain, Jan e Rafiq (2011)
Taxa de câmbio	Taxa de câmbio efetiva real (IPCA)	Relação positiva	Klotzle e Biagini (2004)
PIB	Taxa de variação em volume	Relação negativa	Bastos, Nakamura e Basso (2009); Bokpin (2009); Ain, Jan e Rafiq (2011)

Fonte: Schuh et al. (2017).

A escolha das variáveis dependentes foi feita com base em estudos consolidados realizados e procurou abranger o endividamento total e sua correlação e influência sobre o curto, médio e longo prazo. Utilizou-se o software *Gretl* para estimação dos procedimentos econométricos.

4 ANÁLISE DE DADOS

Nesta seção são discutidas e apresentadas as análises em cinco subseções, sendo elas: descritiva das variáveis, do endividamento a curto prazo, do endividamento a longo prazo, do endividamento de capital de terceiros e síntese dos resultados.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA E TESTE DE NORMALIDADE

A Tabela 1 apresenta a análise descritiva das variáveis dependentes e independentes, sendo elas a medida de tendência, o desvio padrão e o teste de normalidade de forma sintetizada.

Tabela 1 - Estatística descritiva e teste de normalidade

Variável ⁷	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo	Teste Shapiro-Wilk	
							W	Prob>z
ENDCP	588	0,5067276	0,2738433	0,534965	0,0093389	1,021236	0,95289	0,000
ENDLP	588	0,0488105	0,0851478	0,0106883	0	0,7348323	0,64861	0,000
ENDT	588	0,5555381	0,2641818	0,5888475	0,022516	1,088418	0,95306	0,000
Taxa de justos	588	0,7811904	0,2341417	0,7816665	0,46	1,121667	0,92241	0,000
Taxa de inflação	588	5,815952	2,80784	5,313334	2,288333	12,775	0,91963	0,000
Taxa de câmbio	588	131,4094	13,12534	127,7364	113,4335	153,0664	0,91563	0,000
PIB	588	0,0742857	2,439075	1,0425	-4,895	3,37	0,90293	0,000
Ativo total	588	816353,7	2144192	242282,5	1794	3,1507	0,32643	0,000

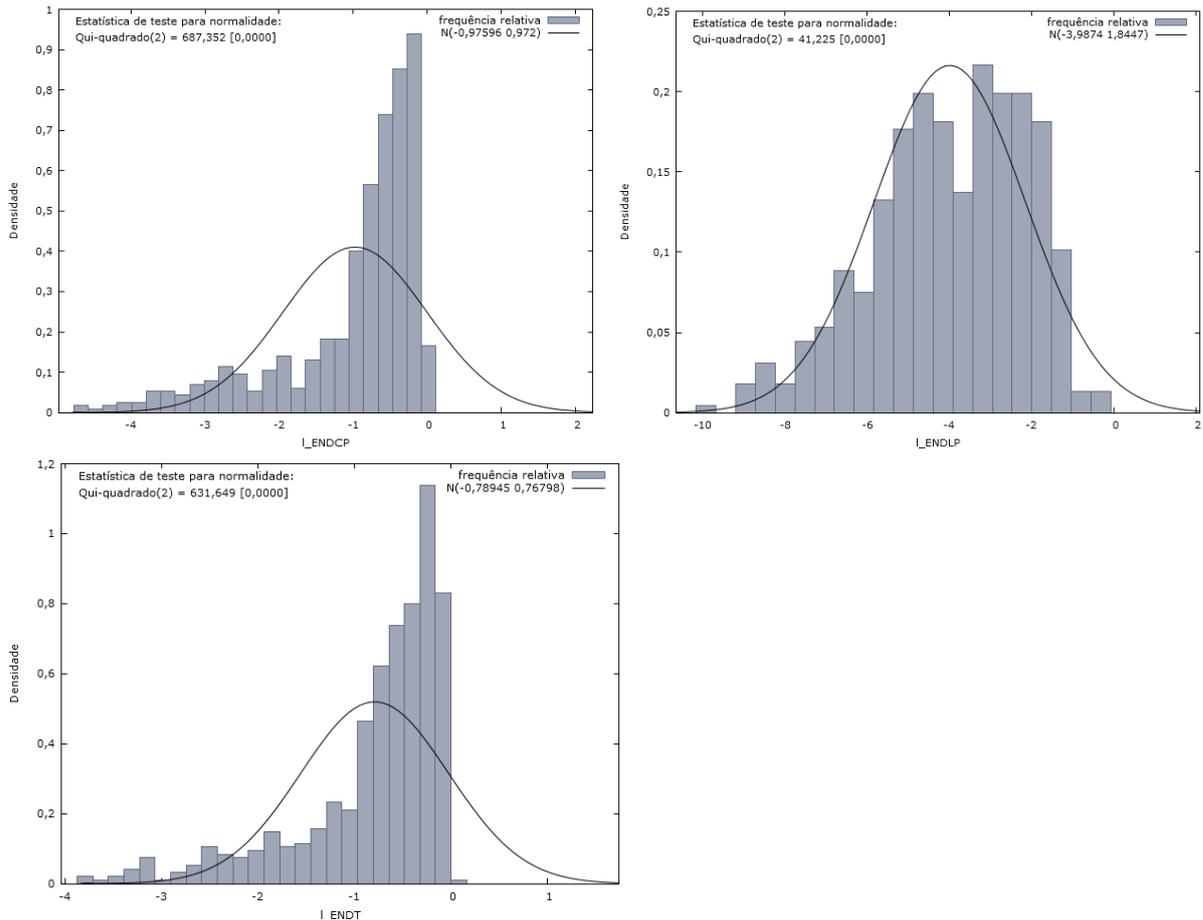
Fonte: Elaborada a partir de dados de pesquisa (2020)

⁷ Nota: ENDCP = Endividamento de Curto Prazo; ENDLP = Endividamento de Longo Prazo; ENDT = Endividamento Total.

A partir dos dados demonstrados na Tabela 1, verifica-se que o endividamento de curto prazo apresenta uma média de 50,67% e desvio padrão de 27,38%, o endividamento de longo prazo apresenta uma média de 4,88% e desvio padrão de 8,51% e o endividamento total apresentou uma média de 55,55% e desvio padrão de 26,42%; ademais, o mínimo de 0 no endividamento a longo prazo elucida-se pela ausência de passivo não circulante em determinadas empresas e lapsos de tempo analisados.

A Figura 1 apresenta o histograma dos endividamentos de forma gráfica.

Figura 1 – Histogramas da análise descritiva



Fonte: Elaborada a partir de dados de pesquisa (2020)

Ao observar a Figura 1, pode-se identificar uma anormalidade na distribuição, sendo mais assimétricos à direita. Foi realizado o teste de normalidade *Shapiro-Wilk*, que apresentou ($P < 0,05$), representando a hipótese alternativa em que a distribuição não é paramétrica.

A Tabela 2 apresenta a matriz de correlação de *Spearman* das variáveis dependentes e independentes.

Tabela 2 – Matriz de correlação de Spearman

Variáveis ⁸	ENDCP	ENDLP	ENDT	SELIC	IPCA	CAMBIO	PIB	Ativo Total
ENDCP	1							
ENDLP	-0,1615	1						
ENDT	0,9486	0,0559	1					
Taxa de juros	-0,1009	0,047	-0,0977	1				
Taxa de inflação	-0,0444	0,0071	-0,0425	0,4242	1			
Taxa de câmbio	0,076	-0,011	0,0737	-0,1033	-0,0198	1		
PIB	0,0238	-0,0247	0,0238	-0,6923	-0,244	-0,4286	1	
Ativo Total	0,4663	-0,0209	0,4532	-0,0885	-0,0645	0,0681	0,0148	1

Fonte: Elaborada pelo autor.

Na Tabela 2, verifica-se que houve correspondência positiva do endividamento de curto prazo com a taxa de câmbio e o PIB de 7,60% e 2,38%, respectivamente, enquanto que apresentou correlação negativa com as variáveis taxa de juros e taxa de inflação de -10,09% e -4,44%, respectivamente.

Em relação ao endividamento de longo prazo, constata-se que houve correlação positiva com a taxa de juros e a taxa de inflação de 4,70% e 0,71%, respectivamente, enquanto que apresentou uma correlação negativa com as variáveis taxa de câmbio e o PIB de -1,10% e -2,47%, respectivamente.

O endividamento total apresentou uma e positiva com a taxa de câmbio e o Produto Interno Bruto de 7,37% e 2,38%, respectivamente, e uma relação negativa com a taxa de juros e a taxa de inflação de -9,77% e -4,25%, respectivamente.

É possível observar correspondência da taxa de juros com a taxa de juros e o PIB, bem como equivalência entre a taxa de câmbio e o PIB, o que já era esperado, sendo destacado como ponto de atenção.

4.2. ANÁLISE DO ENDIVIDAMENTO A CURTO PRAZO

Para a descrição da estrutura de capital das firmas corretoras e distribuidoras de valores mobiliários e as variáveis macroeconômicas, relativamente ao endividamento de curto prazo, tem-se a Tabela 3.

⁸ Nota: ENDCP = Endividamento de Curto Prazo; ENDLP = Endividamento de Longo Prazo; ENDT = Endividamento Total.

Tabela 3 – Modelo de efeito fixos para o endividamento a curto prazo

Variáveis ⁹	Coefficiente	Erro Padrão	Teste t	P>t
ENDCP	.	.	.	.
Constante	0,710	0,179	3,980	0,000
Taxa de juros	-0,218	0,083	-2,630	0,012*
Taxa de inflação	-0,002	0,002	-0,880	0,384
Taxa de câmbio	0,000	0,001	-0,200	0,840
PIB	-0,015	0,008	-1,800	0,078*
AT	0,000	0,000	1,270	0,212
Observações	588			
Empresas	42			
R2	9,40% **			
R2-Ajustado	8,60%			
Teste F	4.401			
Prob > F	0,0027**			

Fonte: Elaborada pelo autor.

Observa-se na Tabela 3 que o endividamento de curto prazo das companhias corretoras e distribuidoras possui uma relação estatisticamente significativa com as variáveis taxa de juros e PIB ao nível de 5% e não possui uma relação estatisticamente significativa com as variáveis taxa de inflação e taxa de câmbio, as variáveis independentes são estatisticamente significativas ao nível de 5% em explicar o comportamento do endividamento a curto prazo. Esse resultado pode ser relacionado com o que trata Schuh et al. (2017) quando declara que a empresa toma decisões a curto prazo financiando-se com elementos internos da companhia, corroborando com a teoria de hierarquização das fontes de financiamentos trazida por Semedo (2015) em seu primeiro nível hierárquico.

Percebe-se que o valor obtido em R2, que apresenta o poder explicativo das variáveis independentes, é considerado baixo, com a variável dependente a 9,40% e um R2 ajustado a 8,60% das sociedades corretoras e distribuidoras de valores mobiliários.

Comparando com o resultado encontrado por Kaveski et al. (2015), a curto prazo, a empresa segue a hierarquização das fontes de financiamentos. Desta forma, as empresas primeiramente fazem gestão do capital próprio para, somente depois, recorrer ao uso de capitais de terceiros. O resultado encontrado no poder explicativo a curto prazo também corrobora com o resultado encontrado por Bastos, Nakamura e Basso (2009) ao identificar que outros fatores macroeconômicos não devem ser desconsiderados, e que têm outros fatores que afetam a empresa e que precisam ser analisados.

4.3 ANÁLISE DO ENDIVIDAMENTO A LONGO PRAZO

Para a relação da estrutura de capital das empresas corretoras e distribuidoras de valores mobiliários e as variáveis macroeconômicas, no que tange ao endividamento de longo prazo, tem-se a Tabela 4.

⁹ Nota. ENDCP = Endividamento de Curto Prazo. *P>t: É significativa se P>t menor que 5%. ** Prob>F: É significativa se Prob>F menor que 5%.

Tabela 4 – Modelo de efeito fixos para o endividamento a longo prazo

Variáveis ¹⁰	Coefficiente	Erro Padrão	Teste t	P>t
ENDLP	.	.	.	.
Constante	-0,002	0,042	-0,060	0,955
Taxa de juros	0,031	0,031	1,030	0,310
Taxa de inflação	0,000	0,001	0,220	0,826
Taxa de câmbio	0,000	0,000	0,820	0,416
PIB	0,002	0,003	0,880	0,386
AT	0,000	0,000	-0,060	0,956
Observações	588			
Empresas	42			
R2	0,40%			
R2-Ajustado	-0,41%			
Teste F	0,888			
Prob > F	0,4981			

Fonte: Elaborada pelo autor.

Verifica-se na Tabela 4 que o endividamento de longo prazo das empresas corretoras e distribuidoras não possui uma relação estatisticamente significativa com as variáveis analisadas, as variáveis independentes não são estatisticamente significativas ao nível de 5% em explicar o comportamento do endividamento a curto prazo, destaca-se o baixo valor explicativo de R2 das variáveis independentes com a variável dependente em 0,40% e R2 ajustado em -0,41%.

O resultado encontrado para o endividamento ao longo prazo foi totalmente contra o valor encontrado por Schuh et al. (2017) que analisou as variáveis macroeconômicas em relação ao endividamento a longo prazo de empresas do setor de construção civil e encontrou significância estatística nas variáveis independentes ao nível e 5% e um alto R2 em 70,57%.

O resultado obtido no endividamento a longo prazo acaba por não ser significativo e não explicado pelas variáveis macroeconômicas. Tal resultado pode estar relacionado à ausência de endividamento a longo prazo em algumas das empresas analisadas. Desta forma, as sociedades corretoras e distribuidoras acabam por não tomar empréstimos a longo prazo, corroborando com o estudo de Sant'Ana e Silva (2015) que alega que as empresas não são propensas a se endividar com capital de terceiros. O resultado corrobora com o achado por Kaveski et al. (2015) em que o endividamento a longo prazo passa a utilizar menos os recursos de terceiros.

4.4 ANÁLISE DO ENDIVIDAMENTO DE CAPITAL DE TERCEIROS

Para a relação da estrutura de capital das empresas corretoras e distribuidores de valores mobiliários e as variáveis macroeconômicas, no que se refere ao endividamento total, tem-se a Tabela 5.

¹⁰ Nota. ENDLP = Endividamento de Longo Prazo. *P>t: É significativa se P>t menor que 5%. ** Prob>F: É significativa se Prob>F menor que 5%.

Tabela 5 – Modelo de efeito fixos para o endividamento total

Variáveis ¹¹	Coefficiente	Erro Padrão	Teste t	P>t
ENDT	.	.	.	.
Constante	0,707	0,173	4,100	0,000
Taxa de juros	-0,187	0,081	-2,310	0,026*
Taxa de inflação	-0,002	0,002	-0,770	0,447
Taxa de câmbio	0,000	0,001	0,000	0,997
PIB	-0,013	0,008	-1,570	0,124
AT	0,000	0,000	1,440	0,159
Observações	588			
Empresas	42			
R2	0.089			
R2-Ajustado	0.0807			
Teste F	5.095			
Prob > F	0,001			

Fonte: Elaborada pelo autor.

Verifica-se na Tabela 5 que o endividamento total das empresas corretoras e distribuidoras possui uma relação estatisticamente significativa com a variável taxa de juros ao nível de 5% e não possui uma relação estatisticamente significativa com as variáveis taxa de inflação, taxa de câmbio e PIB; as variáveis independentes são estatisticamente significativas ao nível de 5% em explicar o comportamento do endividamento a curto prazo.

Observa-se que o valor obtido em R2 apresenta o poder explicativo das variáveis independentes considerado baixo, com a variável dependente a 8,90% e um R2 ajustado a 8,07% das sociedades corretoras e distribuidoras de valores mobiliários.

O poder pouco explicativo encontrado no endividamento total difere do encontrado por Schuh, et al. (2017), o que pode ser explicado pela diferença entre a forma como o setor de construção civil se financia da forma como as instituições financeiras capitam seu capital. Percebe-se que a estrutura de capital das instituições possui proporcionalidade e combinação na forma de financiamento, conforme descrito por Berk e Demarzo (2010).

4.5 SÍNTESE DOS RESULTADOS

Para a comparação das regressões de endividamento de curto prazo, longo prazo e total, foi elaborada a Tabela 6:

¹¹ Nota. ENDT = Endividamento Total. *P>t: É significativa se P>t menor que 5%. ** Prob>F: É significativa se Prob>F menor que 5%.

Tabela 6 – Síntese dos resultados

Variáveis ¹²	CP	LP	TOTAL
ENDCP	.		
ENDLP		.	
ENDT			.
Constante	0.710***	-0.002***	0.707***
Taxa de juros	-0.218***	0.031***	-0.187***
Taxa de inflação	-0.002***	0.000***	-0.002***
Taxa de câmbio	-0.000***	0.000***	0.000***
PIB	-0.015***	0.002***	-0.013***
AT	0.000***	-0.000***	0.000***
Observações	588	588	588
Empresas	42	42	42
R2	9,40%	0,40%	8,90%
R2-Ajustado	8,60%	-0,41%	8,07%
Teste F	4 401	0.888	5 095
Prob > F	0,003	0,4981	0,001

Fonte: Elaborada pelo autor.

A Tabela 6 apresenta a comparação dos resultados encontrados nas regressões do endividamento de curto prazo, longo prazo e endividamento total, apresentando o poder explicativo de 9,40% a curto prazo e 8,90% no endividamento total, enquanto que, a longo prazo, o poder explicativo é baixo em 0,40%. O comportamento das variáveis dependentes de endividamento a curto prazo e endividamento total, em relação às variáveis independentes, são estatisticamente significativas a nível de 5% (Prob $F < 0,05$), enquanto que a longo prazo a significância não é explicável ao nível de 5% (Prob $F > 0,05$).

Analisando as variáveis independentes de forma individual, a curto prazo, encontra-se a relação negativa na taxa de juros em -21,80%, taxa de inflação em -0,2% e PIB em -1,5% como era esperado; entretanto, se aguardava uma relação positiva em relação à taxa de câmbio, diferente dos valores encontrados por Schuc et al. (2015), que afirma que um aumento na variação das taxas de câmbio, PIB e inflação induz a uma diminuição o endividamento das empresas.

No tocante ao endividamento total, encontra-se relação negativa na taxa de juros - 18,70%, taxa de inflação -0,2%, PIB -1,30% e relação com a taxa de câmbio em 0%. Referente a longo prazo, os valores encontrados não são significativos a ponto de serem explicados pelas variáveis independentes do presente estudo, corroborando com Bastos, Nakamura e Basso (2009), que explicam que outros fatores podem influenciar o endividamento das empresas.

Em síntese, o endividamento a longo prazo não apresenta relação significativa, não sendo explicado pelas variáveis macroeconômicas do estudo, o endividamento a curto prazo e o endividamento total se comportam de maneira similar em relação ao R2 aproximado e podem ser comparados com a teoria *pecking order*, em que, hierarquicamente, as corretoras e distribuidoras primeiramente se financiam com capital interno para, somente depois, se endividar.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa teve como finalidade analisar a relação dos agregados econômicos com a estrutura de capital das instituições financeiras corretoras e distribuidoras de valores

¹² Nota. ENDCP = Endividamento de Curto Prazo; ENDLP = Endividamento de Longo Prazo; ENDT = Endividamento Total.

mobiliários brasileiras entre 2013 e 2019. Para tanto, foram coletados os dados macroeconômicos e as demonstrações financeiras com população de 62 empresas, apresentando uma amostra de 42 empresas.

A motivação para trabalhar com o tema foi a possível contribuição para a sociedade, usuários de demonstrações financeiras e tomadores e ofertadores de títulos na escolha da modalidade de financiamento das sociedades corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, identificando influências de fatores macroeconômicos com a forma de financiamento deste tipo de sociedade. Com posse destas informações, é possível que investidores possam ter elementos suficientes para tomada de decisão de compra, venda e investimentos no mercado.

De maneira geral, as evidências apontam similaridades no endividamento a curto prazo e no endividamento total, vindo ao encontro com o que se esperava referente às variações no PIB, taxa de juros e taxa de inflação e apontando que um aumento dos fatores macroeconômicos promove a diminuição do endividamento. Todavia, a taxa de câmbio apresentou uma relação positiva. Este resultado corrobora com o resultado obtido por Terra (2007), sendo que a combinação das variáveis macroeconômicas não é notável para a escolha de estrutura de capital.

As regressões realizadas no estudo no que se refere ao endividamento a longo prazo não foram significativas e não explicam uma conexão que possa existir entre os fatores macroeconômicos analisados e os índices de endividamentos de longo prazo. A teoria que pode explicar o comportamento das firmas é a teoria *pecking order* em que a empresa primeiramente se financia com capital interno para, somente em segunda plano, endividar-se.

O estudo contribuiu para analisar o endividamento desse tipo de empresa vinculada ao ambiente externo e suas taxas, demonstrando que existe uma significância explicativa, mas possui um baixo nível de correspondência, existindo outros fatores que possam influenciar na forma de financiamento deste tipo de sociedade.

Como limitação da presente pesquisa, salienta-se a falta de estudos realizados com estes tipos de instituições financeiras, bem como demonstrações divulgadas por estas instituições no banco de dados do Bacen, o que as excluiu da pesquisa.

Sugere-se, em pesquisas futuras, que seja investigada a prática de gerenciamento de resultado vinculado ao desempenho econômico-financeiro destas instituições financeiras.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Circular BACEN nº 1.273, de 29 de dezembro de 1987**. Dispõe sobre as aplicações dos recursos dos fundos com finalidade previdenciária. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/1987/pdf/circ_1273_v1_o.pdf>. Acesso em: 19 abr. 2019.

BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; BASSO, L. F. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. **Revista de Administração Mackenzie**. v.10, n.6, nov./dez. 2009.

BERK, J.; DEMARZO. P. **Finanças empresariais: Essencial**. Porto Alegre: Bookman, 2010.

BEUREN, I. M.; LONGARAY, A. A.; RAUPP, F. M.; SOUSA, M. A.B.; COLAUTO, R. D.; PORTON, R. A. B. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

BLANCHARD, O. **Macroeconomia**, 5. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2011.

BOLSA BRASIL BALCÃO (B3). **Participantes**. Disponível em <http://b3.com.br/pt_br/>. Acesso em: 6 jun. 2020.

BRASIL. Presidência da República. **Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964**. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/14595.htm>. Acesso em: 19 jun. 2019.

BRASIL. Presidência da República. **Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm>. Acesso em: 5 jul. 2019.

COELHO, A. N. B.; LIMA, N. C.; SOUZA, G. H. S.; OLIVEIRA, S. V. W. B.; OLIVEIRA, M. M. B. A responsabilidade da auditoria externa na fraude contábil do banco PanAmericano. **RAGC**. v.3, n.7, p.53-70, 2015.

DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. STARTZ, R. **Macroeconomia**, 11. ed. Porto Alegre: AMGH, 2013.

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**, 19. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2013.

GRANEMANN, S; Crise econômica e a Covid-19: rebatimentos na vida (e morte) da classe trabalhadora brasileira. **Trabalho, Educação e Saúde**. v. 19, 2020.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**, 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GONÇALVES, D. L.; BISPO, O. N. A. Análise dos fatores determinantes de capital de companhias de construção civil inseridas no segmento Bovespa. **Revista de Contabilidade e Controladoria**. v.4, n.1, p.110-130, jan./abr., 2012.

GUJARATI, D.N; PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.

HEMMEL, G. R.; CRUZ, M. A. Mercado de capitais: um estudo da evolução no Brasil. **Revista Eletrônica Gestão e Negócios**. v.1, 2017.

INSTITUTO DE PESQUISAS ECONÔMICAS APLICADAS (IPEADATA). **Macroeconômico**. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/>>. Acesso em: 7 set. 2020.

IUDÍCIBUS, S. **Análise de balanços**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

KAVESKI, I. D. S.; HALL, R. J.; DEGENHART, L.; VOGT, M.; HEIN, N. Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto do agronegócio: um estudo a luz das teorias *trade off* e *pecking order*. **Revista Economia e Gestão**. v.15, n.41, out./dez., 2015.

- LOCAN, T. R.; CALDEIRA, J. F. Estrutura de capital, liquidez de caixa e valor da empresa: estudo de empresas brasileiras cotadas em bolsa. **Revista Contabilidade & Finanças**. v. 25, n. 64, p. 46-59, jan./fev./mar./abr., 2014.
- LOPES, J. C.; ROSSETTI, J. P. **Economia monetária**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- MARDONES, J. G.; CUNEO, G. R. Capital structure and performance in Latin American companies. **Economic Research-Ekonomska Istraživanja**. v. 33, n. 1, 2020.
- MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2016.
- MAZZIONI, S.; PRIGOL, V.; MOURA, G. de.; KLANN, R. C. Influência da governança corporativa e da estrutura de capital no gerenciamento de resultados. **Revista Contemporânea de Contabilidade**. v.12, n. 27, p.61-86, set./dez., 2015.
- MELLAGI FILHO, A.; ISHIKAWA, S. **Mercado financeiro e de capitais**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. **American Economic Review**. v. 48, n.3, p. 261-297, jun., 1958.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **American Economic Review**. v. 53, n.3, p.433-443, jun., 1963.
- MYERS, S. The Capital structure puzzle. **The journal of finance**. v. 39. n. 3, jul., 1984.
- NUNES, A. F.N.; PORTUGAL, M. S. Intermediários financeiros e política de crédito em um modelo DSGE para o Brasil. **Revista brasileira de economia**. v. 72, n. 3, jul./set., 2018.
- RUDGE, L. F.; CAVALCANTE, F. **Mercado de capitais**. 2. ed. Belo Horizonte: Comissão Nacional de Bolsas de Valores, 1993.
- SANT'ANA, C. F; DA SILVA, T. P. Fatores determinantes da estrutura de capital de empresas brasileiras de tecnologia. **Revista de gestão da tecnologia e sistema de informação**. v. 12, n. 3, p. 687-708, set./dez., 2015.
- SANTOS, J. L.; SCHMIDT, P.; MARTINS, M. A. **Fundamentos de Análise das demonstrações contábeis**: coleção resumos de contabilidade. v, 21. São Paulo: Atlas, 2006.
- SAUDERS, A. **Administração de instituições financeiras**, 1. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- SCHUH, A. B.; SILVA, M.L.; VIEIRA, K.M, CORONEL, D. A. Estrutura de capital do setor de construção civil brasileiro e sua relação com a atividade econômica agregada. **Revista Gestão e Planejamento**. v. 18, p. 273-290, jan./dez., 2017.
- SEMEDO, I. G. **Teorias da estrutura de capital das empresas**: uma aplicação às empresas portuguesas cotadas na *euronext* Lisboa. 2015. Dissertação (Mestrado de Gestão Financeira) – Instituto Superior de Gestão, Lisboa, 2015.

TERRA, P. R. S. Estrutura de capital e fatores macroeconômicos na América Latina. **Revista de Administração**. v.42, n.2, p. 192-204, abr./maio/jun., 2007.