

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MATO GROSSO DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO E NEGÓCIOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

RAIMUNDO JOSÉ DA COSTA

**DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL:
EVIDÊNCIAS PARA EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO
LISTADAS NO BRASIL E NA ARGENTINA**

CAMPO GRANDE
2025

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MATO GROSSO DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO E NEGÓCIOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Mestrando: RAIMUNDO JOSÉ DA COSTA

**DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL:
EVIDÊNCIAS PARA EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO
LISTADAS NO BRASIL E NA ARGENTINA**

Dissertação apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Controladoria – PPGCC da Universidade Federal de Mato Grosso do Sul, como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. José Aparecido Moura Aranha

CAMPO GRANDE
2025

RAIMUNDO JOSÉ DA COSTA

**DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL: EVIDÊNCIAS PARA
EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO LISTADAS NO BRASIL E NA ARGENTINA**

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

Área de Concentração: Contabilidade e Societária e Finanças

Aprovado em:

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. José Aparecido Moura Aranha
Presidente da Banca Examinadora (Orientador)

Profa. Dra, Elisabeth de Oliveira Vendramin
Escola de Administração e Negócios – ESAN

Prof. Dr. Antônio Carlos Vaz Lopes
Universidade Federal da Grande Dourados - UFGD

Campo Grande MS, 28 de outubro de 2025.

Dedico este trabalho primeiramente a Deus, por me permitir chegar ao final de mais esta etapa, à minha família, ao amor da minha vida, Marcia, e ao Prof. Dr. José Aparecido Moura Aranha, que sempre me apoiou e me incentivaram a ir em busca dos meus objetivos.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, pai de nosso senhor Jesus Cristo, e a intercessão de Nossa Senhora, sob o título de Mãe do Perpétuo Socorro e a ação do Espírito Santo, pelo dom da vida e por me conceder saúde e força para lutar todos os dias, me iluminar nas decisões e não permitir que eu me esmoreça e perca a esperança.

Ao meu orientador, Prof. Dr. José Aparecido Moura Aranha, por aceitar ser meu orientador nesta caminhada, da trajetória acadêmica árdua no mestrado. Mesmo sendo um grande desafio por minhas limitações como acadêmico, se dispôs a compartilhar seus conhecimentos, ajudando com árdua tarefa de escrever uma dissertação de mestrado.

Aos professores membros titulares da banca examinadora, Prof. Dr. Antônio Carlos Vaz Lopes e Profa. Dr.^a Elisabeth de Oliveira Vendramin, por aceitarem o convite para participar da banca da dissertação e pelas relevantes contribuições quando da banca de qualificação, extensivo à Profa. Dr.^a Dr.^a Elisabeth de Oliveira Vendramin e ao Prof. Dr.^a Edicreia Andrade dos Santos, membros suplentes, pelo apoio e colaboração.

E a todos professores do mestrado, por compartilharem seus conhecimentos por meio de seus ensinamentos e contribuírem com a minha formação e crescimento profissional e pessoal. Ao Prof. Dr. José Aparecido Moura Aranha, que sempre se manteve disposto a me ouvir e ajudar nas minhas angústias, pois nem sempre encontramos somente flores no caminho, e sem seu apoio e ensinamentos seria impossível chegar até aqui, bem como aos colaboradores do PPGCC-ESAN, que prontamente atendiam as minhas solicitações e reivindicações.

Aos colegas do mestrado pela parceria e contribuição ao longo do curso, em especial ao Rildon e o Altair, a quem eu recorri nos momentos de dificuldades com os trabalhos. Além disso, não mediam esforços para me ouvir e me apoiar todas as vezes que os momentos de cansaço se apossavam de mim, com suas palavras de sabedoria sempre me reerguiam e me faziam acreditar e seguir adiante.

E aos meus pais, José Tomaz (*in memoriam*) e Francisca Zeferina (*in memoriam*). Aos meus filhos, Iris da Costa e Rael José, de 3 aninhos, e todos os meus familiares, em especial minha esposa, Marcia Josefa do Santos, por cuidar de mim, do nosso escritório e de nosso filho Rael, nesse período tão intenso da minha vida, por acreditarem em mim e na minha capacidade. Vocês são a minha base, meu alicerce, o bem mais precioso.

Somente quem não desiste da fé em Jesus recebe a recompensa que Deus tem preparado para nós e a perseverança que nos impede de sermos destruídos pelas dificuldades (Tiago 1: 2-4).

COSTA, Raimundo José da. Determinantes da estrutura de capital: evidências para empresas de capital aberto listadas no Brasil e na Argentina 2023. (Dissertação de Mestrado). Escola de Administração e Negócios – ESAN, Universidade Federal de Mato Grosso do Sul – UFMS, Campo Grande, MS, Brasil - 2025.

RESUMO

Este trabalho analisa a composição da estrutura de capital das empresas brasileiras listadas no Ibovespa, bem como das companhias argentinas listadas na Merval e avalia as relações que variáveis endógenas e exógenas têm com a dívida destas companhias. Trata-se de um estudo empírico que indica as escolhas pela estrutura de capital por parte das empresas baseando-se em fatores internos e externos de cada companhia. A metodologia utilizada envolve dados em painel e o modelo de efeitos aleatórios foi identificado como o mais adequado para a análise dos dados da pesquisa. Este trabalho se divide em 6 partes. A introdução, que indica o objetivo da pesquisa, ou seja, analisar as estruturas de capital das companhias brasileiras e argentinas listadas no Ibovespa e na Merval respectivamente, no período entre 2017 e 2024. Em seguida o referencial teórico que apresenta a fundamentação para o desenvolvimento, desta pesquisa; os procedimentos metodológicos aplicados no seu desenvolvimento; as análises e discussão dos resultados; as considerações finais e, por último as referências bibliográficas. Além disso tem-se os apêndices A e B.

Palavras-chave: Endividamento. Corrupção. Crescimento do PIB. Tangibilidade.

COSTA, Raimundo José da. Determinants of capital structure: evidence for publicly traded companies listed in Brazil and Argentina 2023. (Master's Dissertation). School of Administration and Business – ESAN, Federal University of Mato Grosso do Sul – UFMS, Campo Grande, MS, Brazil - 2025.

ABSTRACT

This paper analyzes the composition of the capital structure of Brazilian companies listed on the Ibovespa index (IBV) and Argentine companies listed on Merval, assessing the relationships between endogenous and exogenous variables and these companies debt. This empirical study indicates companies capital structure choices based on internal and external factors. The methodology used involves panel data, and the random-effects model was identified as the most appropriate for analyzing the research data. This paper is divided into six parts. The introduction outlines the research objective to analyze the capital structures of Brazilian and Argentine companies listed on the Ibovespa and Merval, respectively, between 2017 and 2024. This is followed by the theoretical framework that presents the foundation for this research; the methodological procedures applied; the analysis and discussion of the results; the final considerations; and, finally, the bibliographical references. In addition, there are appendices A and B.

Keywords: *Debt. Corruption. GDP Growth. Tangibility.*

LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Companhias listadas no Ibovespa que atendem os requisitos da pesquisa.....	44
Tabela 2- Amostra da representatividade por setor da economia.....	46
Tabela 3- Companhas listadas no índice Merval que atendem os requisitos da pesquisa.....	46
Tabela 4- Amostra da representatividade por setor da economia Argentina.....	47
Tabela 5- Variáveis da pesquisa.....	47
Tabela 6- Hipóteses para companhias brasileiras.....	50
Tabela 7- Taxa de crescimento do PIB.....	51
Tabela 8- Percepção da corrupção.....	52
Tabela 9- Taxa de inflação.....	52
Tabela 10- Variáveis para as companhias brasileiras e argentinas <i>entre de 2016 e 2023</i>	53
Tabela 11- Correlação entre as variáveis - Brasil.....	54
Tabela 12- Estatística descritiva.....	54
Tabela 13- Fator Inflacionário da Variância (VIF).....	56
Tabela 14- Testes aplicados para a escolha do modelo.....	57
Tabela 15- Estimadores dos dados da pesquisa.....	57
Tabela 16- Modelos de dados em painel	58
Tabela 17- Correlação das variáveis da pesquisa.....	60
Tabela 18- Estatística descritiva das companhias argentinas.....	60
Tabela 19- Fator Inflacionário da Variância (VIF).....	61
Tabela 20- Testes aplicados para a escolha do modelo.....	62
Tabela 21- Estimadores dos dados da pesquisa.....	63
Tabela 22- Modelos de dados em painel das companhias argentinas.....	63
Tabela 23- Dívida média das companhias brasileiras e a argentinas entre 207 e 2024.....	65
Tabela 24- Comparativo dos resultados da regressão para as variáveis independentes.....	65

LISTA DE FIGURAS

Figura 1- Estrutura ótima de capital.....	22
Figura 2- Variáveis a serem analisadas.....	25
Figura 3- Variáveis de <i>valuation</i>	26
Figura 4- Variáveis macroeconômicas.....	28
Figura 5- Inflação real da Argentina de 2018 a 2022.....	39
Figura 6- PIB do Brasil observado.....	39
Figura 7- Índices de corrupção no Brasil de 2017 a 2024.....	41
Figura 8- Inflação na Argentina de 2017 a 2024.....	42
Figura 9- Taxa de crescimento do PIB da Argentina de 2017 – 2024.....	42
Figura 10- Índice de corrupção da Argentina de 2017 a 2024.....	43

LISTA DE ABREVIATURAS

B3	Bolsa de Valores do Brasil
BACEM	Banco Central do Brasil
BCRA	Banco Central da República da Argentina
BYMA	Bolsa y Mercado e Valores da Argentina
BM	Banco Mundial
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Social
CIAS	Companhias
CMPC	Custo médio ponderado de capital
EBITA	Uma taxa constante
EUA	Estados Unidos da América
FINAME	Fundo de Financiamento para Aquisição de Máquinas e Equipamentos
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
INDEC	Instituto, Nacional de Estatística e Censos da Argentina
IPC	Índice de Percepção de corrupção
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada do Brasil
MF	Ministério da Fazenda do Brasil
M-M	Modigliani F. e Miller M. H.
MPEs	Micros e Pequenas Empresas
MEA	Modelo de Efeitos Aleatórios
PIB	Produto Interno Bruto
EBIT	Empresas com o mesmo grau de risco de negócios.
T	Total

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	13
1.1 Contextualização da pesquisa.....	15
1.2 Objetivos da pesquisa.....	16
<i>1.2.1 Objetivo geral.....</i>	<i>16</i>
<i>1.2.2 Objetivos específicos.....</i>	<i>16</i>
1.3 Justificativa da pesquisa.....	17
1.4 Delimitação da pesquisa	17
1.5 Estrutura do Trabalho.....	18
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	19
2.1 Contexto econômico do Brasil e da Argentina.....	19
2.2 Estrutura de capital.....	20
<i>2.2.1 Teoria Tradicional ou Convencional.....</i>	<i>20</i>
2.3 O Ambiente de negócios do Brasil e da Argentina: contexto macroeconômico.....	35
3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	44
3.1 Amostra da pesquisa.....	44
3.2 Variáveis a serem pesquisadas	47
3.3 Hipóteses a serem testadas.....	49
3.4 Coleta dos dados.....	51
4. PROCEDIMENTO DE ANÁLISES DOS DADOS.....	54
4.1 Análises dos dados das companhias listadas no Ibovespa.....	54
4.1.1 Análise das hipóteses da pesquisa para as companhias brasileiras.....	58
4.2 Análises dos dados das companhias listadas na Merval (Argentina).....	59
<i>4.2.1 Análise das hipóteses das companhias argentinas.....</i>	<i>63</i>
4.3 Comparativo entre a dívida das companhias brasileiras e argentinas.....	65
4.4 Interpretação dos resultados da análise de regressão de dados em painel.....	65
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	67
6 REFERÊNCIAS:.....	68
APÊNDICE A: Dados das companhias brasileiras.....	73
APÊNDICE B: Dados das companhias argentinas.....	84

1. INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização e questão de pesquisa

A dinâmica das políticas monetárias do Brasil e da Argentina, segundo o Banco Mundial (BM), em 2024 apresentou características distintas, bem como os prós e contras que norteiam a economia dos respectivos países, como a heterogeneidade. O Brasil apresenta uma economia estável e em crescimento enquanto a Argentina vive sua pior crise econômica dos últimos 30 anos, com uma inflação de dois dígitos, taxa de desemprego altíssima e aumento da pobreza, em que pese os dados positivos verificados no atual governo de Javier Milei.

As economias do Brasil e da Argentina, como já mencionadas, têm características distintas. Os relatórios do Banco Central do Brasil (BACEN, 2024) mostram que a economia do Brasil vem alcançando uma solidez mais acentuada nos últimos 20 anos, com alguns solavancos, porém sem um cenário grave. O Brasil entrou em crise econômica, provocando aumento nos juros para controlar a inflação em alta, levando a uma política econômica restritiva, com uma taxa Selic de 13,75, ao ano e, com tendência de aumento. Contudo, a situação não foi tão grave, por outro lado, a crise econômica recessiva da Argentina, segundo dados do Banco Mundial (BM, 2023), apresentou inflação acima dos 94,8% ao ano em 2023, elevado índice de desemprego, além de vários outros complicadores que travam o desenvolvimento do país.

Considerando os diversos cenários macroeconômicos no âmbito de países da América Latina a estrutura de capital de empresas desses países têm uma heterogeneidade acentuada, com níveis de inflação elevados em alguns países devido às suas estruturas econômicas heterogêneas, cujos resultados são marcadamente e diferentes. Segundo Terra (2006), ao analisar 7 países da América Latina foram identificados que a política monetária de cada país não é fator determinante para o endividamento das empresas, mas sim a organização interna de cada empresa.

No âmbito das teorias de finanças, mais precisamente a que diz respeito a da Teoria da Estrutura de Capital ainda não há consenso quanto ao entendimento sobre a existência de uma estrutura de capital ótima para as empresas, uma vez que se configura como uma decisão individual, conforme suas necessidades acerca do financiamento de seus projetos (Ross et al., 2015). Nesse sentido, certas premissas quanto ao grau de endividamento das empresas se dão conforme suas conjunturas próprias. No entanto, é importante entender as peculiaridades específicas de cada empresa, a fim de compreender se num cenário em que tenha isenção de

impostos sobre juros pagos se tornaria viável, caso se financiassem unicamente a partir de recursos de terceiros, sendo assim possível extrair ao máximo os benefícios fiscais dos juros pagos (Ross et al., 2015).

Considerando um cenário em que existe isenção fiscal a dívida não seria mais um atrativo para as empresas por não gerar benefício, dada a inexistência dos juros, além de criar o custo de falência, já que nem todas as empresas que financiam sua estrutura de capital com capital de terceiros têm a opção de descontar os juros nos lucros tributáveis, de acordo com Ross et al., 2015.

As conjecturas de análises empíricas demonstraram a importância de se determinar um numeroso conjunto de fatores que possam explicar melhor as escolhas das finanças corporativas, sendo de grande relevância para as instituições num mercado globalizado. Nesse contexto, os pesquisadores se divergem, gerando dúvidas e frequentes discussões sobre as teorias de finanças corporativas. Nappi et al. (2021), por exemplo, afirma que a escolha por financiamentos da estrutura de capital para as companhias brasileiras, o endividamento se dá conforme a economia. Entre 2004 e 2013 as empresas brasileiras aumentaram muito o financiamento por meio de capital de terceiros, sendo que havia ofertas de financiamentos dos bancos públicos, em especial do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), o que levou as empresas a aumentarem seu endividamento. Já a partir de 2014, o custo do capital de terceiros se elevou, e as companhias brasileiras optaram por se financiarem com capital próprio, diminuindo assim o endividamento (IPREA, 2024).

Segundo Ross et al. (2015), não há uma estrutura ótima para o financiamento da estrutura de capital das empresas, justificando assim que cada uma das empresas escolha sua própria forma de financiar sua estrutura de capital, conforme a necessidade dos seus projetos, buscando uma disponibilidade de liquidez que mantenha suas atividades em funcionamento por tempo indeterminado, como se espera de todas as instituições.

As várias teorias institucionais, dentre as quais as percussoras, mitos institucionais de Merch e Simon, (1958), Meyer e Rowan, (1977) e Dimaggio e Powell, (1983) fornecem uma estrutura para demonstrar a importância do papel desempenhado pelas instituições ao definirem suas escolhas de financiamento corporativo, em relação ao Produto Interno Bruto (PIB), taxa de crédito privado em relação ao PIB e os indicadores de governança corporativa.

O nível de competitividade não justifica o endividamento das empresas brasileiras. Apesar de os ativos circulantes representarem entre 30 e 40% do valor do ativo total, uma boa gestão é importante para a área financeira no sentido de controlar os ativos fixos, devido ao

fator sustentação do ativo circulante diante de sua movimentação contínua, que se faz necessária para a operacionalidade das suas atividades afins (Felipe et al. 2021).

Outros pontos a considerar é o valor dos ativos das empresas, a rentabilidade desses ativos, o desempenho da economia, no caso o crescimento do PIB e, fatores exógenos que afetam negativamente o desempenho empresarial, como a inflação e a corrupção. Sobre a tangibilidade (valor do ativo), Medeiro e Resende (2016) afirmam que o capital de uma empresa facilita suas atividades, oferecendo maior competitividade devido a agilidade na tomada de decisões, aumentando assim a celeridade e mitigando custos. Uma melhor rentabilidade indica a capacidade da empresa de gerar riqueza para seus acionistas, lucros e dividendos a serem distribuídos. O bom desempenho da economia, da mesma forma, beneficia os negócios.

O tamanho da empresa, ou seja, o valor do seu ativo, bem como a sua rentabilidade podem determinar o seu valor de mercado. Isso quer dizer que quanto mais rentável for a empresa, mais influência terá no valor das suas ações, portanto, o seu valor de mercado tende a se valorizar.

Quando uma economia passa por um período de estabilidade, com taxas de inflação relativamente baixas, o PIB do país cresce, gerando emprego e renda para sua população, porém, quando a taxa de inflação se eleva, como medidas para controlá-la são realizadas intervenções de políticas, fiscal, tributária e monetárias no sistema econômico. De acordo com BACEN (2024), tais intervenções provocam recessão econômica, diminuindo assim a oferta de recursos para financiar as atividades econômicas, elevação dos juros, cujos custos provocam retração econômica e, conseqüentemente aumento do desemprego e diminuição do poder aquisitivo da população.

Outro fator que prejudica os negócios é a corrupção. De acordo com Banco Mundial (BM, 2024), a corrupção é um aspecto importante, uma vez que se trata de um fenômeno que gera prejuízos à sociedade de forma geral. Gestores de má índole se apropriam indevidamente dos recursos em benefício próprio provocando prejuízos às empresas e à sociedade como um todo, algo extremamente danoso. Cabe lembrar que gestores foram contratados para administrar o patrimônio e gerar riqueza para as empresas e seus acionistas mas, se desvirtuam da finalidade fim para se auto beneficiar, dando início a um verdadeiro conflito dentro da empresa prejudicando seu desempenho e os objetivos dos acionistas, que buscam obter lucros a partir das suas atividades empresariais.

Afinal, as grandes empresas fazem grandes aportes de recursos em ativos, sendo que o tamanho é fundamental para se obter maiores recursos, com menores custos e prazos longos. A tangibilidade do capital facilita o desempenho das atividades operacionais. A rentabilidade por

si mesma já expressa a sua finalidade, pois toda empresa busca obter rentabilidade para justificar os investimentos de seus recursos, enquanto corrupção e inflação destroem a sociedade.

No propósito de se buscar lacunas sobre a temática desta pesquisa em que se pretende identificar o quanto a corrupção, inflação, taxa de crescimento do PIB, tamanho, ou seja, valores dos ativos totais bem como a rentabilidade afetam ou não a estrutura de capitais de companhias argentinas e brasileiras listadas nos índices das bolsas de valores dos respectivos países, foram identificados as seguintes pesquisas:

- a) No trabalho desenvolvido por Zaganelli e Brito (2025) em que propõe analisar e comparar os mecanismos legais de combate à corrupção empresarial no Brasil e na Argentina, com foco na efetividade da legislação e na aplicação prática do compliance como instrumento de prevenção. O estudo examinou as legislações brasileira e argentina como a Lei Anticorrupção brasileira (Lei 12.846/2013) e a Lei de Responsabilidade Penal das Pessoas Jurídicas na Argentina (Lei 27.401/2017), buscando identificar similaridades, diferenças e desafios na implementação de programas de integridade em ambos os países, entretanto o trabalho não tem uma abordagem sobre as implicações da corrupção na estrutura de capital.
- b) Ainda sobre a corrupção na Argentina e Brasil, Oliveira (2009) pesquisou sobre o fenômeno da corrupção política sob a ótica do direito constitucional e da teoria da democrática com o propósito de verificar se a ordem constitucional é causa de estímulo ou inibição de práticas política corruptas compreendido no período de 1999 a 2001, período este que compreende a Presidência de Fernando de La Rúa.
- c) No que se refere aos aspectos relacionados com as determinantes como rentabilidade e tamanho, Kirch (2008) no propósito de identificar se estas têm relação com a alavancagem financeiras das empresas brasileiras concluiu que a determinante rentabilidade foi significativa enquanto que tamanho foi insignificante o que contraria o prescrito pelas teorias acerca da estrutura de capital, ou seja, a Teoria *Trade-Off*, Hipóteses de Assimetria Informacional e a Teoria *Pecking-Order*.
- d) Na pesquisa desenvolvida por Henrique et. al (2018) em que analisam a teoria do *pecking order* que oferece a existência de uma hierarquia no uso de fontes de recursos, enquanto a teoria de *trade-off* considera a existência de uma estrutura meta de capital que seria perseguida pela empresam utilizaram determinantes da estrutura de capital como o endividamento bem como outras determinantes como a Liquidez Corrente; Tangibilidade; Retorno dos Ativos; Retorno aos Investidores; Nível de Pagamento do

Imposto de Renda; Crescimento das Vendas; e, Crescimento dos Ativos e, se essas variáveis tinham uma relação com o tamanho das empresas, crescimento do PIB, inflação e corrupção, cujos resultados foram é que a tangibilidade teve uma relação negativa enquanto que liquidez corrente foi relacionada negativamente com os indicadores de endividamento, já o crescimento dos ativos apresentou uma relação ambígua, pois, se relaciona positivamente com o endividamento de curto prazo e negativamente com o endividamento de longo prazo e com passivos onerosos, já o crescimento das vendas apresentou-se negativamente em relação aos indicadores de endividamento e o nível de pagamento de imposto de renda apresentou uma relação positiva junto ao endividamento de curto prazo bem como não possível compara-lo com outros níveis de endividamento.

- e) O estudo de Brito, Serrano e Franco (2018) verificaram empiricamente os fatores determinantes da estrutura de capital de empresas brasileiras de capital aberto cujos fatores considerados na análise são aqueles propostos nas principais teorias sobre estrutura de capital: rentabilidade, risco, tamanho, tangibilidade e oportunidades de crescimento contanto com uma amostra de 186 companhias brasileiras com ações negociadas na B3 no período de 2010 a 2017, os resultados indicaram que rentabilidade, risco e oportunidade de crescimento induziram a um menor endividamento enquanto o tamanho da empresa induziu a um maior endividamento e, que a tangibilidade não teve influência sobre o nível de endividamento das empresas.
- f) Ainda sobre as determinantes da estrutura de capital Brito, Corrar e Batistella (2006), analisaram a estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil, investigando a relação entre o nível de endividamento e os fatores apontados pela teoria como seu determinante. Os resultados indicaram que os fatores risco, tamanho, composição dos ativos e crescimento são determinantes da estrutura de capital das empresas, enquanto o fator rentabilidade não é determinante. Os resultados, também, mostram que o nível de endividamento da empresa não é afetado pelo fato de ela ser de capital aberto ou de capital fechado.
- g) No trabalho de Perobelli e Famá (2003) estes afirmam que teorias sugerem que empresas selecionam sua estrutura de capital de acordo com atributos teóricos que determinam os vários custos e benefícios associados à emissão de ações ou de dívida, com apoio da pesquisa desenvolvida por Titman e Wessels (1988) para o mercado americano que se mostrou bastante relevante na tentativa de esclarecer essa questão. Com a aplicação da análise fatorial, procurou-se verificar também para o mercado

latino-americano, representado por 119 empresas do México, 57 da Argentina e 103 do Chile. Os resultados revelaram que os fatores indutores variam de acordo com o país, no México, todos os atributos, à exceção do atributo estrutura dos ativos, mostraram-se relacionados ao grau de endividamento. Na Argentina, apenas o atributo lucratividade mostrou-se relacionado ao grau de endividamento, enquanto no Chile, houve relação significativa entre os atributos tamanho, lucratividade e estrutura dos ativos. A amostra, selecionada de acordo com a disponibilidade de informações no banco de dados utilizado, contou com 119 empresas de capital aberto localizadas no México, 57 na Argentina e 103 no Chile.

- h) Bernardo, Albanez e Securato (2018) examinaram a influência de fatores macroeconômicos e institucionais na determinação da estrutura de capital de empresas latino-americanas no período 2009-2014, bem como analisar se a significância desses fatores para explicar a estrutura de capital das empresas é alterada considerando a decomposição do financiamento. Os fatores macroeconômicos foram: crescimento do Produto Interno Bruto, Renda per capita, taxa anual de inflação, participação das cias abertas na economia e tempo médio para abertura de um negócio no país e, como fatores institucionais: Nível de Proteção aos Direitos de Propriedade, nível do risco legal, nível de proteção à minoritários, nível de proteção a credores e nível de corrupção e ética.

Como se observa o tema desta pesquisa não é inédito já que vários estudos exploraram algumas das variáveis utilizadas em estudos envolvendo estrutura de capital de países da América Latina como Argentina, Brasil, Chile e México, entretanto não foram identificados trabalhos que investigaram se os conjunto das variáveis corrupção, crescimento do PIB, inflação, rentabilidade e tamanho influenciam a estrutura de capitais de empresas de capital aberto listadas nas bolsas de valores da Argentina e do Brasil. Entende-se que essa pesquisa vem complementar os trabalhos até aqui identificados e mencionados.

Portanto, como as economias da Argentina e Brasil são distintas, e compreender as estruturas de capitais das companhias dessas economias, revela-se como tema importante para as finanças corporativas, ainda mais diante da relevância do trabalho que vem complementar o que já foi identificado, conforme acima mencionado. Dessa forma, indaga-se: Como as variáveis macroeconômicas corrupção, inflação e crescimento do PIB e as de valuation rentabilidade, tamanho interferem na estrutura de capitais das companhias brasileiras e argentinas listadas nos índices Ibovespa da Bolsa de Valores do Brasil, (B3) e no Merval, principal índice da Bolsa de Buenos Aires (BYMA)?

1.2 Objetivos da pesquisa

1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo geral é analisar as influências de variáveis macroeconômicas e de *valuation* na estrutura de capital de companhias brasileiras e argentinas listadas no Ibovespa e na Merval

Entende-se como variáveis macroeconômicas (variáveis exógenas) a taxa crescimentos do PIB, inflação e corrupção e como variáveis de *valuation*, (variáveis o tamanho e rentabilidade).

1.2.2 Objetivos específicos

- I. Analisar a estrutura de capital das companhias brasileiras listadas no índice Ibovespa da bolsa de valor do Brasil, B3;
- II. Analisar a estrutura de capital das companhias argentinas listadas na Merval da bolsa de valores de Bueno Aires (BYMA);
- III. Analisar os impactos das variáveis de *valuation* (endógenas) e macroeconômicas (exógenas) nas estruturas de capitais das companhias dos países objetos da pesquisa; e
- IV. Comparar as determinantes da estrutura de capital das companhias, buscando evidências para o Brasil e a Argentina.

1.3 Justificativa da pesquisa

A pesquisa se justifica pela importância dos estudos sobre estrutura de capital das organizações pois, se trata de tema relevante nas finanças corporativas desde o célebre trabalho de Modigliani e Miller de 1952, cuja discussão perdura até os dias atuais.

A pesquisa, por se tratar de um estudo que envolve duas das mais importantes economias da América do Sul revela-se como de relevante para a Academia, como para a área de finanças e para a sociedade em geral.

O estudo contribuirá com mais um trabalho sobre a análise da estrutura de capital das empresas brasileiras listadas no Ibovespa e das companhias argentinas listadas no índice Merval. Além disso, destaca-se a originalidade do trabalho ao avaliar as diferenças regionais, sendo que, a princípio, entende-se que existem grandes diferenças entre os países. Como é de notório conhecimento da sociedade, assim como de acordo com a literatura, cada país tem suas

peculiaridades econômicas, as quais influenciam diretamente o desempenho das empresas estabelecidas, tais como taxas de juros, percentual dos tributos e taxas de arrecadação do país, interferindo positiva ou negativamente nas finanças corporativas das instituições do país.

Espera-se encontrar uma resposta que justifique como são formados os determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras listadas no Ibovespa, bem como das empresas argentinas de capital aberto listadas no índice Merval da bolsa de valores da Argentina, Merval.

1.4 Delimitação da pesquisa

A amostra abrange as companhias brasileiras e argentinas que possuem dados disponíveis e estão listadas no índice Ibovespa e no índice Merval, respectivamente. Serão efetuados os recortes necessários para atender às normas da pesquisa, a fim de se alcançar o número total de companhias. Serão analisados os determinantes da estrutura de capital e uma comparação dos dados das empresas brasileiras com os dados das empresas argentinas, de forma a entender as diferenças e as semelhanças nas estruturas de capital das companhias dos respectivos países.

O recorte temporal que compreende os anos de 2017 a 2024 abrangem um período bastante desafiador para a economia mundial, diante de episódios como a crise da Covid-19x.

1.5 Estrutura do trabalho

Este trabalho está estruturado em 6 tópicos de acordo com seu desenvolvimento. A introdução descreve os objetivos da pesquisa; o referencial teórico apresenta as principais teorias de embasamento e os autores que fundamentaram o desenvolvimento da dissertação; a trajetória metodológica descreve a construção dos resultados esperados e encontrados; os testes empíricos, que foram realizados para atingir o objetivo proposto; a apresentação dos resultados encontrados, a conclusão e as referências.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Contexto econômico: Brasil e Argentina

A economia do Brasil, segundo dados do Ministério da Fazenda (MF, 2024) vem sendo apontada com um crescimento positivo, com o desemprego caindo e o comércio exterior em expansão, fatores que geram confiança na economia brasileira. Em que pese a taxa básica de juros Selic que se mantém em elevação, os esforços do BACEN (2024) e da área econômica do Governo Federal cuja meta é zerar o déficit fiscal, depois de um período de turbulência entre os três Poderes da República brasileira.

Com a mudança do governo central em 2023, voltou-se a ter uma relativa cordialidade entres os poderes da República, aumentando a confiança internacional e fortalecendo a economia do País, além da aprovação da reforma tributária pelo Congresso Nacional, que promete simplificar a tributação, que gera segurança jurídica as companhias levando assim ao fortalecimento da economia brasileira.

Sobre o endividamento das companhias brasileiras, Nappi et al. (2022) afirmam que a grande oferta de recursos dos bancos públicos, com destaque para o BNDES com longos prazos para pagamentos aumentou muito o endividamento das grandes empresas brasileiras, fazendo com que a estrutura de capital das empresas seja composta com mais dívida do que capital próprio.

Para Burkowski et al. (2019), as empresas que trabalham com grandes estoques para suprirem suas necessidades operacionais têm nestes o grande responsável pelo seu endividamento, fazendo com que o endividamento seja a forma mais usada para manter os níveis dos estoques em volumes adequados.

No contexto da economia argentina, segundo o BM (2024) esta vinha passando por uma crise profunda, com uma inflação acima de dois dígitos ao mês, o peso argentino muito desvalorizado diante do dólar americano, desemprego recorde, provocando o aumento da pobreza no país. A recessão econômica da Argentina foi muito severa, a pior dos últimos 30 anos, apresentando grandes dificuldades para o desenvolvimento do país e aumento da miséria, levando à extrema pobreza aproximadamente 9,2% da população da Argentina.

Segundo dados da UCA da pesquisa: Dr. Agustín Salvia, diretor do Observatório dos dados Social Argentina (ODSA) da Pontifica Universidade Católica Argentina, referente ao 3º trimestre de 2024, houve uma leve redução da pobreza, de 49,3% para 38,3, um declínio de 11 pontos percentuais e da extrema pobreza, de 9,2 para 8,6, diminuindo 0,6%, sinalizando assim

uma leve melhora nos dados sociais da Argentina. Entretanto, no atual Governo encabeçado pelo Presidente Javier Milei, há sinais alentadores para a situação econômica da Argentina.

Nos estudos desenvolvidos por Rodrigues Jr (2002), este afirma que nos últimos 10 anos, aí considerando como marco o ano de 2002, a Argentina foi transformada em uma espécie de laboratório para as doutrinas políticas econômicas preconizadas pelo chamado Conselho de Washington com implicações em assuntos como liberalização, integração internacional e cessão unilateral de aspectos essenciais da autonomia da política econômica daquele País. Como exemplo, no campo monetário cambial houve uma regressão entre 1991 e 2001 ao *currency board* (conselho da moeda) concebido no século XIX para as colônias africanas, asiáticas e caribenhas da Inglaterra. Nesse contexto o modelo monetário implantado pelo ministro Cavallo, no primeiro governo Menem, foi reconhecido, elogiado e apontado como modelo a ser seguido por economias emergentes como a do Brasil, México, Rússia dentre outros (Rodrigues Jr, 2002).

Ainda no contexto Argentino Silva (2009) desenvolveu uma pesquisa sobre as reformas econômicas neoliberais e a redefinição das negociações como o Fundo Monetário Internacional (FMI) no período compreendido de 1989 a 2007. A pesquisa aponta que a crise econômica influenciaram a formação de novas coalizões políticas naquele País nos anos 2000 as quais levaram a uma ruptura em relação à política econômica adotada pelos governos Menem e De la Rúa o que permitiram mudanças na estratégia do governo Kirchner nas relações com o FMI, ou seja, houve uma posição mais dura do governo argentino em rechaço às posições do Fundo. Essas questões envolvem a política vigente nos anos de 1990 onde os governos Duhalde e Kirchner tiveram como base o regime cambial competitivo, em substituição ao regime de conversibilidade e, contavam com o apoio dos grupos empresariais voltados para o mercado doméstico, favorecidos pela desvalorização da moeda, entretanto, os atores com vínculos externos foram excluídos, como os credores que detinham papéis da dívida em moratória desde 2001 bem como prestadoras de serviços públicos privatizadas na década de 1990, que recebiam apoio do FMI.

Sob os aspectos da corrupção, Oliveira (2009) faz um retrospecto sobre a constituição e corrupção na Argentina durante o governo de Fernando de la Rúa (outubro de 1999 a dezembro de 2001). Assim como no Brasil, a Argentina passou por governo militar. Após esse período ocorreu em 1983 a primeira derrota peronista nas eleições e, de 1989 a 1999 houve alternâncias de governos no que se considera a Argentina moderna e, o governo de De la Rúa enfrenta a mais grave crise política e histórica da Argentina. Seu governo foi marcado por amplos escândalos de corrupção e por problemas em relação ao Parlamento de maioria do

Partido Justicialista, contrário a Da la Rúa. Os escândalos de corrupção além de envolver diversos parlamentares (67 senadores) e, o Presidente De la Rúa foi denunciado de ter pago propina a senadores do Partido Justicialista e da UCR para aprovação da reforma trabalhista em abril de 2000, além do envolvimento de dirigentes do governo em compra de votos a favor da referida reforma. Em razão dos escândalos de corrupção, também diante da acusação de caso extraconjugal em dezembro de 2001 o Presidente Fernando de la Rúa, juntamente com o ministro de finanças Domingo Cavallo renunciaram.

No que se refere ao combate à corrupção Brasil e Argentina, em particular, promulgaram legislações específicas para responsabilizar pessoas jurídicas por atos de corrupção, fomentando a adoção de mecanismos de compliance como ferramenta de prevenção e controle segundo estudo conduzido por Zaganelli e Brito (2025). A Lei Anticorrupção brasileira (Lei nº 12.846/2013) conhecida como Lei Anticorrupção, inovou o ordenamento jurídico brasileiro ao estabelecer a responsabilidade administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos lesivos à administração pública, nacional ou estrangeira portanto, representa um avanço significativo no combate à corrupção no Brasil, ao responsabilizar objetivamente as empresas e incentivar a adoção de programas de compliance e a Lei de Responsabilidade Penal das Pessoas Jurídicas na Argentina (Lei nº 27.401/2017) representam marcos nesse processo, cada uma com suas particularidades e desafios. Diferentemente do Brasil, a Argentina adota a responsabilidade penal das pessoas jurídicas por crimes contra a administração pública e corrupção transnacional. A Lei nº 27.401, promulgada em 2017 e vigente desde março de 2018, representa um marco na luta contra a corrupção empresarial ao estabelecer um regime penal específico para pessoas jurídicas privadas, nacionais ou estrangeiras, com ou sem participação estatal (Zaganelli e Brito, 2025).

O estudo de Zaganelli e Brito (2025) analisou os mecanismos legais de responsabilização das pessoas jurídicas por atos de corrupção no Brasil e na Argentina, destacando as semelhanças e divergências entre os modelos adotados por cada país. Observou-se que ambos os países, apesar de compartilharem desafios históricos e estruturais relacionados à corrupção empresarial, adotaram abordagens distintas em suas legislações anticorrupção.

A Lei Anticorrupção brasileira (Lei nº 12.846/2013) estabeleceu a responsabilidade objetiva das empresas, priorizando sanções administrativas e civis, enquanto a Lei de Responsabilidade Penal das Pessoas Jurídicas na Argentina (Lei nº 27.401/2017) adotou a responsabilidade penal, exigindo a comprovação de dolo para a responsabilização das entidades jurídicas. Essa distinção influencia diretamente a aplicabilidade e a efetividade das normas em

cada país, sendo que o modelo brasileiro permite uma responsabilização mais célere, enquanto o argentino impõe maior rigor na comprovação da culpa empresarial (Zaganelli e Brito, 2025).

No âmbito da liberdade econômica em países da América Latina, Arévalo e Meurer (2021) verificaram que o comportamento do indicador de liberdade econômica do ano 2000 a 2020 foi de queda no desempenho do indicador para o Brasil e Argentina, de forma mais acentuada em 2016 para Argentina e 2018 para o Brasil. No caso argentino, fatores como a alta taxa de inflação, juros e volatilidade da taxa de câmbio afetaram muito a economia, o qual pode explicar essa tendência da série. No caso brasileiro, a crise política, a retração da economia, alta inflação e aumento do déficit orçamentário, podem explicar essa questão.

Portanto, os efeitos culturais e regionais têm impactos na estrutura de capital das empresas, por meio de análises nos determinantes da estrutura de capital. Dessa forma, as variáveis internas que serão analisadas, tamanho e rentabilidades, bem como as externas, taxa de crescimento do PIB, inflação e corrupção podem evidenciar interferência nas estruturas de capital das companhias dos países objetos do estudo (Rodrigues et al., 2017).

Será efetuado um estudo comparativo entre a estrutura de capital das empresas brasileiras listadas no Ibovespa com a estrutura de capital das companhias argentinas no índice Merval. Argentina e Brasil são as duas maiores economias da América do Sul, com relações comerciais relevantes para os dois países, além de apresentarem desenvolvimentos distintos. A economia do Brasil, segundo BACEN (2024) vive uma estabilidade nos últimos 20 anos, com poucas oscilações, índice de inflação moderado e pouca intervenção política para contê-la. Por outro lado, a Argentina tem convivido com altos índices inflacionários e recessão econômica. Conforme o relatório do BM (2024) as economias do Brasil e Argentina vivem momentos distintos, porém, mesmo com realidades diferentes ambas são relevantes para a economia do continente sul-americano, pois têm uma relação comercial pujante, em que a Argentina figura entre os principais parceiros comerciais do Brasil, além de ambos os países fazerem parte do Mercosul.

2.2 Estrutura de capital

2.2.1 Teoria Tradicional ou Convencional

Sobre as teorias de estrutura de capital, Brealey e Myers (1992) argumentam que, sob o ponto de vista da corrente tradicional, há a possibilidade de os investidores desvalorizarem o risco financeiro por um nível de capital alheio moderado. Nesse caso, ainda segundo Brealey e

Myers (1992, p. 411) “os investidores das empresas moderadamente endividadas poderão aceitar uma taxa de rentabilidade mais baixa do que aquela que realmente deveriam.” Entretanto, ao se tornarem excessivamente endividadas estarão sujeitas a um maior risco financeiro do que os credores, passando a exigir uma rentabilidade superior proporcional ao aumento do risco financeiro, em virtude do aumento excessivo do capital de terceiros.

Na corrente tradicional, a estrutura de capital influencia o valor da empresa. Com esse pensamento, até um determinado nível de endividamento, o custo do capital de terceiros se mantém estável, entretanto, devido ao aumento do risco de falência, eleva-se a partir desse nível. Considerando que o custo do capital de terceiros é inferior ao custo do capital próprio, a empresa deveria optar pelo financiamento por meio do capital de terceiros até o ponto em que o seu custo total de capital obtivesse um grau mínimo, o que alcançaria a estrutura ótima de capital e, conseqüentemente, a maximização do valor da empresa (Brito et al., 2007).

Sob o ponto de vista de Semedo (2015), o custo do capital alheio se manterá constante até um nível, contudo, ao se tornar excessivo, os credores perceberão um maior risco financeiro e exigirão uma rentabilidade proporcional ao aumento do risco, igualmente maior.

Ainda para Semedo (2015, p.5), no que se refere ao custo do capital alheio e o custo do capital próprio, “a conduta destes dois *players* fará com que o Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC) apresente um comportamento decrescente até atingir o ponto mínimo, correspondente ao nível de capital alheio ótimo, e crescente a partir desse ponto”. Ou seja, quando o CMPC alcança o ponto mínimo geram-se economias pelo maior uso do capital alheio em detrimento do aumento do custo do capital próprio, havendo, portanto, uma exata compensação. A partir desse ponto, ocorre o aumento do custo do capital próprio e alheio, resultando no aumento do CMPC.

Portanto, conclui Semedo (2015) que o valor da empresa, em níveis moderados de endividamento, aumenta com a sua utilização, bem como que a maximização do valor da empresa ocorre no ponto ótimo, a partir do qual o aumento do nível de utilização do capital alheio influencia o valor da empresa de forma negativa.

Dessa forma, considera-se que a estrutura de capital ótima é aquela na qual o valor da empresa é maximizado no ponto em que o custo de capital é minimizado, conforme ilustrado na figura 1.

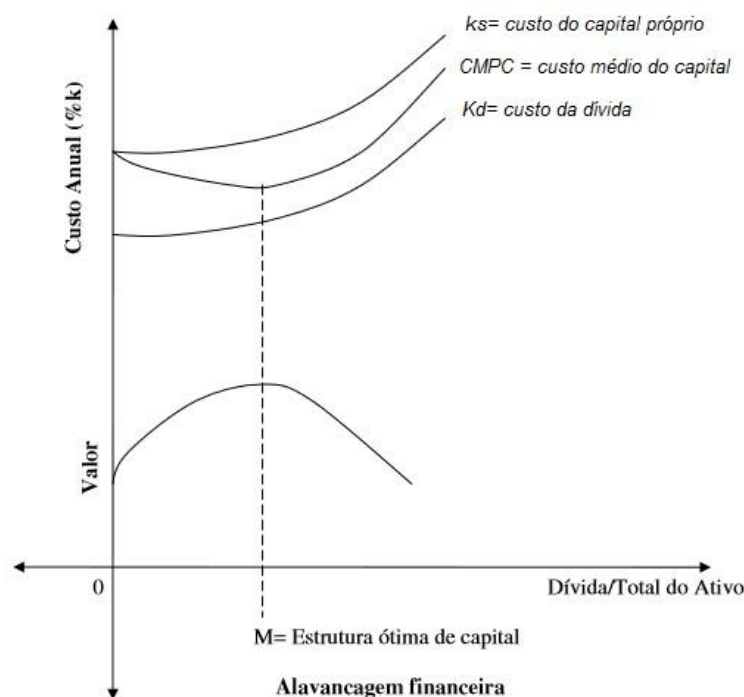
Como se pode observar na Figura 1, a linha do CMPC, a princípio, diminui porque o custo da dívida após os impostos corporativos é mais barato que o do capital aportado pelos acionistas, assim, inicialmente o custo total do capital diminui (Ross; Westerfield; Jaffe, 2015). Na parte inferior da Figura 1, fica evidenciado, à medida em que o CMPC diminui, o valor da

empresa é maximizado, entretanto, em algum ponto, devido ao aumento da exposição ao risco, o custo da dívida começa a subir. Desse ponto em diante, os credores e investidores passam a exigir um prêmio pelo risco em razão dos custos dos problemas financeiros aos quais se expõe a companhia (Ross et al., 2015).

Nesse contexto, o equilíbrio da estrutura de capital se torna decisivo para o nível de endividamento da empresa.

Figura 1

Estrutura ótima de capital



Fonte: Google imagens (2024).

Contrariando a teoria tradicionalista, os estudos referentes à estrutura de capital tiveram seu marco principal com os trabalhos de Modigliani e Miller, mais conhecidos na literatura por MM, os quais, no artigo “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*”, publicado em 1958, tratam da teoria da irrelevância da estrutura de capital. Foi a partir desse estudo que gerou uma intensa discussão no contexto da teoria de finanças acerca da estrutura de capital das empresas, a qual perdura até os dias atuais.

Modigliani e Miller (1958) argumentam que uma empresa não tem a capacidade de alterar o valor de seus títulos, alterando as proporções da estrutura de capital, em outras

palavras, o valor da empresa será sempre o mesmo, qualquer que seja a sua estrutura de capital (Ross et al., 2015).

Sabe-se que a estrutura de capital é um tema amplamente pesquisado e que ainda não há um consenso sobre a existência de uma estrutura ótima de capital, conforme já citado anteriormente.

A teoria de MM se utiliza de dois pressupostos, um de que não há imposto sobre a renda de pessoa física ou jurídica e outro que incorpora o imposto de renda de pessoa jurídica, conforme as proposições que norteiam a teoria da irrelevância da estrutura de capital e sua fundamentação, conforme descrito a seguir:

- 1) Não há impostos de pessoas físicas nem de pessoa jurídica.
- 2) O risco do negócio pode ser medido pelo EBIT e as empresas com o mesmo grau de risco do negócio são conhecidas por estarem em uma *classe de risco homogênea*.
- 3) Todos os investidores, atuais e potenciais têm estimativas idênticas do EBIT futuro de cada empresa; isto é, os investidores têm *expectativas homogêneas* sobre os lucros futuros esperados da empresa e o risco desses lucros.
- 4) As ações e os títulos de dívida são negociados em *mercados de capitais perfeitos*. Esse pressuposto implica, entre outras coisas, (a) que não há custos de corretagem e (b) que os investidores (tanto individuais como institucionais) podem tomar empréstimos à mesma taxa que as empresas.
- 5) A dívida das empresas e dos indivíduos é sem risco, de forma que a taxa de juros sobre toda a dívida é a taxa livre de risco. Além disso, essa situação se mantém independentemente do quanto da dívida uma empresa (ou indivíduo) usa.
- 6) Todos os fluxos de caixa são perpetuidades, isto é, todas as empresas esperam crescimento nulo, por isso têm um EBIT “supostamente constante” e todos os títulos de dívidas são perpetuidades. “Supostamente constante” significa que a melhor suposição é de que o EBIT será constante, mas após o fato, o nível realizado pode ser diferente do nível realizado. Brigham; Gapenski; Ehrhardt, (2001, p.603).

O ponto de vista da análise da alavancagem, sob o pressuposto de que não há impostos sobre a renda de pessoa física ou jurídica, levou MM a duas proposições:

Proposição I – valor de mercado de qualquer empresa estabelecido pela capitalização de seus lucros operacionais líquidos esperados (EBIT) a uma taxa constante (K_{su}) que se baseia na classe de risco da empresa (Brigham et al., 2001, p.603).

Proposição II – o custo do capital próprio para uma empresa alavancada, K_{sl} , é igual a (1) custo do capital próprio para uma empresa não alavancada na mesma classe de risco,

K_{su} , mais (2) um prêmio pelo risco cujo tamanho depende da diferença entre os custos de dívida e capital próprio de uma empresa não alavancada e do montante de dívida usado (Brigham et al., 2001, p. 604).

Ainda sobre os trabalhos de MM, Brigham et al. (2001) afirmam que, juntas, as duas proposições de MM implicam que o valor da empresa não será aumentado com a inclusão de mais dívida na estrutura de capital, haja vista haverá uma exata compensação da dívida mais barata com o aumento do risco, e, portanto, no custo do capital próprio. Dessa forma, o argumento de MM é de que em um mundo isento de impostos, tanto o valor de uma empresa como seu CMPC não seriam afetados por sua estrutura de capital.

O trabalho original de MM, publicado em 1958 tem a premissa da ausência de impostos. Porém, Brigham et al. (2001) descrevem que em 1963 MM publicaram um segundo artigo incorporando o imposto de renda de pessoa jurídica, concluindo que a alavancagem aumentaria o valor da empresa, considerando que os juros são despesas dedutíveis para fins fiscais, fazendo com que uma porção maior do lucro operacional de uma empresa alavancada flua para os investidores, cujas proposições são:

Proposição I – o valor de uma empresa alavancada é igual ao valor de uma empresa não alavancada, na mesma classe de risco do negócio, V_u , mais o ganho da alavancagem. O ganho da alavancagem é o valor da economia fiscal, encontrado como o produto da alíquota do imposto de renda (T) vezes o montante da dívida que a empresa usa (Brigham et al., 2001, p.606).

Proposição II – o custo do capital próprio para uma empresa alavancada é igual ao (1) custo do capital próprio para uma empresa não alavancada na mesma classe de risco, mais (2) um prêmio pelo risco cujo tamanho depende da diferença entre os custos de capital próprio e da dívida de uma empresa não alavancada, o montante de alavancagem financeira usado e a alíquota do imposto de renda da pessoa jurídica (Brigham et al., 2001, p. 606).

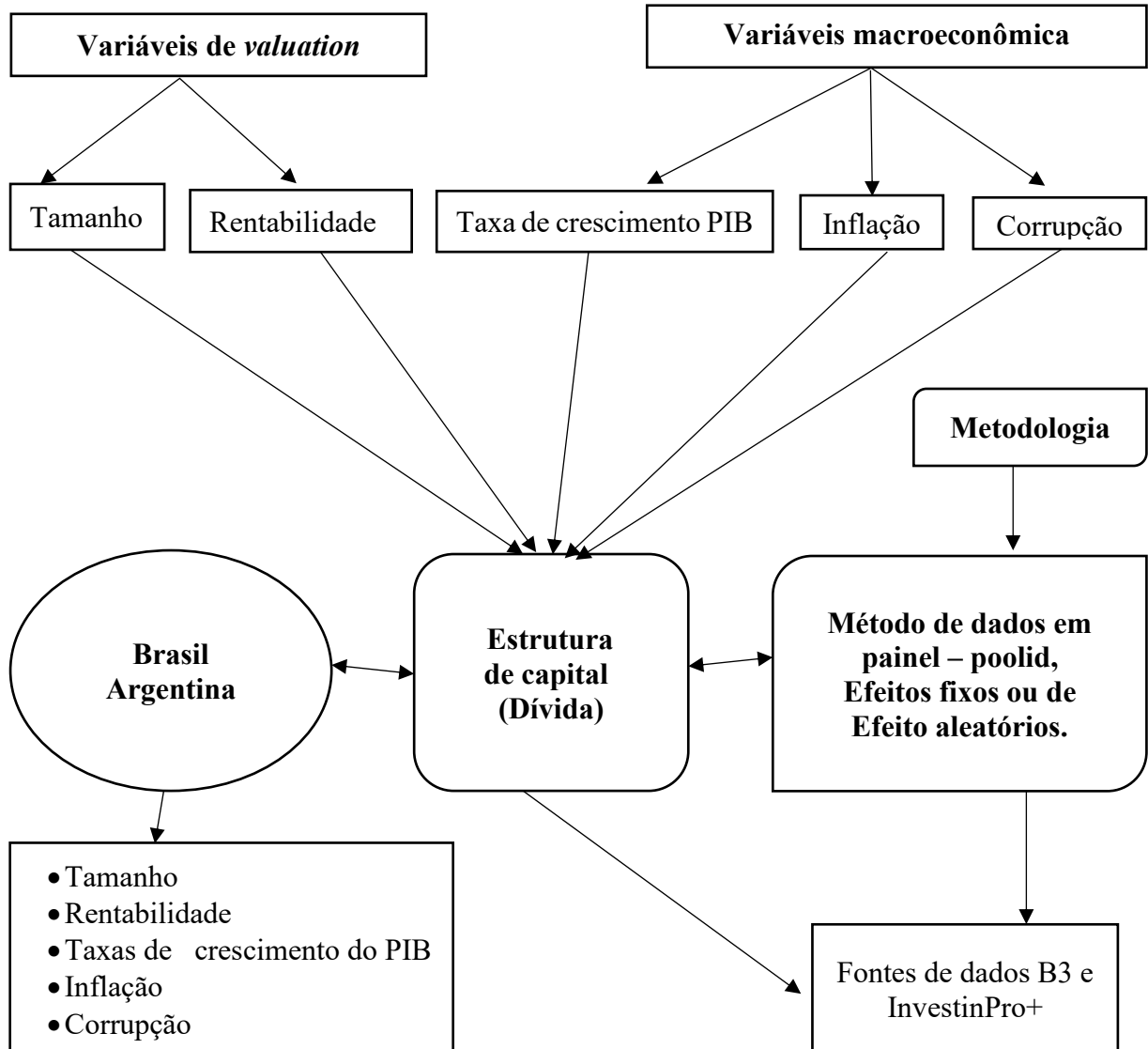
Portanto, sobre o efeito dos impostos, Brigham et al. (2001, p. 606) são enfáticos ao mencionarem que a “Proposição II combinada com o fato de que os impostos reduzem o custo efetivo de dívida é o que produz o resultado da Proposição I, especificamente, que o valor da empresa aumenta conforme sua alavancagem aumenta.”

Para fins de atender os objetivos desta pesquisa, serão testadas se as variáveis evidenciadas na figura 2 interferem ou não na estrutura de capital. As variáveis compõem dois grupos: as de *valuations* (tamanho e rentabilidade), que são internas e endógenas e as macroeconômicas (taxa do crescimento do PIB, inflação e corrupção), correspondentes as

variáveis externas ou exógenas. Como mostradas na figura 2, em formato de um diagrama da ilustração das composições de cada variáveis independentes internas e externas.

Figura 2

Variáveis a serem analisadas



Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

O diagrama da figura 2 demonstra a relação das variáveis com a estrutura de capital das companhias. As macroeconômicas se movimentam sem vínculo com as atividades das empresas, pois são formadas pelos elementos da economia, PIB, inflação e corrupção, entretanto, quando se movimentam podem afetar indiretamente a estrutura de capital das entidades empresariais (BACEN, 2023).

Segundo Damodaran (2018), as variáveis de *valuation* representam a valorização da empresa, tais como tamanho e rentabilidades. Essas variáveis dizem respeito ao valor da

empresa. A rentabilidade que gera riqueza para os acionistas. O objetivo de manter o capital é gerar bons resultados e proporcionar novos investimentos.

O tamanho do patrimônio significa quanto o ativo da empresa é formado pelos recursos próprios, facilitando assim a sua operacionalidade e favorecendo os ganhos das transações comerciais devido à rotatividade do capital circulante e ao baixo investimento em capitais fixos.

Para Albuquerque et al. (2016), empresas com o capital se endividam menos por uma maior disponibilidade de capital de giro, a fim de atender suas necessidades operacionais, não sendo necessário recorrer a aporte de capital de terceiros para financiarem suas atividades, gerando maior confiabilidade no mercado devido ao baixo risco de falência.

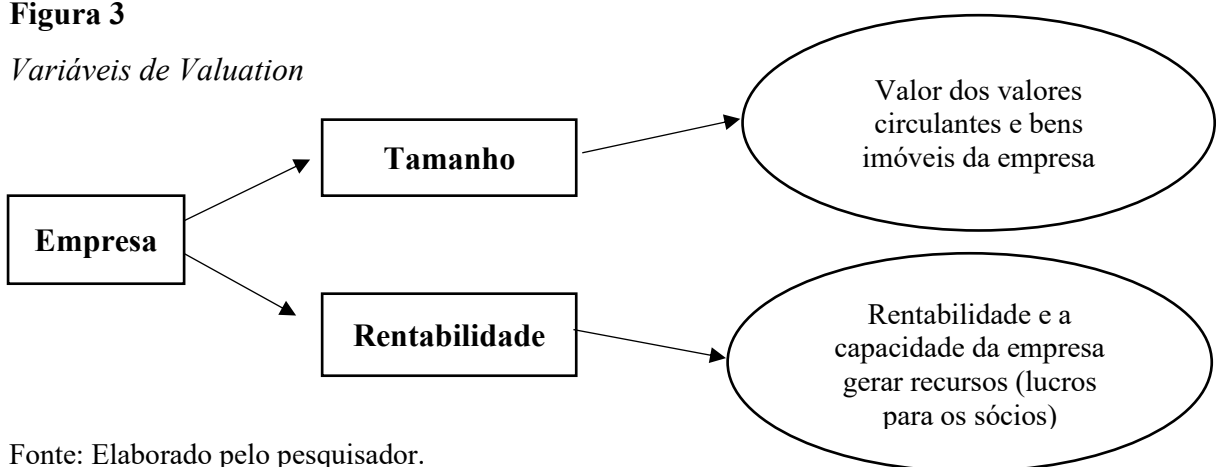
A rentabilidade de uma empresa é que a faz existir e permanecer no mercado por tempo indeterminado. Quanto maior a rentabilidade de uma empresa, mais valorizada ela é, e atrai mais investidores em busca por melhores ganhos com menores riscos para seu investimento, impulsionando assim seu capital investido. Segundo Damodaran (2018), quando uma empresa tem um retorno estável sobre o capital próprio seu crescimento nos lucros é esperado.

As empresas com melhores retornos esperados certamente atraem mais atenção dos investidores que aplicam seus recursos em busca de retornos sobre seu capital. Economias estáveis são mais confiáveis para um desempenho com possibilidade de melhores retornos e menores riscos.

As variáveis de *valuation* representam o porte e o destaque no sistema em que está inserida a empresa, sejam elas comerciais, industriais ou de serviços. Essas variáveis são as que demonstram a valorização de uma empresa, conforme se verifica na figura 3:

Figura 3

Variáveis de Valuation



Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

As variáveis de *valuation* mostram a capacidade de gerar dividendo aos seus acionistas, com sustentação firme no mercado, gerando riqueza e contribuindo com o sistema econômico do país.

As variáveis independentes são fatores que ocorrem no sistema econômico do país e que geram interferência dentro das organizações, com impactos significativos nas atividades empresariais, tanto positivos como negativos, podendo gerar tanto lucratividade quanto perdas para as empresas daqueles sistemas econômicos em que estão inseridas.

De acordo com o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), quando o Produto Interno Bruto (PIB) do país cresce, a economia tende a melhorar, aumentando as ofertas de crédito para as empresas, com prazos maiores e taxas de juros menores, estimulando assim os empresários a financiarem seus novos projetos, podendo ser uma fábrica nova ou a implementação de uma nova linha de produção dentro das fábricas já existentes. Já quando o PIB de um país cai, o sistema econômico entra em recessão, encarecendo assim os financiamentos devido à escassez de recursos no mercado e aos juros altos com prazos custos (IBGE, 2024).

Inflação é a desvalorização do dinheiro, diminuindo o poder de compra dos consumidores, reduzindo o consumo, desencadeando recessão econômica e desemprego e, conseqüentemente, aumentando a pobreza no país devido à escassez de recursos necessários para a população se manter (BACEM, 2024).

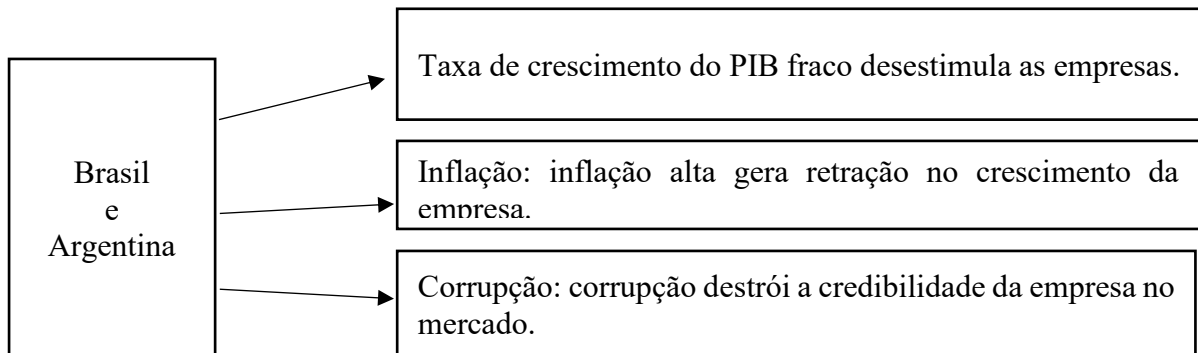
A necessidade de capital de giro da empresa tem a ver com o ramo de atividades e a forma com a qual ela exerce suas operações, de forma que o capital de giro suporta todos os custos necessários para financiar seu círculo financeiro, sem ter de estar recorrendo a empréstimos de curto prazo ou a custos elevados, encarecendo as atividades exercidas e diminuindo a rentabilidade da empresa, prejudicando dessa forma a geração de valores para seus acionistas (Ross et al., 2015).

Trabalhar com financiamento de capital de terceiros envolve custos de financiamento que encarecem as operações da empresa, com maior agravante em período de recessão econômica, envolvendo escassez de recursos, inflação elevada, taxas de juros muito altas, reduzindo assim a rentabilidade da empresa. Contudo, há teorias que defendem que o custo da dívida é compensado com o benefício fiscal, que desconta os juros pagos nos lucros tributáveis. Porém, é necessário levar em conta o alto custo de falência para uma empresa com dívidas elevadas, principalmente em períodos de recessão econômica e inflação. Segundo Ross et al. (2015), as taxas de juros da dívida da empresa são normalmente maiores que as taxas de rentabilidade auferidas das operações da empresa.

A figura 4 ilustra o que essas variáveis macroeconômicas significam na prática, ou seja, que quaisquer movimentações nas variáveis macroeconômicas interferem nos resultados da empresa.

Figura 4

Variáveis macroeconômicas



Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

De acordo com o IBGE (2024), a taxa de crescimento do PIB do Brasil em 2024 foi de 3,1%, com uma taxa de inflação acumulada de 4,83% no mesmo ano. Segundo o site www.gov.br, a corrupção no Brasil em 2024 chegou a 61 pontos, com base nas denúncias configuradas como tal, em uma escala de 0 (zero) até 100 (cem) pontos. Ressalta-se que os órgãos internacionais de combate à corrupção consideram que o Brasil teve uma década perdida em relação a esse tema, com um pequeno sinal de recuperação em 2024.

Segundo o relatório do BM (2024), a economia da Argentina continua em crise econômica e política, aprofundando-se ainda mais com a aproximação da eleição presidencial. A economia da Argentina está tão enfraquecida que o aumento da pobreza do país chegou a 40% da população argentina.

Diante do contexto econômico dos dois países, as análises das estruturas das companhias brasileiras e as argentinas na tomada de decisões de investimento considerando os custos de financiamentos, a combinação de endividamento com o capital próprio, observando os seguintes aspectos, qual terá mais importância para rentabilidade das companhias. A teoria de finanças ao fazer o investimento com a finalidade de distribuição de resultados, decidindo o quanto empregar em dívidas ou em capital próprio, seja alocado por novos acionistas ou gerado internamente, formando um pilar para as finanças Ross, et al (2015).

Considerando os benefícios dos custos de financiamento é natural terem surgido teóricos preocupados em encontrar níveis de endividamento que, combinados com capital próprio, atenuassem os custos de financiamentos da empresa, gerando robusteza do seu valor. Porém, todo financiamento de capital tem seus custos e quando o financiamento é feito com capital de terceiros, surge o custo de falência, que nem sempre é baixo (Ritta et al., 2019).

As variáveis que formam a estrutura de capital das empresas, internas e externas, movimentam o capital da empresa. As endógenas de *valuation* são tamanhos, tangibilidade e rentabilidades, as quais constituem o valor da empresa. As exógenas são a taxa de crescimento do PIB do país, inflação e corrupção, sendo variáveis macroeconômicas geradas por suas movimentações, com interferência nas atividades e rentabilidades das empresas.

Estudos pioneiros, tais como Modigliani e Miller (1958, 1959 e 1962) são percussores das premissas de que havia ausência dos custos de falência para todas as empresas alavancadas por esse risco, ausência de tributação dos rendimentos do pessoal da administração, além da estagnação do fluxo de caixa. Provoca-se assim a abstração de assimetria de informações sobre custos de agência para a estrutura do capital, de modo que a forma de financiamento da empresa não teria nenhuma relevância. Havendo deduções dos juros pagos pela empresa, aumenta-se seu valor no mercado, dando a entender que o endividamento provocaria o crescimento da empresa devido aos benefícios fiscais auferidos provenientes do endividamento.

Anos mais tarde, o próprio Miller (1977) observou que os tributos pessoais afetariam o valor da empresa devido à diminuição dos benefícios fiscais que a dívida potencializava. Se pagasse impostos sobre os ganhos, as taxas de juros exigidas pelos credores seriam maiores, de forma que o custo do endividamento se tornaria inviável para a empresa.

De acordo com a teoria *trade-off* de Myers (1984) e a teoria *pecking Order* de Myers e Majluf (1984), a estrutura de capital é escolhida se alinhada às necessidades de liquidez das empresas para financiarem suas atividades, o que não é uma formação obrigatória à todas as empresas.

Não é diferente com o custo de falência, que não era considerado para os financiamentos. É preciso observar que em momentos de estresse financeiro, as empresas alavancadas perdem valor, enquanto empresas não alavancadas mantêm seu valor de mercado. Em momentos de estresse financeiro, as empresas alavancadas geram muitos conflitos entre os acionistas e seus financiadores. Os credores preferem a falência para repartirem as garantias que têm em seu favor ao verem seus fluxos de caixa serem divididos com advogados, tribunais, terceiros etc., já os acionistas preferem a reestruturação da empresa, visando a possíveis resultados futuros.

Já existem muitos trabalhos metodológicos sobre o tema da estrutura de capital, observados quais demonstram não haver uma estrutura de capital ótima, uma vez que tudo depende da atividade que a empresa desenvolve. Diante de tantas discussões, a ideia de uma única estrutura de capital para as empresas deixou de ser defendida.

Para Nappi et al. (2022), a grande oferta de recursos dos bancos públicos em destaque para o BNDES, com longos prazos para pagamentos aumentou muito o endividamento, fazendo com que a estrutura de capital das empresas seja composta com mais dívida do que com capital próprio.

Para Burkowski et al. (2019), as empresas que trabalham com grandes estoques para suprirem suas necessidades operacionais têm nestes o grande responsável pelos seus endividamentos, fazendo com que seja a forma mais usada para manter os níveis dos estoques em volumes adequados. Além disso, com a aproximação da data de consumo é prática comum que as empresas reforcem seus estoques, contraindo assim dívidas. Dessa forma, a estrutura de capital tem endividamento elevado.

Para Rodrigues et al. (2017), os efeitos culturais e regionais têm impacto na estrutura de capital das empresas para a formação da estrutura, se com capital próprio ou de terceiros, conforme suas atividades. Devido a efeitos culturais e regionais, pode haver empresários que não formam as estruturas de suas empresas com capital de terceiros.

O volume de fluxo de caixa influencia o endividamento das empresas. Ritta et al. (2019) explicam que quanto maior for o fluxo de caixa mais as empresas se endividam, o que, de certa forma, evidencia o surgimento de conflitos de interesses por parte dos administradores que usam os benefícios da dívida para aumentarem seus rendimentos pessoais.

Segundo Ferreira et al. (2023), a estrutura de capital das empresas é afetada pelo emocional das pessoas que as administram, justificando assim o impacto estrutural negativo das empresas em momento de eventuais crises.

Do ponto de vista de Amorim et al. (2021), o planejamento é fundamental para se ter uma estrutura de capital sustentável num mercado tão competitivo como o atual, devido à necessidade de fluxo de caixa com um volume de liquidez que atenda às necessidades para honrar os compromissos assumidos pela empresa.

As empresas brasileiras que têm ativos em commodities e passivos em dólar americano têm dificuldades de manter uma estrutura de capital estável devido à flutuação cambial. Por não terem nada que determine uma taxa oficial para ajuste das oscilações cambiais fica ocioso este aspecto, tendo de usar a taxas brasileiras da oscilação do dólar, contrariando assim o princípio de fidedignidade da contabilidade (Ross et al., 2018).

Como exemplo, Soveral et al. (2023) cita que a estrutura de capital da indústria de joias no Brasil é complexa devido aos custos de maquinários para se iniciar uma indústria no ramo, dando espaço para a terceirização da produção para empresas já detentoras desses maquinários, barateando assim o custo de produção por meio de planejamentos de custos de produção.

Os relatórios corporativos de responsabilidade social mostraram que o risco de contaminação em determinada situação força as empresas a tomarem decisões que prejudicaram seu desempenho financeiro e econômico. Além disso, Boubakri et al. (2016) acrescentam que houve o agravamento do risco gerencial, uma vez que as empresas multinacionais exigem mais habilidades específicas e experiências dos executivos.

Dessa forma, os gerentes de empresas internacionais precisam alocar maiores volumes de recursos para atenderem às necessidades de aporte de capital circulante. Nesse contexto, estudos como Ross et al. (2015) mostram que há maior preocupação das organizações internacionais em compreenderem que essas instituições precisam de grandes aportes de capitais de giro.

Com a crise pandêmica da covid-19, que parou a economia no mundo inteiro, a responsabilidade social foi mais exigida das companhias, a fim de protegerem seus colaboradores. Nesse contexto, foi demonstrado que cada vez mais os investidores preferem empresas que possuam práticas de responsabilidade social, devido à necessidade de preservação do meio ambiente com práticas sustentáveis, a fim de evitar a exaustão dos recursos naturais e o aquecimento global, além de preservar os mananciais de água doce para o abastecimento das necessidades humanas.

A evolução da literatura sobre finanças corporativas revela uma maior gestão financeira de longo prazo (Ross et al., 2015). Portanto, a gestão financeira de curto prazo também tem sua relevância para as empresas, além de consumir boa parte dos esforços dos gestores financeiros. Ainda que essa temática tenha sido pouco explorada em pesquisas empíricas.

Ainda, segundo Ross et al. (2015), o controle das exigências de curto prazo representa um dos principais objetivos das finanças empresariais, por isso, as empresas se preocupam em assegurar a capacidade de cumprirem suas necessidades diárias. Porém, com o crescimento e a globalização dos mercados desenvolvidos, aumentaram as exigências e abrangências para que as empresas centrassem o foco de sua administração na gestão de aplicações e fontes de recursos de liquidez corrente para empresas quem honrem seus compromissos diários.

Brandão et al. (2017) e Centenário e Laimer (2017) salientam fortes evidências da sustentação da competitividade com a performance financeira e socioambiental, destacando a

avaliação dos indicadores de performance, tais como retornos sobre o ativo, eficiência, crescimento e rentabilidade.

A literatura apresenta muitos trabalhos que tratam especificamente da estrutura de capital ideal para uma empresa. Queiroz (2022) afirma que o tamanho da empresa tem correlação com o endividamento, motivado por linhas de crédito de longo prazo com taxas de juros baixas. Já Marongio et al. (2022) ressaltam que a estrutura de capital aberto é uma escolha individual conforme as necessidades de recursos.

As teorias sobre estrutura de capital das empresas geram grandes discussões no mundo dos negócios. Por exemplo, as teorias de finanças de Modigliani e Miller surgiu em 1958 como um dos trabalhos pioneiros sobre a estrutura de capital, enfatizando que não existe uma estrutura de capital ótima para as empresas. Ribeiro e Souza (2022) pontuam que a qualidade da governança pode não ser um fator relevante nas decisões sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras. Justifica-se assim que a escolha pelo financiamento da estrutura de capital não tenha um fator específico, mas se baseia sempre nas necessidades operacionais da própria empresa.

Para Chiachio e Martinez (2018), a necessidade de capital de giro é atribuída ao fator estrutura de capital, com a possibilidade de se usar o capital intangível como garantia para baratear os custos de financiamentos, sendo que as empresas com grande capital intangível são mais propensas a se auto endividarem. É aceito que empresas com maior volume de ativos intangíveis possam usá-los como garantia, reduzindo assim os custos de financiamentos, contudo se endividam mais devido aos ativos tangíveis serem mais facilmente avaliados pelo mercado e possam ser mais usados como troca nas relações de negócios, gerando assim uma relação positiva entre o volume de ativos tangíveis detidos pela empresa e seu nível de endividamento.

De acordo com Damodaran (2018) são atribuídos ao fator outros benefícios fiscais que não são os gerados para diminuir os custos do endividamento, tais como: deduções fiscais adicionais (como prejuízos fiscais e depreciação), em se tratando de tributação para diminuir o lucro tributável; diminuir a busca das empresas por endividamento, inclusive reduzindo o lucro tributável auferido pela empresa; oferecer crédito subsidiado pelo governo brasileiro a alguns setores da economia por meio de linhas de financiamento, como o Fundo de Financiamento para Aquisição de Máquinas e Equipamentos (FINAME), o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDIC), bem como pelo BNDES, podendo ter redução dos custos da estrutura de capital das empresas.

Como esses modelos de financiamento são corrigidos pela taxa Selic, em um cenário no qual ela esteja alta, esses financiamentos podem se tornar mais caros que os financiamentos convencionais contratados com taxas de juros fixas para empresas de capital aberto, listadas nas bolsas (B3) dos setores da indústria e agroindústria.

O Banco Central do Brasil tem por finalidades fins a política monetária e o câmbio, com efeitos sobre os preços e desagregados no Brasil. Mantém vigilância sobre os acontecimentos de liquidez monetária e da produção de produto do país para não haver descontrole na economia. Cuida para não colocar muita moeda circulando na economia e para que não haja escassez de produto, que possa desencadear inflação no país e promove o controle do câmbio, a fim de manter o poder de compra da moeda nacional (BACEN, 2024).

A estrutura do capital pode influenciar positivamente no financiamento dos projetos quando a empresa se financia com próprio capital. É visível que as empresas grandes têm mais facilidade para contratar financiamento devido às linhas de crédito oferecerem financiamento de longo prazo com taxas de juros baixas, ao passo que para as Micro e Pequenas Empresas (MPEs), tais condições não existem (Gonçalves, 2014).

De acordo com Damodaran (2018), a alavancagem é muito benéfica para a empresa devido aos benefícios fiscais da dívida, mas muitas vezes os empresários não calculam o custo de falência que toda empresa alavancada tem, fazendo com que a dívida gere só benefícios, o que não procede, uma vez que só verificam o custo do capital próprio, que não gera benefício fiscal.

Estudos teóricos e empíricos tendem a mostrar que a escolha entre capital próprio e financiamento por dívida é determinada por um conjunto de fatores, os quais podem ser internos nas empresas ou do ambiente econômico e financeiro institucional na qual operam.

Sobre como se forma o endividamento das empresas de capital aberto no Brasil e na Argentina, Gujarati (2011) explica que o método pode ser definido pelas variáveis analíticas que serão empregadas para se obterem as informações do desempenho das empresas na geração de resultados para seus acionistas, bem como o ranqueamento em relação ao endividamento.

Ainda, segundo Gujarati (2011), por meio das proxies a serem construídas em busca dos resultados a serem encontrados na análise dos dados das empresas em relação as suas estruturas de capital, se formada por capital próprio ou por terceiros, bem como se contam com financiamentos subsidiados pelo governo do país, além de qual dos países fornece melhores condições para uma empresa se estabelecer e produzir com segurança econômica e jurídica para o empresário.

A princípio, entende-se que as empresas mais lucrativas evitam um alto nível de alavancagem, um fator mais evidente em ciclos da economia com alta taxa de juros. Entretanto, empresas com alto percentual de ativos imobilizados tendem a ter altos níveis de alavancagem, independentemente do contexto analisado.

Por se tratar das duas maiores economias do continente da América do Sul, torna-se interessante analisar a estrutura das empresas de capital aberto listadas nas bolsas de valores dos respectivos países, a fim de entender como são financiados o capital das empresas, se com capital próprio ou com capital de terceiros.

Nesse sentido, a literatura evidencia que as empresas que se financiam com capital próprio são mais bem avaliadas no mercado financeiro. Conforme Perobelli e Fama (2003), a estrutura de capital das empresas basicamente usa a teoria voltada a atender aos financiamentos dos projetos a serem desenvolvidos, já Myers (1984) afirma que as empresas mais lucrativas fazem menos opções por endividamento.

Ao comparar a estrutura de capital das empresas do Brasil e da Argentina, busca-se encontrar um resultado que explique as principais diferenças nas estruturas de capital de ambas, se são financiadas com capital próprio ou com capital de terceiros, bem como a escolha pelo tipo de financiamento e quais as vantagens relacionadas.

Almeida Jr. et al. (2020) explicam as diferenças entre as estruturas de capital das empresas de alguns países latino-americanos, além de quais fatores indutores justificam a heterogeneidade das estruturas de capital das empresas listadas nas bolsas de valores dos seguintes países: México, Argentina, Chile e Brasil. Para os autores, a estrutura de capital das empresas não depende do sistema econômico do país, mas sim da organização interna e qualificação dos seus administradores.

De acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), o sistema financeiro de cada país tem suas características específicas, com seus prós e contras, que os diferenciam dos demais sistemas econômicos. O objetivo da estrutura de capital da empresa evidencia que os quantitativos de patrimônio líquido e de passivo compõem o capital total da empresa (FMI, 2024).

A estrutura de capital da empresa é impactada negativamente pela inflação e corrupção, rentabilidade, taxa de crescimento do PIB e capitalização de mercado, além da forma de financiamento do capital, se com capital próprio ou de terceiros. O nível de alavancagem pode trazer vantagens para o custo do capital, mas é necessário avaliar até que ponto gera benefícios às empresas. A inflação impacta negativamente na estrutura de capital da empresa, uma vez que se suas atividades operacionais dependem da concessão de crédito, aumenta-se o risco de

inadimplência, sofrendo assim com a desvalorização do seu capital. A taxa de juros cobrada nem sempre é superior à taxa de inflação. A corrupção por si só gera um impacto negativo, pois são capitais desviados das suas finalidades, gerando prejuízos e escassez de recursos para a empresa. A baixa rentabilidade impacta negativamente na estrutura de capital da empresa devido a não gerar recursos para suprir as despesas provenientes das suas atividades e a remuneração do capital investido.

Para o BACEM (2022), o controle e a seleção do crédito são instrumentos de política monetária que podem restringir ou expandir o volume e o preço do crédito (taxa de juros), gerando impactos nas carteiras de recebíveis, podendo expandir ou reduzir vendas. No Brasil, a situação se agrava porque o governo tem buscado o controle monetário da economia com excessivo receio de crescimento da inflação, promovendo aumento da taxa Selic, para conter a inflação, encarecendo muito os custos para contratar um crédito. Essa prática adotada pelo governo tem restringido a atividade produtiva devido ao receio dos empresários de contraírem empréstimo para financiarem seus projetos de expansão.

A taxa de crescimento do PIB tem relação com a disponibilidade de crédito, pois quando o PIB está crescendo, o sistema econômico do país está indo bem, aumentando a confiança do investidor e dos fornecedores de crédito privado para que os empresários coloquem em prática seus projetos de expansão, ampliando suas linhas de produção, já que o mercado consumidor está aquecido ou até mesmo iniciando novos projetos de novas filiais.

A taxa de juros foi mantida em 13,75%, a conjuntura demanda paciência e serenidade e os próximos passos dependerão da evolução de uma série de fatores.

Os gráficos a seguir demonstram os desempenhos dos índices planejados e realizados de inflação e crescimentos do PIB do país, com as oscilações inflacionárias no Brasil nos últimos anos, bem como as projeções para os anos seguintes.

2.3 O ambiente de negócios no Brasil e na Argentina: contexto macroeconômico

De acordo com Magalhães e Miranda (2023), o comércio internacional do Brasil se sustenta nas commodities agropecuárias e minerais, formando o principal grupo de produtos exportados, importando produtos manufaturados, o que causa o baixo valor agregado ao PIB.

Conforme o relatório do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, (IPEA, 2024), os principais produtos exportados são soja, milho, carne bovina, de frango, suína, minério de ferro, petróleo cru, para vários países, tendo como os principais parceiros comerciais a China e os Estados Unidos da América, além da Argentina, na América do Sul.

De acordo com os relatórios atualizados por Springer, (2024), o Brasil tem poucos acordos comerciais, os quais foram iniciados em 1991 por meio do decreto presidencial 550, de 27 de maio de 1992, publicado no D. O. U. de 29/5/1992, criando um acordo parcial de livre comércio entre os países membros da associação latino-americana para o desenvolvimento do comércio entre os seus membros, que se iniciou com Brasil, Argentina, Paraguai e Uruguai.

Com esse começo de acordo comercial, surgiu o acordo de livre comércio entre os países da América do Sul, com 5 países membros e um associado, tornando-se o acordo comercial mais importante do Brasil. O Mercosul tem acordos comerciais com a Índia, Israel e Egito, na mesma direção de Aladi, acordo comercial que conta com 13 países do continente americano.

Segundo o site <https://www.fazcomex.com.br/2024>, o Brasil é um dos maiores exportadores de alimentos e minérios de ferro e petróleo bruto no mundo, mas tem poucos acordos comerciais que contribuam para o barateamento do custo de importação, portanto se paga taxas de importação muito altas em comparação aos demais países da América do Sul.

Como informado no relatório do fazcomex (2024) de comércio internacional tanto do Brasil como da Argentina tem um comércio relevante, sendo os principais parceiros comerciais da América do Sul. O Brasil, seus principais produtos exportados para Argentina são veículos de passageiros, veículos cargueiros, autopeças e acessórios para veículos. Argentina seus principais produtos exportados para o Brasil são as commodities agropecuárias, como carnes bovinas, derivados do leite, soja, milho e vinhos.

A Argentina tem poucos acordos comerciais, o que encarece suas importações, além de que os governos nos últimos anos têm sido fortemente protecionistas com o mercado interno dificultando o comércio internacional. De acordo com o relatório do Instituto Nacional de Estadística e Censos da Argentina (INDEC, 2025), a Argentina, embora seja um grande produtor de bens, serviços e commodities, como derivados de petróleo e agropecuária, milho, soja, e carnes, figura com poucos acordos comerciais, sendo o principal deles o Mercosul, acordo de livre comércio entre os países membros e com aberturas para os países associados. O Mercosul tem alguns acordos comerciais com outros países, como a Índia e o Egito, o que facilita as relações comerciais para seus membros.

A Argentina se apresenta como um país de comércio fechado devido ao protecionismo dos seus governantes para com atividades empresariais, priorizando o abastecimento interno. Nos últimos anos, figura um intercâmbio comercial com EUA e China, o que pode vir a representar uma maior abertura do comércio internacional do país.

De acordo com o relatório do Banco Mundial (BM, 2024), a economia da Argentina tem passado por grandes dificuldades nos últimos 10 anos, com uma inflação acima de dois dígitos,

provocando uma recessão econômica considerada a mais grave dos últimos 10 anos na economia do país, chegando a uma taxa acumulada de inflação de 94,8%, ao ano, em dezembro de 2022, 211,8% em 2023 e 117,9% em dezembro de cada ano, que desencadeou assim uma taxa de desemprego recorde e escassez de produtos de consumo básico, com agravamento da situação, no início de 2022.

Nesse contexto, o Banco Central da República da Argentina (BCRA) interveio no sistema econômico valendo da emissão de moeda para pagar as dívidas públicas no mercado. Para conter a inflação, em abril de 2023 interferiu no mercado de câmbio para conferir sustentabilidade ao sistema econômico da Argentina e estabilidade ao peso argentino, mas não surtindo muito efeito, mantendo-se uma taxa de inflação altíssima que se aproxima de 100% ao ano, aumentando a parcela da população que vive em extrema pobreza no país (BCRA, 2023)

A economia da Argentina nos últimos anos tem passado por uma inflação altíssima, provocando assim recessão economia e deteriorando o poder de compra da sociedade argentina, acelerando o aumento do desemprego e consequentemente aumentando o índice de pobreza no país. De acordo com dados de uma pesquisa realizada pela Universidade Católica da Argentina (UCA) em dezembro de 2024 o índice da população que está vivendo na pobreza já alcançou 57% (BM 2024).

Segundo Pereira e Franzoni (2020), a política econômica externa da Argentina vem enfrentando dificuldades para se consolidar há alguns anos. Em 2015, quando foi eleito Presidente da República da Argentina, Macri defendia a bandeira de fortalecimento da política externa visando ao desenvolvimento do país. Porém, com a dívida externa alta e sem crédito para honrar seus compromissos, o então Presidente partiu para uma negociação com o Fundo Monetário Internacional (FMI), obtendo o maior empréstimo da história do FMI, US\$ 50 bilhões de dólares americanos.

Com todo esse posicionamento, Macri não conseguiu alavancar o sistema econômico da Argentina. Em 2023 houve a eleição para Presidente do país, sendo eleito em outubro de 2023 um presidente de extrema direita na Argentina, Javier Milei, com o discurso de solucionar os problemas políticos e econômicos da Argentina, com tons de liberalismo. Em seu primeiro ato de governo, baixou um decreto que liberou a cotação do câmbio e a desvalorização do peso argentino. Apesar de sua primeira medida de governo exigir aprovação do Congresso, já passa a apresentar resultados, tais como a liberação do aluguel de imóveis e flutuação do câmbio. Em janeiro de 2024, obteve um superávit de US\$ 589 milhões de dólares americanos, o que não acontecia há 12 anos na economia da Argentina, segundo o FMI, no relatório World Economic Outlook, de 30 de janeiro de 2024.

Segundo Pierre Olivier-Gourinchas, economista-chefe do FMI, ao anunciar os resultados, o FMI está confiante na política fiscal do atual governo da Argentina para conter a inflação e reequilibrar as contas públicas do país, trazendo assim de volta o desenvolvimento ao qual a sociedade argentina tanto almeja.

Contudo, no dia 24 de junho de 2024, o FMI alertou para uma piora na sua previsão de crescimento para a Argentina, com um cenário mais desfavorável, estimando uma contração de 3,5% em 2024, informando sobre o risco de que a recessão se prolongasse.

Com a mudança do governo federal ocorrida em dezembro de 2023, o novo governo, com uma ideologia liberalista retirou todos os controles das relações comerciais, liberando as empresas para estabelecerem suas relações comerciais sem intervenções do governo e permitindo a flutuação do câmbio (FMI, 2024).

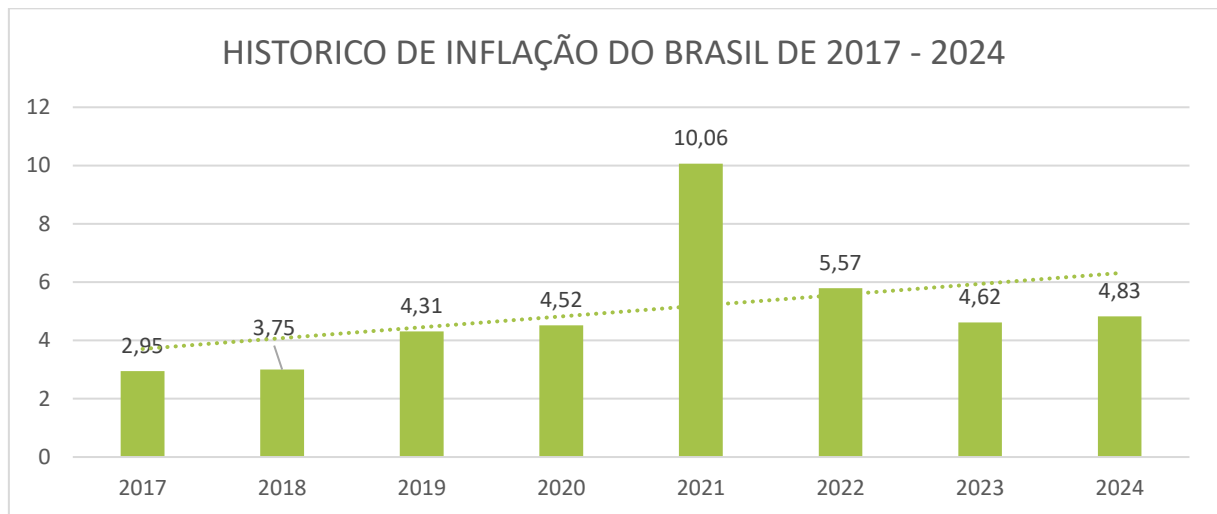
Nesse contexto, ainda há a questão macroeconômica, que intervém nas relações comerciais internacionais. Segundo o BACEM (2024), o Brasil tem uma economia estável que facilita as transações comerciais, já a Argentina vive nos últimos anos uma situação econômica delicada, tendo passado por grave crise com pico inflacionário, conforme se pode verificar mais adiante.

De acordo com dados do IBGE, (2024), o PIB do Brasil nos últimos 20 anos teve um desempenho estável, ora crescendo ora caindo. O PIB do país é um indicador do desempenho da economia e suas oscilações positivas e negativas. Nos anos de 2018 a 2022, o PIB do Brasil cresceu 27,8%, sendo considerado pelos pesquisadores do IBGE um milagre econômico. Já nos anos de 2019 e 2020, o crescimento do PIB foi zero, sendo inclusive considerada uma década perdida para o desenvolvimento do PIB do país. Para os anos de 2021 e 2022, o crescimento do PIB teve uma recuperação muito tímida. Em 2021, cresceu 5%, em 2022, 2,9%, 2023 2,9% e 2024 foi 3,5%, o que é muito baixo.

Como observado, os dados disponíveis do PIB argentino pelo Instituto Nacional de Estatística e Censos (INDEC) em relação aos últimos 20 anos indicam grandes oscilações, tanto positivas como negativas. Com destaque para as recessões de 2017 de -2,5%, 2018 - 2,6%, 2019 - 2%, 2020 -9,9%, 2021 10,3% 2022 5,2%, 2023 -1,6% e em 2024 -1,7%, levando o país a uma recessão gravíssima, na qual ainda se encontra o país atualmente (INDEC, 2024) .

A inflação no Brasil nos últimos anos esteve relativamente estável. De acordo com as informações do BACEM (2024) manteve-se com pequenas oscilações, com tendência de alta, partindo de 3,75% e alcançando até 11,30% em março de 2022, voltando a cair e fechando em 5,79% em dezembro de 2022, conforme se verifica na figura 5 a seguir.

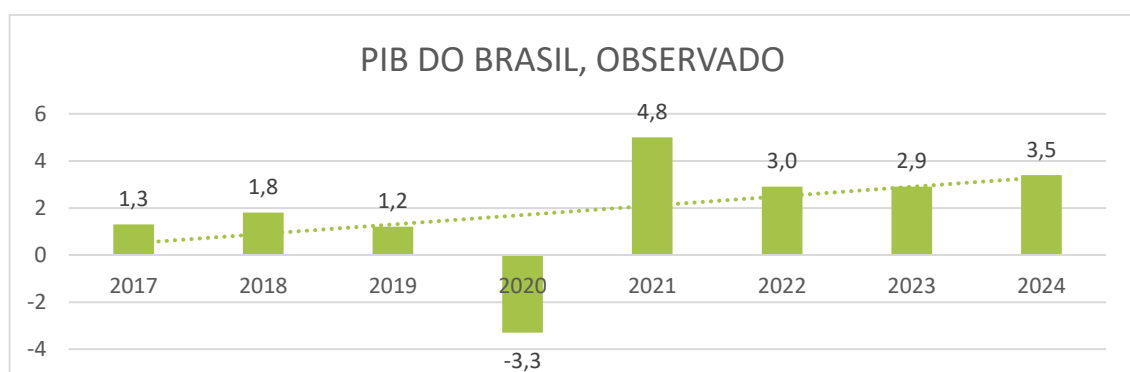
Figura 5

Inflação real do Brasil de 2018 a 2024

Fonte: Elaborado pelo pesquisador a partir de dados do Banco Central do Brasil BACEM (2022).

A taxa de juros foi mantida em 13,75% ao ano (2022), e em 2024 teve uma pequena redução, fechando o exercício de 2024 em 12,25, nesta conjuntura que demanda paciência e serenidade, sendo que os próximos passos dependerão da evolução de uma série de fatores. Como pode ser observado na figura 6 a seguir, indicando o crescimento do PIB no país nos últimos anos.

Figura 6

PIB do Brasil observado

Fonte: Elaborado pelo pesquisador a partir de dados do IBGE (2022).

Pode ser observado que o desempenho de crescimento do PIB no Brasil a partir do ano de 2017 em diante tem fortemente oscilado, sempre com desempenho fraco, ficando em 2020 3,3 pontos percentuais negativos. Em 2021, votou a crescer, mas em ritmo lento, e o aumento da inflação forçou a elevação da taxa Selic, o que encarece os custos de financiamentos para

que empresas com dificuldades financeiras honrem seus compromissos de curtos prazo, uma vez que contratar financiamentos ficou mais caro devido a taxas de juros elevadas e à escassez de recursos no mercado.

Em relação à corrupção, segundo o Banco Mundial (2022), o Brasil perdeu 5 pontos na percepção da corrupção entre os anos 2012 e 2022, caindo 25 posições, da 68ª posição para a 94ª posição, ficando abaixo da média mundial de 43 e da média regional da América do Sul e Caribe, que é de 43 pontos, além dos BRICS, 39 pontos, e ainda mais distante da média dos países do G20, 53 pontos, e da OCDE, 66 pontos. Os 38 pontos alcançados em 2022 são um resultado muito ruim para o Brasil, ficando abaixo da média de combate à corrupção de todos seus pares, tanto regionais como globais. Nos últimos quatro anos, o Brasil tem sofrido muito com o desmanche do combate à corrupção e atentados contra a democracia, o que prejudicou fortemente a imagem do Brasil frente à opinião mundial.

Na Argentina, segundo o Banco Mundial (2022), a corrupção caiu 9 posições no ranque de combate à corrupção. Entre os anos de 2018 e 2022, caiu da 85ª para a 94ª posição e perdeu dois pontos, de 40 para 38 pontos.

Esses três elementos do sistema econômico de um país que integram a estrutura da macroeconomia são variáveis que interferem diretamente na estrutura de capital das empresas. Quando a economia do país vai bem, o PIB cresce, com um índice de inflação controlado e constante vigilância da corrupção, as empresas crescem, aumentando assim a rentabilidade para seus acionistas. Porém, quando o PIB cai, a inflação se mantém em crescimento, já com a corrupção descontrolada, as empresas perdem valores devido à inflação e o PIB interfere negativamente no resultado das empresas.

O Brasil vem administrando o combate à corrupção com pouco empenho nos últimos 12 anos, perdendo posições no ranque, como mostra a posição dos países no esforço para combater a corrupção. Em 2012, o Brasil se encontrava na 94ª entre os 180 países que são ranqueados com notas de 0 a 100. Quanto menor for a corrupção do país, maior será a pontuação. Em 12 anos, o Brasil perdeu 10 posições no ranque dos índices de percepção da corrupção, caindo para a 104ª posição, como mostra a figura 7.

De acordo com o relatório da Transparência Internacional sobre o combate à corrupção (2023), nos últimos 10 anos o Brasil caiu dez posições no ranque dos países que mais combatem a corrupção. Cenário agravado pelo desrespeito aos direitos humanos, mostrando uma redução drástica na transparência, diminuindo assim consideravelmente a credibilidade do país junto aos órgãos de combate à corrupção.

Figura 7

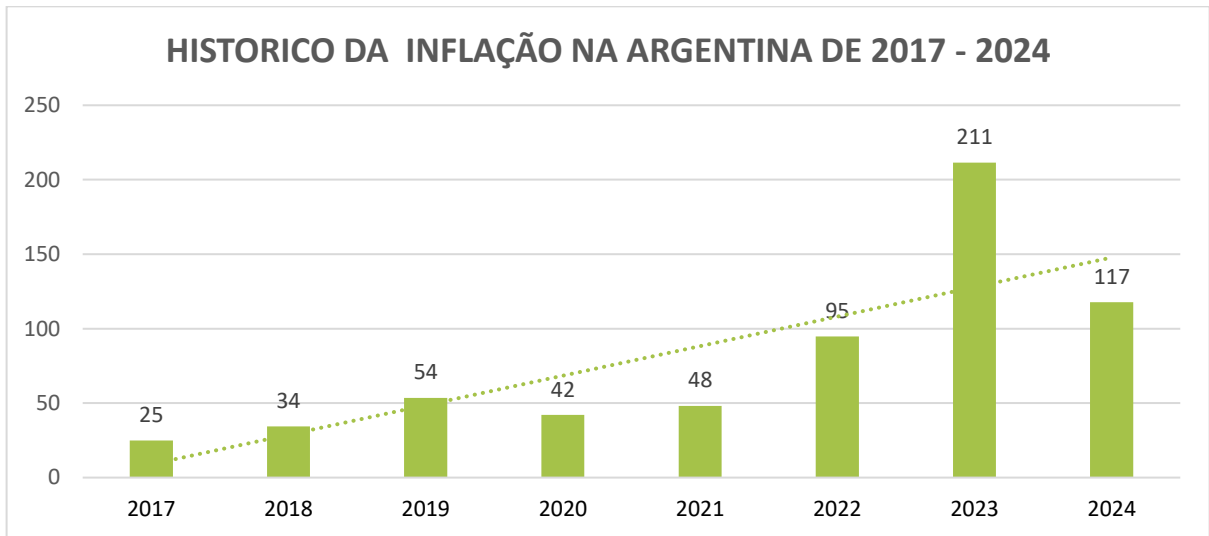
Índices de corrupção no Brasil de 2017 a 2024

Fonte: Transparência Internacional; relatório 30 de janeiro de 2024.

Quanto ao cenário da inflação na Argentina, como noticiado pelos meios de comunicação, o país tem atravessado nos últimos anos uma das maiores crises financeiras da sua história. A inflação da Argentina nos últimos 8 anos esteve sempre com taxa em elevação, registrando em 2017 24,8%, 2018 34,28%, em 2019, 53,55%, 2020, 42,02%, 2021, 48,41 e 2022, 94,80%, 2023 211,41% e 2024 117,76%. Como foi possível verificar na figura 8, e conforme os dados estatísticos, a inflação da Argentina nos últimos anos se manteve alta, com uma pequena queda em seu índice no ano de 2020, o que não significou uma redução na taxa de inflação, pois já voltou a subir em 2021, com grande elevação referente ao ano anterior, chegando a 94,80% em dezembro e continuou no ano de 2023, quando chegou a 211,76% a a, e em 2024 iniciou uma redução fechando em dezembro 117,76%. Sendo considerada a mais alta dos últimos 31 anos na história da Argentina, a ponto de levar o país a uma resseção sem precedentes, elevando a taxa de desemprego a patamares muito altos, gerando assim uma taxa de pobreza extremamente alta para toda a população do país, conforme apresentada na figura 8 com os valores arredondados.

De acordo com os dados do BM (2024), a economia da Argentina vive há alguns anos uma situação muito crítica. Com a inflação alta, levando ao país há enfrentar uma grave resseção econômica. As reservas de moeda para fazer frente ao comércio internacional são escassas, provocando o controle do governo central para dar prioridade ao abastecimento do mercado interno.

Figura 8

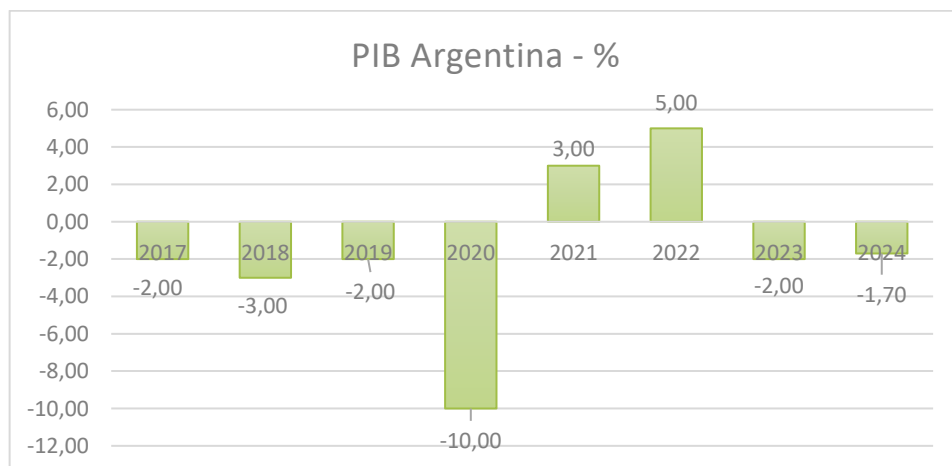
Inflação na Argentina de 2017 a 2024

Fonte: Elaborado pelo pesquisador, a partir dos dados do Banco Mundial (2024).

Com a grave crise econômica pela qual passa o país, o desemprego e a inflação só aumentam. Agravando ainda mais o cenário da crise econômica. Em dezembro de 2024 a inflação chegou a 117,00% a.a.

Com a troca do governo central da Argentina, em dezembro de 2023 o sistema econômico do país começou a se movimentar, tendo um pique de inflação de 211,00% e voltou a declínio, encerrando 2024 com uma inflação de 117,00% a a. o que pode ser devido ao novo Mandatário, o que só poder ser verificado com o passar dos anos e com pesquisa específica sobre o tema.

Figura 9

Taxa de crescimento do PIB da Argentina de 2017 – 2024

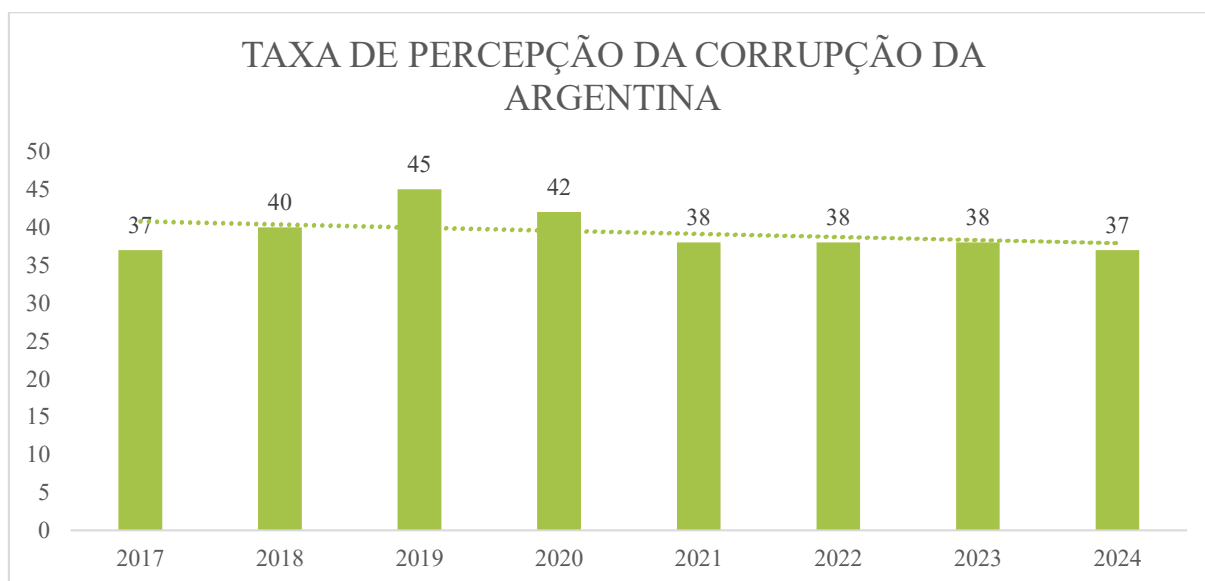
Fonte: Elaborado pelo pesquisador, a partir dos dados do Banco Mundial (2024).

Com relação ao desempenho da economia Argentina, os dados podem ser visualizados na figura 9. De acordo com o a figura 9 evidencia que o PIB da Argentina passa por um período de volatilidade, com picos tanto positivo como negativo, o que pode ser índices de dificuldades no sistema econômico e financeiro do país.

A figura 10 dá visibilidade ao ranque da corrupção conforme os dados do BM, (2024). O combate à corrupção ficou comprometido nos últimos anos por interferência política nos órgãos judiciais em relação à promoção da transparência. Segundo a Transparência Internacional (2024), no período de 2015 a 2019, o governo da Argentina não fez esforço para alcançar transparência das contas públicas do país, caindo da 79ª posição no ranque de índices de percepção da corrupção internacional para a 94ª, conforme a figura 10 seguir

Figura 10

Índice de corrupção da Argentina de 2017 a 2024



Fonte: Elaborado pelo pesquisador, adaptado da Transparência Internacional (2024).

Como pode ser observado na figura 10, segundo o relatório da Transparência Internacional em relação ao período de 2017 - 2024 os índices de combate à corrupção na Argentina vêm caindo nos últimos anos, evidenciando o aumento da corrupção no país, o que é prejudicial para o sistema econômico.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A natureza desta pesquisa se classifica como aplicada e descritiva quanto aos objetivos, com abordagem quantitativa, já quanto aos procedimentos classifica-se como bibliográfica, documental e estudo de caso.

3.1 Amostra da pesquisa

A amostra é composta por companhias brasileiras que compõem o índice Ibovespa da B3 e pelas corporações argentinas listadas no índice Merval da Bolsa de valores de Buenos Aires (BYMA, 2024) compreendendo o período entre 2017 a 2024

As companhias listadas no IBOVESPA somam 83, entretanto 11 foram excluídas por não disporem de dados completos e outras 11 por se tratar de empresas do segmento financeiro (bancos, seguradoras, de previdência privada e capitalização). A exclusão das empresas do segmento financeiro se deu pelo fato do padrão contábil e demonstrativos financeiros atenderem regulamentação específica dos órgãos reguladores, bem como das peculiaridades das suas estruturas de capitais.

Com relação a amostra das companhias Argentinas esta corresponde a 23 empresas listadas no índice Merval, apenas 15 atenderam aos requisitos. 2 não atenderam aos requisitos por não terem dados necessários e 6 por serem do setor financeiro, que como já mencionado possuem características próprias do sistema financeiros, destoando dos parâmetros dos demais setores.

Tabela 1

Companhias listadas no Ibovespa que atendem aos requisitos da pesquisa

Setores da economia	Siglas na B3	Nomes
Consumo não cíclico - 13	ABEV3	AMBEV S/A
	BEEF3	Minerva
	BRFS3	BRF
	ASSAI3	Assai
	JBSS3	JBS
	MRFG3	Marfrig
	NTCO3	Natura
	PCAR3	Pão de Açúcar - CDB
	AZZA3	Azzas
	YDUQ	Yduqs Part
	SMT03	São Martinho
	VAMO3	Vamos
	PETZ3	Petz

Indústria, aéreo, bens de transportes - 6	MULT3 EMBR3 ALOS3 POMO4 DIRR3 SLCE3	Multiplan Embraer Allos Marcopolo Direcional SLC Agrícola
Transportes - 4	MOTV3 RAIL3 SMFT3 STBP3	Motiva S. A. Rumo S. A Smart Fit Santos Brp
Máquinas e equipamentos - 1	WEGE3	Weg
Materiais básicos/ mineração / metal - 7	BRAP4 CSNA3 GGBR4 KLBN11 SUZB3 CMIN3 USIM5	Bradespar Sid. Nacional Gerdau Klabin S/A Suzano Ssn Mineração Usiminas
Petróleo, gás e biocombustíveis - 6	PETR3 CSAN3 PRIO3 VBBR3 UGPA3 BRAV3	Petrobras BR Cosan Petririo Vibra Ultrapar Brava
Consumo cíclico - 6	BRKM5 COGN3 CVCB3 LREN3 MGLU3 RENT30	Braskem Cognac on CVC Brasil Lojas Renner Magazine Luiza Localiza
Utilidade pública - 11	CMIG3 CPFE3 EGIE3 ELET3 ENBR3 ENGI11 EQTL3 SBSP3 TAEE11 ENEV3 ISAE4	CEMIG CPFL Energia Energia Brasil Eletrobras Energias BR Energisa Equatorial Sabesp Taesa Eneva Isa Energia
Saúde, serviços médicos, hospitalares e diagnóstico - 4	FLRY3 HAPV3 HYPE3 RADL3	Fleury Hapvida HYPERA Raia Drogasil
Telecomunicação - 2	TIMP3 VIVT3	Tim Part. S/A Telef. Brasil
Tecnologia e informações - 1	TOTS3	Totvs

Fonte: Elaborado pelo pesquisador, a partir dos dados da Ibovespa (2024).

Foi apresentada a relação das companhias brasileiras listadas no índice Ibovespa, em que são negociadas as ações com maior valor e circulação no mercado. A tabela 2 a seguir indica a representação de cada setor para o total da economia do país.

Tabela 2

Amostra da representatividade por setor da economia

Setores da economia	%	Quantidade
Consumo não cíclico	21,30	13
Utilidade pública	18,03	11
Mineração e metalúrgica	11,47	7
Transportes e aéreo Serviços de saúde	9,84	6
Petróleo e gás	9,84	6
Consumo cíclico Transportes e aéreo	9,84	6
Transportes	6,56	4
Serviços de saúde e hospitalar	6,56	4
Comunicação	3,28	2
Máquinas e Equipamentos	1,64	1
Tecnologia	1,64	1
Soma	100,00%	61

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

Conforme a representação de cada seguimento da economia em porcentagem, são observados os setores mais significativos no sistema econômico brasileiro. Na sequência, são apresentadas na tabela 3 as companhias argentinas listadas na Merval.

Tabela 3

Companhas listadas no índice Merval que atendem aos requisitos da pesquisa

Setores da economia	Siglas	Nomes
Comunicações - 2	BOLV TELE	Cablevisl Telecom
Petróleo e gás - 1	CEPU	Central Puerto
Consumo cíclico - 3	GGAL EDER GPFG	Comercial Del Plata Edenor AS GP Fin Galicia
Consumo não cíclico - 2	GRSP MIRG	Grupo Supervielle Mirgor
Indústria e mineração - 3	ALUA TXAR YPF	Aluar Ternium Argentina YPF Sociedade
Serviços de saúde, médicos, hospitalares e laboratorial - 1	RICH	Laboratórios RIC

Utilidade pública - 3	PAMP TGSU2 TRAN2	Pampa Energia TRAN Gás Del Sur Transportador Gás Norte
-----------------------	------------------------	--

Fonte: Elaborado pelo pesquisador, a partir dos dados InvestingPro+ (2025).

Foi apresentada a relação das companhias brasileiras listadas no índice Merval, em que são negociadas as ações com maior valor e circulações da bolsa de valores, mercado e mercadorias de Buenos Aires (BYMA). A tabela 4 a seguir indica a representação de cada setor para o total da economia do país segundo o InvestingPro+, 2025.

Tabela 4

Amostra da representatividade por setor da economia Argentina

Setores da economia	%	Quantidade
Utilidade publica	20%	3
Indústria e mineração	20%	3
Consumo cíclico	20%	3
Consumo não cíclico	13,33%	2
Comunicações	13,33%	2
Petróleo e gás	6,67%	1
Serviços de saúde, médicos, hospitalares e laboratorial	6,67%	1
Total	100%	15

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

3.2 Variáveis a serem pesquisadas

Para o desenvolvimento da pesquisa foram selecionadas 6 variáveis independentes, sendo três classificadas como macroeconômicas (taxa de crescimento do PIB, inflação e corrupção) e as classificadas como *valuation* (tamanho, tangibilidade e rentabilidade), enquanto a variável estrutura de capital, ou seja, o endividamento, corresponde à variável dependente. Os dados coletados compreendem o período entre 2016 e 2024, portanto, referem-se aos períodos de turbulência mundial como a pré-pandemia, durante a pandemia e pós-pandemia da covid-19, conforme demonstrado na tabela 5, a seguir.

Tabela 5

Variáveis da pesquisa

Variáveis da pesquisa		
Independentes	De <i>valuation</i>	Tamanho
		Rentabilidade
	Macroeconômica	Taxa de crescimento do PIB
		Inflação
		corrupção
Dependente	Estrutura de capital	Dívida

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

As variáveis independentes de *valuations* são:

I. Tamanho: o ativo total da empresa pode ser determinante para o financiamento do capital, que no mercado brasileiro tem linha de crédito com as taxas de juros menores, empresas que buscam se financiar com recursos de terceiros, principalmente do BNDES, que financia as pequenas, médias e grandes empresas brasileiras a longo prazo e a taxas de juros subsidiadas, fator que se reveste em vantagem na hora de trabalhar com capital de terceiros (BNDES, 2023).

II. Rentabilidade: é a variável mais importante para uma empresa, pois garante o seu funcionamento. Segundo a teoria do *pecking order*, os financiamentos das empresas se fundamentam nos custos que incorrem para financiar seus projetos, os quais geram os lucros que financiam as empresas em vez de capital de terceiros, ou por meio de capital de investidores externos. De acordo com Rodrigues (2018), a capacidade da empresa de gerar lucros influencia sua estrutura de capital, de forma que as empresas que tenham recursos próprios podem financiar seus projetos e se endividam menos, tornando-se mais rentáveis.

Quanto às variáveis independentes macroeconômicas, têm-se:

I. Taxa de crescimento do PIB: o PIB é um índice que detém muita influência sobre os resultados das empresas, pois quando o PIB do país cresce as empresas tendem a ter melhor rentabilidade, já quando o PIB do país retrai, os resultados das empresas tendem a se retrair também (Czimikoski, 2015).

Segundo o IBGE (2002), o PIB do país é a soma de toda a riqueza gerada no país em um ano. Se o PIB cresce, o sistema econômico do país se fortalece, beneficiando assim o crescimento do sistema produtivo geral, emprego e renda para a sociedade. Os bancos oferecem

mais financiamentos para os empresários que buscam aumentar suas plantas produtivas, consequentemente contratando mais mão de obra, reduzindo assim o desemprego naquele país. Como não poderia ser de outra forma, quando o PIB cai, o sistema financeiro entra em estagnação, com escassez de recursos para financiar o sistema produtivo, consequentemente crescendo o desemprego e a inflação, aumentando assim a pobreza daquele país.

II. Inflação: segundo o BACEM (2024), a inflação é o aumento dos preços de produtos e serviços e diminuição do poder de compra do dinheiro. Manter uma taxa de inflação baixa, sob controle, é meta do Banco Central para uma estabilidade duradora, dar credibilidade às agências econômicas e favorecer o crescimento do país, gerando emprego e renda, fortalecendo assim a economia do país. Uma taxa alta diminui o poder aquisitivo dos consumidores e reduz o consumo.

III. Corrupção: para o BM (2024), a transparência internacional observa a corrupção como prática delituosa de funcionários dentro das entidades, sejam elas públicas ou privadas, tais como suborno, propinas e fraudes, com o objetivo de tirar vantagens em favor próprio, em vez de zelar pelo bom desempenho da entidade na qual foi contratado para cuidar e administrar. No Brasil, essas práticas delituosas são comumente noticiadas na imprensa. A corrupção é um fenômeno social, político e econômico de grande complexibilidade que afeta todos os países, desestrutura as instituições democráticas, retraindo o desenvolvimento econômico, provocando a instabilidade governamental. Ela destrói o fundamento das instituições democráticas, descredibilizando os processos eleitorais, enfraquecendo o estado de direito e gerando pântanos burocráticos.

Portanto, esta pesquisa se propõe a verificar se as variáveis macroeconômicas e de *valuation* interferem significativamente na variável independente de estrutura de capital, ou seja, no endividamento.

O endividamento se refere à participação de capital de terceiros no financiamento das companhias, mas a alavancagem, até um certo ponto traz benefícios para a estrutura de capital das companhias. Conforme afirma Ross et al. (2015), a estrutura de capital pode ser formada com capital próprio e capital de terceiros. Sendo assim, a alavancagem precisa ser bem planejada, sendo que se for alta será prejudicial a longo prazo (Richard & Stewart, 1992; Brigham & Houston, 1999). O endividamento excessivo aumenta o risco do capital próprio, podendo levar à falência e arruinar os acionistas.

3.3 Hipóteses a serem testadas

Com base nas variáveis definidas para a pesquisa, foram formuladas as hipóteses, conforme a tabela 6, com a finalidade de testar os níveis de significâncias das variáveis independentes na dependente.

Tabela 6

Hipóteses para companhias brasileiras

Variáveis independentes		Hipóteses
<i>Valautions</i>	Tamanho (tam)	H ₀ = o tamanho não interfere na estrutura de capital das companhias brasileiras. H ₁ = o tamanho interfere na estrutura de capital das companhias brasileiras.
	Rentabilidade (rent)	H ₄ = a rentabilidade não interfere na estrutura de capital das companhias brasileiras. H ₅ = a rentabilidade interfere na estrutura de capital das companhias brasileiras.
Macroeconômicas	Taxa de Crescimento do PRIB (txcpib)	H ₆ = a taxa de crescimento do PIB não interfere na estrutura de capital das companhias brasileiras. H ₇ = a taxa de crescimento do PIB interfere na estrutura de capital das companhias brasileiras.
	Inflação (inf.)	H ₈ = a inflação não interfere na estrutura de capital das companhias brasileiras. H ₉ = a inflação interfere na estrutura de capital das companhias brasileiras.
	Corrupção (corr)	H ₁₀ = a corrupção não interfere na estrutura de capital das companhias brasileiras. H ₁₁ = a corrupção interfere na estrutura de capital das companhias brasileiras.

Hipóteses para companhias listadas no índice Merval

Variáveis independentes		Hipóteses
<i>Valautions</i>	Tamanho (tam)	H ₀ = o tamanho não interfere na estrutura de capital das companhias argentinas. H ₁ = o tamanho interfere na estrutura de capital das companhias argentinas.
	Rentabilidade (rent)	H ₄ = a rentabilidade não interfere na estrutura de capital das companhias argentinas. H ₅ = a rentabilidade interfere na estrutura de capital das companhias argentinas.

Macroeconômicas	Taxa de crescimento do PIB (txcpib)	H₆ = a taxa de crescimento do PIB não interfere na estrutura de capital das companhias argentinas. H₇ = a taxa de crescimento do PIB interfere na estrutura de capital das companhias argentinas.
	Inflação (inf)	H₈ = a inflação não interfere na estrutura de capital das companhias argentinas. H₉ = a inflação interfere na estrutura de capital das companhias argentinas.
	Corrupção (corr)	H₁₀ = a corrupção não interfere na estrutura de capital das companhias argentinas. H₁₁ = a corrupção interfere na estrutura de capital das companhias argentinas.

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

Portanto, propõe-se verificar quais as variáveis independentes que interferem na variável dependente.

Para o teste estatístico foi utilizado a análise de regressão de dados em painel, foram testados os modelos *Poolid*, de dados fixos, e o modelo de dados aleatórios, a fim de identificar qual destes foi o mais adequado para a análise estatística.

3.4 Coleta dos dados

Os dados das companhias brasileiras listadas no índice Ibovespa foram obtidos junto a a Económica, já os das companhias argentinas listadas na Merval foram obtidos por meio da plataforma digital InvestingPro+. Os dados obtidos estão demonstrados nos apêndices A e B.

Para fins de análise estatística, foram utilizados o software Stata®-14 e planilha eletrônica Excel®.

As variáveis dependentes e independentes, definidas pela pesquisa, estão demonstradas na tabela 10 e se aplicam tanto às companhias brasileiras quanto às argentinas. Os dados sobre o crescimento do PIB brasileiro foram os disponibilizados pelo IBGE, enquanto que os da Argentina foram obtidos junto ao Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) da República Argentina, conforme demonstrados na tabela 7.

Tabela 7

Taxa de crescimento do PIB

Períodos	PIB Brasil - %	PIB Argentina - %
2017	1,3	-2,0
2018	1,8	-3,0
2019	1,2	-2,0
2020	-3,3	-10,0
2021	4,8	3,0
2022	3,0	5,0
2023	2,9	-2,0
2024	3,5	-1,7

Fonte: IBGE & INDEC (2025).

A variável independente corrupção tanto do Brasil como da Argentina foram coletados junto ao Banco Mundial (BM) e estão descritos na tabela 8.

Tabela 8

Percepção da Corrupção

Períodos	Corrupção Brasil	Corrupção Argentina
2017	37	37
2018	35	40
2019	35	45
2020	38	42
2021	38	38
2022	38	38
2023	36	38
2024	34	37

Fonte: Banco Mundial (2025).

Quanto a variável inflação, os dados que foram obtidos junto ao BACEN, no caso brasileiro e junto ao Banco Central de La República Argentina (BCRA), no que se refere a Argentina estão demonstrados na tabela 9.

Tabela 9

Taxa de Inflação

Períodos	Inflação - Brasil (%)	Inflação - Argentina (%)*
2017	2,95	25,00
2018	3,75	34,00
2019	4,31	54,00
2020	4,52	42,00
2021	10,06	48,00
2022	5,57	95,00
2023	4,62	211,00
2024	4,83	117,00

Fonte: BACEB & BCRA (2025).

(*) valores com arredondamentos

Dessa forma, uma vez disponibilizados os dados, define-se as variáveis dependente e independentes para a equação da regressão linear, conforme demonstradas na tabela 10.

Tabela 10

Variáveis para as companhias brasileiras e argentinas entre 2016 e 2023

Variáveis independentes de valuation	$\beta_1 = \text{TAM}_i$	TAM = Tamanho
	$\beta_2 = \text{REN}_i$	REN = Rentabilidade
Variáveis independentes macroeconômica	$\beta_3 = \text{TX. PIB}_i$	TX.PIB = Taxa de crescimento do PIB
	$\beta_4 = \text{INF}_i$	INF = Inflação
	$\beta_5 = \text{CORR}_i$	CORR= Corrupção
Variável dependente	$Y = \text{DIV}$	DIV = Dívida

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

Dessa forma, com base na tabela 10, definiu-se a equação da regressão linear, lembrando que devido a tamanho do valor da intangibilidade (valor dos ativos das companhias) o mesmo foi convertido em logaritmo base 10, a fim de uniformizar o tamanho dos dados, cuja representação consta a seguir:

$$Y = \beta_0 + (\text{Ln}\beta_1 + \beta_2 + \beta_3 + \beta_4 + \beta_5 + \varepsilon_i)$$

Em que:

- Y é a explicação que se busca sobre a estrutura de capital das companhias brasileiras;
- β_0 é o desvio padrão da inclinação da reta de Y;
- β_1 é o tamanho do ativo;
- β_2 é a rentabilidade das companhias brasileiras;
- β_3 é a taxa de crescimento do PIB;
- β_4 é a inflação entre 2017 e 2024;
- β_5 é a corrupção entre 2017 e 2024 e
- ε_i é o termo de erro da equação da pesquisa.

Para fins de verificar se os pressupostos da regressão foram atendidos, se faz necessário, na regressão linear múltipla, verificar se há problemas de multicolinearidade, ou seja, se as variáveis explicativas possuem forte correlações explicativas, portanto, foi aplicado o teste VIF

(*Variance Inflation Factor*). Para a escolha do modelo que melhor se adapta às necessidades da pesquisa, foram realizados os testes de *Haussman* e *LM de Breusch-Pagan*.

4 PROCEDIMENTO DE ANÁLISES DOS DADOS

Com base nos dados coletados das companhias que compõem a amostra, procederam-se as análises estatísticas utilizando os softwares Stata-14[®] e o MS Excel[®].

4.1 Análise dos dados das companhias listadas no IBOBESPA

Primeiramente os dados foram submetidos a análise de correlação, conforme tabela 11, com o propósito de identificar as correlações entre as variáveis:

Tabela 11

Correlação entre as variáveis - Brasil

Variáveis	div	tam	rent	txcpib	inf	corr
div	1,0000	-	-	-	-	-
tam	-0,0769	1,0000	-	-	-	-
rent	0,0505	-0,0149	1,0000	-	-	-
txcpib	0,0195	0,0628	0,0580	1,0000	-	-
inf	0,0028	0,0302	0,1188	0,5193	1,0000	-
corr	-0,0114	-0,0078	0,1249	-0,1993	0,4272	1,0000

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

Observa-se na matriz de correlação que as variáveis apresentam correlação negativa para algumas e positivas para outras, mas em níveis moderados, indicando que na análise de regressão não haveria problemas de multicolinearidade. Porém, será efetuado o teste apropriado para esse fim.

Para a realização da estatística descritiva, foi utilizado o software MS-Excel, cujos dados estão dispostos na tabela 12:

Tabela 12

Estatística descritiva

Estatística Descritiva	Média	Mediana	Desvio padrão	CV - %	Mínimo	Máximo	Curtose
Dívida	1.9707	1.83755	8.5607	434.40	0	8.4308	1.374936
Tamanho	3.0010	2.89507	2.5210	84.01	4.268725	9.9610	1.209974

Rentabilidade	5.350492	4.868157	9.950156	185.97	-72.5	43.37	2.508331
Tx. cresc. PIB	1.9	1,55	2.268379	815,79	-3,3	4,8	-0.89117
Inflação	5.07625	4,5611	2.018464	397.63	2,95	10.06	0.929294
Corrupção	36.375	38,5	1.496316	411.36	34	38	-0.97721

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

Conforme se observa na tabela 12, as médias estão concentradas próximas aos valores centrais, ou seja, estão muito próximas da mediana. Entretanto, a variável taxa de crescimento do PIB apresenta as maiores variabilidades em torno dos seus valores médios, pois têm um coeficiente de variação de 815,79%, enquanto o tamanho apresenta uma variabilidade de 84,01%, indicando que não há muita disparidade nos tamanhos das companhias que compõem a amostra das empresas brasileiras.

A regressão de dados em painel permitiu tratar os dados coletados individualmente (corte transversal) e temporalmente (série temporal) de forma conjunta, sendo um dos benefícios dessa técnica estatística.

O modelo de dados em painel se fundamenta em combinações de séries temporais, em que são examinados e considerados o período de análise e as variáveis de um grupo de companhias de diferentes países, de um setor específico, de regiões etc. (Gujarati, 2006 & Grenne, 2011). Dependendo da necessidade da pesquisa, nesse modelo de regressão existem situações que podem ser utilizadas, tais como efeito *Pooled*, efeito fixo e efeito aleatório.

O efeito *pooled* ou dados empilhados apresenta uma série de vantagens em relação ao modelo de corte transversal, no que se refere ao tamanho da amostra e à análise entre as variáveis dependentes e independentes. Para Fávero et al. (2009), o efeito *pooled* é a técnica de painel mais simples, uma vez que não considera as dimensões de tempo e espaço. Nesse sentido, Gujarati e Porter (2011) relatam que no efeito de *pooled*, os dados são simplesmente empilhados, estimando uma grande regressão desconsiderando o corte transversal e a série temporal dos dados.

O efeito fixo, por sua vez, leva em consideração os aspectos próprios de cada empresa, ou seja, heterogeneidade individual. Entretanto, não varia no período, o que gera altas variâncias, as quais correspondem à baixa variabilidade dos fatores explanatórios, *i.e.*, período (Grenne, 2011).

Já o modelo de efeito aleatório leva em consideração as variações para cada período examinado para cada empresa, diferente dos métodos já mencionados, pois desagrega os componentes em variações individuais e variações no período, podendo assim também ser chamado de modelo de correção de erros (Gujarati, 2006 & Fávero et al., 2009).

Dessa forma, após considerações sobre os modelos foram realizados os testes de *Hausman* e *LM* de *Breush-Pagan* para a escolha do modelo que melhor se adapta às necessidades desta pesquisa. Antes de se aplicar a análise de regressão em painel foi realizado teste para verificar se os pressupostos da regressão foram atendidos. Na regressão linear múltipla se fez necessário verificar se há problemas de multicolinearidades, ou seja, se as variáveis explicativas possuem fortes correlações entre si. O teste aplicado foi o VIF (*Variance Inflation Factor*), em que valores de VIF superiores a 5 indicam suspeitas conservadoras de multicolinearidades (Fávero et. al, 2014).

De acordo com Gujarati e Porter (2011), um VIF acima de 10 é indicativo de fortes indícios de multicolinearidades. Outra forma de análise é o fator de tolerância (TOLj), ou seja, o inverso do FIV (1/FIV), em que quanto mais próximos de zero estiverem os resultados, maior será o grau de colinearidade dessa variável com os demais regressores (Gujarati & Porter, 2006). Os resultados do teste demonstram que há problemas de multicolinearidades nas observações em estudo, conforme demonstrado na tabela 13:

Tabela 13

Fator Inflacionário da Variância (VIF)

Variáveis	VIF	1/VIF
inf.	2,29	0,436820
corr	1,96	0,510773
txcpib	1,76	0,569320
tam	1,02	0,976472
rent	1,00	0,995604
Média VIF	1,61	

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

Como se observa pelo resultado do teste VIF não há multicolinearidade, as variáveis com maiores índices são inflação e corrupção, pois têm um VIF de 2,29 e 1,96 e 1/VIF de 0,436820 e 0,510773, respectivamente, corroborando os resultados observados na estatística descritiva da tabela 12.

Para a escolha do modelo mais adequado para a análise da regressão linear utiliza-se o teste de *Hausman* que na opinião de Grenne (2011), o referido teste tem como finalidade comparar os modelos de efeito fixo e efeito aleatório, ocorrendo significativa diferença entre esses modelos, supõe inconsistência dos estimadores de efeito aleatório, entretanto, se não houver correlação entre os indivíduos e o tempo e os regressores de X, os dois modelos são aptos. Considerando a H_0 para o efeito aleatório, significa que são consistentes e não possui

correlação, do contrário, ocorrendo à rejeição significa que existe correlação, assim, o modelo deixa de ser consistente, sugerindo trabalhar com H_1 efeito fixo.

O teste de *Breush-Pagan* testa o modelo *pooled* e o modelo de efeito aleatório. Caso a variância do termo de erro do intercepto (u) seja constante, não se rejeita a H_0 *pooled*, no entanto, caso não seja constante, rejeita-se a H_0 e não se rejeita a H_1 efeito aleatório.

Portanto, testes foram realizados para estimar o melhor modelo para esta pesquisa. Na tabela 14, a seguir, são apresentados os resultados dos testes realizados.

Tabela 14

Testes aplicados para a escolha do modelo

Teste LM de Breusch-Pagan	
Chi2bar2 (01) =	624.46
Prob > Chi2bar2 =	0,0000
Teste de Hausman	
Chi2 (3)	2.65
Prob > Chi2 =	0,6172

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

Os dados foram organizados em planilha Excel de forma a atender a necessidade de realização dos testes e análise, por meio da metodologia de dados em painel, utilizando o software *Stata* – ver.14. Para a análise dos dados, os valores das variáveis tamanho foi transformado em logaritmos.

No teste de *Breush-Pagan*, que compara o efeito *pooled*, com efeito aleatório, nota-se que a variância do termo de erro do intercepto (u) não foi constante, dessa forma, rejeita-se a H_0 , efeito *pooled*, e aceita-se a H_1 , efeito aleatório.

Já o teste de *Hausman*, para a escolha entre o efeito fixo e o efeito aleatório, o resultado do teste $Prob > chi2 = 0,6172$ mostrou que o efeito aleatório teve um desempenho melhor que o efeito fixo, pois não houve correlação, aceitando-se a H_0 , efeito aleatório e rejeitando-se a H_1 , efeito fixo. Após a realização dos testes, o modelo de efeito aleatório foi considerado o mais indicado para explicar os resultados alcançados nesta pesquisa.

Tabela 15

Estimadores dos dados da pesquisa

R^2 Within =	0.0041
R^2 Between =	0.0011
R^2 Overall =	0.0003

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

Os estimadores do modelo de efeitos aleatório indicam como as variáveis se ajustam. A tabela 15 demonstra que o estimador *within* se relaciona com a variação das observações intragrupos, ou seja, a variação para a variável dependente foi baixa, sendo 0,41%. Já o *between* reflete a variação entre as observações do corte transversal (entre-grupos) e apresenta uma variação de 0,11% entre as variáveis independentes e, por último, o *overall*, de forma geral demonstrou uma variação das observações intragrupos de 0,03%.

Gujarati (2011) elenca as hipóteses simplificadoras de um modelo de regressão linear clássico, que requer a ausência de heterocedasticidade, autocorrelação e multicolinearidade para que as estatísticas tenham validação dos resultados da regressão. Os testes de robustez foram realizados, teste Hausman e LM de Brusch-Pagni, para verificar a veracidade dos resultados das regressões estatísticas cujos resultados indicam ausências desses fatores.

A seguir, a tabela 16 apresenta os resultados das regressões e a equação do modelo abaixo:

Tabela 16

Modelos de dados em painel

Variáveis	Efeito fixo		Efeito aleatório		Pooled	
	Coefficiente	p-value	Coefficiente	p-value	Coefficiente	p-value
Log	-0.0000453	0,738	-0.0000741	0,572	-0.0002628	0.089
rent	-0.3091414	0.274	-0.2412124	0,388	0.4316597	0,274
txcpib	0.9729085	0,514	0.9755969	0,513	0.9262647	0,699
inf.	-0.2642805	0,884	-0.2785992	0,878	-0.406579	0,889
corr	0.4485687	0,983	-0,6295733	0,998	-0.531231	0,877
Constante	2.0507	0,781	2.3007	0,758	4.4907	0,705

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

* significativo a 1%; e ** significativo a 5%.

$$\begin{aligned} div = & 2.3007 - 0,0000741(tam) - 0,2412124(rent) + 0.9755969(txcpib) \\ & - 0.2785992(inf) - 0,6295733(corr) + \varepsilon_i \end{aligned}$$

4.1.1 Análise das hipóteses da pesquisa para as companhias brasileiras

Ao analisar as regressões na tabela 16, pode-se observar que no modelo de efeito aleatório, os coeficientes não apresentaram resultados significativos a 1% e 5%, uma vez que os valores de *p-valor* são superiores a 0,05, indicando que as variáveis independentes não

influenciaram significativamente a estrutura de capital das companhias brasileiras que compõem a amostra. A seguir, a análise das variáveis isoladamente:

- a) Variável tamanho (tam) – observa-se que o p-valor não é significativo, cujo coeficiente é negativo em -0,0000741%, portanto, tem relação inversa com o endividamento das companhias. Um aumento de 1% no tamanho diminui a dívida em -0,0000741%. Deste modo, aceita-se a H_0 que o tamanho não interfere na estrutura de capital das companhias brasileiras e rejeita-se a H_1 em que o tamanho não interfere na estrutura de capital das companhias brasileiras.
- b) Variável rentabilidade – observa-se um p-valor não significativo, cujo coeficiente é negativo em -0,24112124, portanto, tem relação inversa com o endividamento das companhias. Um aumento de 1% na rentabilidade diminui a dívida em 0,5178989%. Assim, aceita-se a H_2 , em que a inflação não interfere na estrutura de capital das companhias brasileiras e rejeita-se que H_3 , em que a inflação interfere na estrutura de capital das companhias brasileiras.
- c) Variável taxa de crescimento do PIB (txcpib) possui um coeficiente positivo - 0,9755969 e um p-valor não significativo, portanto, mantém uma relação direta com a dívida, ou seja, um aumento de 1% na taxa de crescimento do PIB aumenta 0,9755969% na dívida. Então, aceita-se a H_4 , em que a taxa de crescimento do PIB não interfere na estrutura de capital das companhias e rejeita-se a H_5 , em que a taxa de crescimento do PIB interfere na estrutura de capital das companhias brasileiras.
- d) A variável inflação (inf.) possui um coeficiente negativo de -0.2785992% e um p-valor não significativo, portanto, mantém uma relação indireta com a dívida, ou seja, um aumento de 1% na inflação diminui -0,2785992% na dívida. Então, rejeita-se a H_6 , em que a inflação não interfere na estrutura de capital das companhias e aceita-se a H_7 , que inflação interfere na estrutura de capital das companhias brasileiras.
- e) A variável corrupção (corr) indica um coeficiente negativo de -0,6295733 e um p-valor não significativo, portanto, mantém uma relação inversa com a dívida, ou seja, um aumento de 1% na corrupção diminui 0,6295733% na dívida. Então, aceita-se a H_8 , em que a corrupção não interfere na estrutura de capital das companhias e rejeita-se a H_9 que corrupção interfere na estrutura de capital das companhias brasileiras.

Como se pode observar, os valores das variáveis independentes afetam a estrutura de capital das companhias brasileiras, porém sob o ponto de vista da estatística os efeitos são insignificantes.

4.2 Análise dos dados das companhias listadas na Merval (Argentina)

Os dados foram submetidos a uma análise de correlação para identificar as correlações entre as variáveis, conforme disposto na tabela 17:

Tabela 17

Correlação das variáveis da pesquisa

Correlação	div	tam	rent	txcpib	inf	corr
div	1.0000					
tam	0.7443	1.0000				
rent	-0.0064	0,0148	1.0000			
txcpib	0.0846	0.0948	-0.1289	1.0000		
inf	0.2486	0.3657	-0.0026	0.1614	1.0000	
corr	-0.1144	-0.1683	0.0930	-0.4427	-0.3179	1.0000

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

Observa-se na matriz de correlação que as variáveis tamanhas possuem forte correlação positiva com as variáveis dívida, o que levaria a crer que na análise de regressão não tem problemas de multicolinearidade, porém, será efetuado o teste apropriado para esse fim.

Para a realização da estatística descritiva, foi utilizado o software MS-Excel, cujos dados estão dispostos na tabela 18:

Tabela 18

Estatística descritiva das companhias argentinas

Estatística descritiva	Média	Mediana	Desvio padrão	CV-%	Mínimo	Máximo	Curtose
Dívida	11.7271	11.6812	1.8313	14,5200	5.6937	15.5265	0.1038
Tamanho	12.4044	12.3209	1.8010	15,6200	6.1420	15.9139	0.4106
rentabilidade	0.7143	1,4700	10.556	1477,7500	-68.8300	29.2800	17.934
Tx. cres. PIB	-1,5875	-2,0000	4.1667	-262.4500	-10,0000	5,0000	-0.1507
Inflação	78.3750	51,000	58.4397	75,5600	25,0000	211.0000	0,6382
Corrupção	39.3750	38,0000	2.6539	6,7400	37,0000	45.0000	-0.0756

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

Como se observa na tabela 18, as médias estão concentradas próximas dos valores centrais, ou seja, estão muito próximas da mediana, entretanto, as variáveis rentabilidade, taxa de crescimento do PIB e a inflação apresentaram as maiores variabilidades em torno dos seus

valores médios, pois têm um coeficiente de variação de 1477,75%, -262,45% e 75.76%, respectivamente, enquanto a corrupção apresenta a menor variabilidade em torno da média.

A regressão de dados em painel permitiu tratar os dados coletados individualmente (corte transversal) e temporalmente (série temporal) de forma conjunta, o que é um dos benefícios dessa técnica estatística

Foram realizados os testes de *Hausman* e *LM* de *Breush-Pagan* para a escolha do modelo que melhor se adapta às necessidades desta pesquisa. Antes de aplicar a análise de regressão em painel foi realizado um teste para verificar se os pressupostos da regressão foram atendidos. Os resultados do teste demonstram que há problemas de multicolinearidades nas observações.

O teste de robustez foi realizado por meio do teste VIF, Hausman, e o teste LM de *Brusch-Pagni* para verificar a veracidade dos resultados das regressões estatística. A tabela 19 indica os dados do teste Fator Inflacionário da Variância (VIF).

Tabela 19

Fator Inflacionário da Variância (VIF)

Variáveis	VIF	1/VIF
Corr.	1.35	0.738255
txcpib	1.26	0.795393
Inf.	1.25	0.798053
Tam	1.16	0.862544
Rent	1.02	0.980252
Média VIF	1.21	

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

Conforme se observa, todas as variáveis apresentam valores de VIF inferiores a 10, indicando que não há problemas de multicolinearidade, bem como um valor médio de 1,82.

Com a finalidade de comparar os modelos de efeito fixo com o *pooled*, efeito aleatório e efeito fixo, foram realizados os testes de LM de Breuche-Paga e o teste de Hausman, respectivamente, bem como o teste de Breuch-Pagan para identificar problemas de heteroscedasticidade. Ocorrendo diferença significativa entre esses modelos supõe-se uma inconsistência dos estimadores de efeito aleatório, entretanto, se não houver correlação entre os indivíduos e o tempo e os regressores de X, ambos os modelos são aptos.

Considerando a H_0 para o modelo *pooled*, são consistentes e não possuem correlação, do contrário, ocorrendo a rejeição, existe correlação, assim, o modelo deixa de ser consistente, sugerindo trabalhar com a H_1 , com efeito fixo.

O teste de *Breush-Pagan* testa o modelo *pooled* e o modelo de efeito aleatório, caso a variância do termo de erro do intercepto (u) seja constante, não se rejeita a H_0 *pooled*, no entanto, caso não seja constante, rejeita-se a H_0 e não se rejeita a H_1 , com efeito aleatório. O teste de *Hausman* testa o modelo fixo com o efeito aleatório.

Portanto, testes foram realizados para estimar o melhor modelo para esta pesquisa. Na tabela 20 a seguir são apresentados os resultados dos testes realizados.

Tabela 20

Testes aplicados para a escolha do modelo

Teste LM de Breusch-Pagan	
Chobar2 (01) =	1.18
Prob > chibar2 =	0.1384
Teste de Hausman	
Chi2 (6) =	37,46
Prob > chi2 =	0.0000

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

Da mesma forma, como procedido na análise das companhias listadas no Ibovespa, os dados das empresas argentinas foram organizados em planilha Excel, de forma a atender a necessidade de realização dos testes e análise por meio da metodologia de dados em painel, utilizando o software *Stata* – ver.14. Para a análise dos dados, os valores das variáveis tamanho e tangibilidade foram transformados em logaritmos.

No teste de *Breush-Pagan*, que compara o efeito *pooled* com o efeito aleatório, nota-se que a variância do termo de erro do intercepto (u) não foi constante ($\text{Prob}>\text{chibar2}=0,1384$), dessa forma, rejeita-se a H_0 , efeito *pooled*, e aceita-se a H_1 , efeito aleatório.

Já o teste de *Hausman*, para a escolha entre o efeito fixo e o efeito aleatório, o resultado do teste $\text{Prob}>\text{chi2} = 0,0000$ mostrou que o efeito aleatório foi melhor que o efeito fixo, pois não houve correlação, aceitando-se a H_0 , efeito aleatório, e rejeitando-se a H_1 , efeito fixo. Após a realização dos testes, o modelo de efeito aleatório foi considerado o mais indicado para explicar os resultados alcançados nesta pesquisa.

Os estimadores do modelo de efeitos aleatório indicam como as variáveis se ajustam. Na tabela 21, observa-se que o estimador *within* se relaciona com a variação das observações intragrupos, ou seja, a variação para a variável dependente foi baixa, sendo 13,83%. Já o

between reflete a variação entre as observações do corte transversal (entre grupos) e apresenta uma variação de 88,81% entre as variáveis independentes e, por último, o *overall*, que, de forma geral, demonstrou uma variação das observações intragrupos de 55,53%.

Tabela 21

Estimadores dos dados da pesquisa

<i>R² Within</i>	0.1383
<i>R² Between</i>	0.8881
<i>R² Overall</i>	0.5553

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

Para efeito de identificar ausência de heterocedasticidade, autocorrelação e multicolinearidade, bem como a estatística possa validar os resultados da regressão foram realizados os testes de robustez, ou seja, os testes de Hausman e de LM de Breush-Pagan. Gujarati (2011) elenca as hipóteses simplificadoras de um modelo de regressão linear clássico, que requer a ausência de heterocedasticidade, autocorrelação e multicolinearidade. Na tabela 22, a seguir, podem ser observados os resultados dos modelos *pooled*, efeito fixo e o efeito aleatório.

Tabela 22

Modelos de dados em painel

Variáveis	Efeito fixo		Efeito aleatório		Pooled	
	Coefficiente	<i>p-value</i>	Coefficiente	<i>p-value</i>	Coefficiente	<i>p-value</i>
tam	0.3391584	0.000*	0.4875317	0.000*	0.5073671	0.000*
Rent	1625292	0.769	-892.5288	0.866	-1361.518	0.796
Txcpib	0.6374.798	0.648	4913.737	0.735	4681.543	0.752
Inf	898.7662	0.394	-240.769	0.817	-392.332	0.710
Corr	318.1208	0.989	4587.526	0.846	5187.068	0.830
Constante.	130902.3	0.886	-69119.65	0.942	-97017.03	0.920

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

* significativo a 1%; e ** significativo a 5%.

$$lndiv = -69119.65 + 0.4875317 (Lntam) + (-)892.5288 (rent) + 4913.737(txcpib) - 240.769 (inf) - 4587.526 (corr) + \varepsilon_i$$

4.2.1 Análise das hipóteses das companhias argentinas

- a) Variável tamanho (tam) – observa-se que o *p-valor* igual a 0.0000, dessa forma é significativo a 1%, cujo coeficiente é positivo em 0,4875317%, portanto, tem relação direta com o endividamento das companhias. Um aumento de 1% no tamanho eleva a dívida em 0,4875317%. Portanto, rejeita-se a H_0 , em que o tamanho não interfere na estrutura de capital das companhias argentinas, e aceita-se a H_1 , em que o tamanho interfere na estrutura de capital das companhias argentinas.
- b) Variável rentabilidade (rent) – observa-se que coeficiente negativo em -892.5288% em *p-valor* é não significativo, portanto, mantém uma relação inversa, com a dívida, ou seja, um aumento de 1% na inflação diminui -892.5288% na dívida. Então, aceita-se a H_2 , em que a inflação não interfere na estrutura de capital das companhias e rejeita-se a H_3 , que inflação interfere na estrutura de capital das companhias argentinas.
- c) Variável taxa de crescimento do PIB (txcpib) – possui um coeficiente positivo 4913,737 e um *p-valor* não significativo, portanto, mantém uma relação linear com a dívida, ou seja, um aumento de 1% na taxa de crescimento do PIB aumenta 4587.526% na dívida. Então, rejeita-se a H_4 , em que a taxa de crescimento do PIB não interfere na estrutura de capital das companhias argentinas e aceita-se a H_5 que taxa de crescimento do PIB interfere na estrutura de capital das companhias argentinas.
- d) Variável inflação (inf.) — observa-se que possui coeficiente negativo em -240.769 e um *p-valor* não significativo, portanto, mantém uma relação inversa, com a dívida, ou seja, um aumento de 1% na inflação diminuição -240.769% na dívida. Então, aceita-se a H_6 , em que a inflação não interfere na estrutura de capital das companhias e rejeita-se a H_7 , que inflação interfere na estrutura de capital das companhias argentinas.
- e) Variável corrupção (corr) – observa-se um coeficiente positivo de 4587.526 e um *p-valor* não significativo, portanto, mantém uma relação linear com a dívida, ou seja, um aumento de 1% na corrupção diminui 4587.526% na dívida. Então, aceita-se a H_8 , em que a corrupção não interfere na estrutura de capital das companhias e rejeita-se a H_9 , que inflação interfere na estrutura de capital das companhias argentinas.

Observa-se que a estatística identificou que comente a variável independente tamanho tem valor significativo (*p-valor* de 0,000), enquanto as demais exercem pouca influência sobre

a variável dependente, portanto sob o ponto de vista da estatística essa influência é insignificante.

4.3 Comparativo entre a dívida das companhias brasileiras e argentinas

Notam-se na tabela 23 os percentuais da dívida das companhias listadas no Ibovespa e das companhias listadas na Merval. Observa-se que no período analisado, ao compararmos a dívida média das companhias brasileiras com a dívida média das companhias argentinas, podemos verificar diferença, ou seja, as companhias brasileiras são menos endividadas que as companhias argentinas. Em termos médios, as empresas argentinas são mais endividadas que as brasileiras em 13,42%, pois apresentam uma dívida média de 60,93% contra 47,51%, no período de 2017 a 2024.

Tabela 23

Dívida média das companhias brasileiras e argentinas entre 2017 e 2024

Dívida média das companhias brasileiras listadas no Ibovespa de 2017-2024.	1,9707%
Dívida média das companhias argentinas listadas Merval de 2017-2024.	11,7271%
Diferença entre as dívidas médias das BR 1,9707% e AR 11,7271%	9,7564%

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

4.4 Interpretação dos resultados da análise de regressão de dados em painel

Para efeito da análise e interpretação dos resultados da regressão de dados em painel relativos aos dados das amostras, apresenta-se na tabela 24 a aceitação ou rejeição das hipóteses formuladas.

Tabela 24

Comparativo dos resultados da regressão para as variáveis independentes

Variáveis		Cias. listadas no IBOVESPA	Cias. listadas na Marvel
		Hipóteses	Hipóteses
Valuations	tam	H ₀ = rejeita H ₁ = aceita	H ₀ = rejeita H ₁ = aceita
	rent	H ₂ = rejeita H ₃ = aceita	H ₂ = aceita H ₃ = rejeita
Macroeconômicas	txcpib	H ₄ = aceita H ₅ = rejeita	H ₄ = aceita H ₅ = rejeita
	inf.	H ₆ = aceita	H ₆ = aceita

		H ₇ = rejeita	H ₇ = rejeita
	corr	H ₈ = aceita	H ₈ = aceita
		H ₉ = rejeita	H ₉ = rejeita

Fonte: Elaborado pelo pesquisador.

Conforme evidenciado na tabela 24, as variáveis independentes tamanho (tam) não interferem significativamente na variável dependente dívida (div) das companhias listadas no índice Ibovespa, mas interferem significativamente na variável dependente dívida (div) nas empresas listadas na Merval.

Comparativamente, o comportamento das variáveis independentes em relação à variável dependente dívida (div) nas companhias brasileiras e argentinas apresentou-se o mesmo, ou seja, as variáveis de *valuations* e as macroeconômicas não apresentaram resultados estatísticos significativos, portanto, foram aceitas as hipóteses de não interferência na dívida (div).

Do ponto de vista do que preconiza a proposição II (com imposto de renda) de MM, o endividamento das companhias brasileiras tem uma correlação positiva com a rentabilidade, ou seja, por se tratar de empresas alavancadas, há reflexos positivos na rentabilidade, portanto, pode-se pressupor que a dívida contribui para a rentabilidade dessas companhias.

Por outro lado, as companhias argentinas apresentam um grau de endividamento menor que as companhias brasileiras, portanto, era de se esperar que a relação dívida e rentabilidade apresentasse uma correlação negativa ou seja, diminuindo a dívida com diminuição da rentabilidade. Entretanto, a análise estatística evidencia que a relação é linear, pressupondo que, devido à conjuntura econômica daquele país, com índices de inflação elevados, o custo da dívida pode ser superior aos retornos dos investimentos, o que eliminaria a vantagens da alavancagem, conforme a teoria de MM.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa buscou analisar a estrutura de capital das companhias brasileiras listadas no índice Ibovespa da B3 e das companhias argentinas listadas no índice Merval da bolsa de valores de Buenos Aires.

As estruturas de capital das companhias brasileiras listadas no Ibovespa e das argentinas listadas na Merval são diferentes quanto à participação de capital de terceiros. Na composição, as brasileiras alcançam dívida média de 1,9707%, já as argentinas chegam a 11,7271%. Em termos médios, as companhias argentinas são mais endividadas que as companhias brasileiras em 9,7564%, no período de 2017 a 2024.

Por sua vez, a análise das variáveis independentes de *valuation* e macroeconômicas não apresentaram influência significativa na variável dependente dívida, exceto na variável tamanho das companhias argentinas em que a estatística apresentou significativa, ou seja, o tamanho tem influências na estrutura de capital.

Sugere-se que futuras pesquisas realizem um estudo mais detalhado sobre os fatores que determinaram a redução do endividamento das companhias argentinas, bem como se os níveis de inflação comprometeram o comportamento da rentabilidade frente aos níveis de endividamento.

6 REFERÊNCIAS

- Albuquerque, A. A., Rios, L. S., & Silva, R. A. (2013). Tangibilidade dos ativos, lucratividade e tamanho da firma: fatores determinantes da estrutura de capital nas empresas brasileiras de capital aberto. *Gestão e Desenvolvimento*, 10(1), 87-100. <https://periodicos.feevale.br/seer/index.php/revistagestaoedesenvolvimento/article/view/1031/1427>
- Almeida Júnior, L. C., Lima, E. C. R., & Paula, L. F. (2020). Assimetrias nas respostas dos estados brasileiros aos choques na política monetária e no câmbio: uma análise utilizando um modelo FAVAR. *Nova Economia*, 30(1), 143-175. 2020. <https://www.scielo.br/j/neco/a/MyKbxBPWDhgx59MfgCH8LbG/?format=pdf&lang=pt>
- Amorim, R. J. R., Pinheiro, F. M. G., & Sampaio, M. S. (2021). Gestão, Finanças e Contabilidade. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 11(3), 1-3. <https://revistas.uneb.br/financ/article/view/16196/10977>
- Arévalo, J. L. S; Meurer, R.M. (2021) O papel do indicador de liberdade econômica e corrupção na atração de investimento: uma abordagem para países de América do Sul. *Revista Globalização, Competitividade e Governabilidade* v.15, n.1. pp:34-49. Disponível em: <https://gcgjournal.georgetown.edu/index.php/gcg/article/view/4194>. Acesso em: 29 out. 2025
- BACEN. (2020). *Banco Central do Brasil*. https://pt.wikipedia.org/wiki/Banco_Central_do_Brasil#:~:text=O%20Banco%20Central%20do%20Brasil,sem%20vincula%C3%A7%C3%A3o%20a%20nenhum%20Minist%C3%A9rio
- B3² (2024). Bolsa de Valores do Brasil. *Notícias do mercado financeiro*. https://www.b3.com.br/pt_br/para-voce
- BCRA. (2024). *Banco Central de La República da Argentina*. <https://www.bcra.gob.ar/>
- BM. (2024). *O Banco Mundial no Brasil*. <https://www.worldbank.org/pt/country/brazil>
- BNDS. (2024). *O Banco Nacional do Desenvolvimento*. <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home>
- Batista Jr. P. N. Argentina: uma crise paradigmática. *Estudos Avançados* 16 (44), 2002. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/ea/a/Nt33vg8SDfjC6jtn7dFQYks/?lang=pt>. Acesso em: 29 out. 2025.
- Bernardo, C. J.; Albanez, T.; Securato, J. R. (2018). Fatores Macroeconômicos e Institucionais, Composição do Endividamento e Estrutura de Capital de Empresas Latino-Americanas. *Brazilian Business Review*. DOI: <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2018.15.2.4>. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/bbr/a/mBYbsKFcfpWNNZmVb4yp9qH/?lang=pt>. Acesso em: 29 nov. 2025.

- Boubakri, N., Ghoul, S. E., Wang, H., Guedhamid, O., & Kwok, C. C.Y. (2016). Cross-listing and Corporate Social Responsibility. *Journal of Corporate Finance*, 1-48. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2672668
- Bowen, D. E., & Siehl, C. *O future of human resource management REVISITED: Introduction*, Now York 1958. [https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/\(SICI\)1099-050X\(199721\)36:1%3C57::AID-HRM10%3E3.0.CO;2-B](https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/(SICI)1099-050X(199721)36:1%3C57::AID-HRM10%3E3.0.CO;2-B)
- Brandão, E. R., & Cabral, C. S. (2017). Contracepção de emergência no Brasil: desafios para a assistência farmacêutica. *Revista Saúde Soc.*, 26(4), 1087-1092. <https://www.scielo.br/j/sausoc/a/ZSgc9HRCKzDmLRCSHWX8KCx/?format=pdf&lang=pt>
- Brealey, R.A., Myers, S. C., & Allen, Franklin. (1992). *Principles of Corporate Finances*. McGraw-Hill. <https://docs.cpuc.ca.gov/PublishedDocs/SupDoc/A2204008/5468/496874121.pdf>
- BRICS. (2024). *Bloco dos Brics cresce e passa a integrar 5 novos países; Argentina fica de fora...* <https://www.cartacapital.com.br/mundo/bloco-dos-brics-cresce-e-passa-a-integrar-5-novos-paises-argentina-fica-de-fora/>
- Brigham, E. F., Gapenski, L. C., & Ehrhardt, M. C. (2021). *Administração Financeira: Teoria e Prática*. São Paulo: Atlas.
- Brighan, E. F., & Houston, J. F. (1999). *Fundamentos da moderna administração financeira*. Rio de Janeiro: Campus.
- Brito, G., Corrar, L., & Batistella, F. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista de Contabilidade e Finanças da USP*, 18(43), 9-19. <https://revistas.usp.br/rcf/article/view/34211>
- Brito, P, A, P.; Serrano, A., L., M.; Franco, V., R. (2018). Determinantes da estrutura de capital de empresas brasileiras de capital aberto em período de crise. *Revista Ambiente Contábeil*, v. 10, n. 2, jul/dez. 2018. Disponível em: <http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/Ambiente/article/view/3347/2587>. Acesso em: 28 out. 2025.
- BurkowshI, E., Perobelli, F. F. C., & Perobelli, F. S. (2019). Efeito setorial da intermediação financeira na dinâmica da estrutura de capital. *Economia Aplicada*, 23(3), 177-210.
- BYMA. Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (2024). *Dados das companhias listadas no Índice Merval*. <https://www.byma.com.ar/en/homepage/>
- Centenaro, A., & Laimer, C. G. (2017). Relações de cooperação e a competitividade no setor supermercadista. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 19(63), 65-81.
- Carvalho, F. J. C., Souza, F. E. P., Sicsú, J., Paula, L. F. R., & Studart, R. (2007). *Economia monetária e financeira, teoria e política*. 2. ed. revista atualizada, editora Campus São Paulo SP.

- Czimikoski, F. (2015). *Indicadores Econômicos: o PIB Reflete o Crescimento e o Desenvolvimento Socioeconômico?* [Monografia de Graduação do Departamento de Economia e Relações Internacionais]. Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis.
<https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/134839/Monografia%20do%20Fernando%20Czimikoski.pdf?sequence=1>
- Chiachio, V. F. O., & Martinez, A. L. (2018). Efeitos do Modelo de Pleurite e Índices de Liquidez na Agressividade Tributária. *RAC*, 23(2), 160-181.
- Damodaram, A. (2018). *Avaliação de investimentos* 2. ed. Revista ampliada, Qualitymark Editora LTDA: Rio de Janeiro RJ.
- Dimaggio, P. J., & Powell, W. W. (2005). A gaiola de ferro revisitada: isomorfismo institucional e racionalidade coletiva nos campos organizacionais. *RAE*, 45(2), 74-89.
<https://periodicos.fgv.br/rae/article/view/37123/35894>
- Economatica. (2024). *Dados da pesquisa*. <https://www.economatica.com/>
- Fávero, L. P. L., Belfiore, P. P., Silva, F. L. da, & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Editora Elsevier: Rio de Janeiro.
- Ferreira, M. C., Pardini, D. J., Ribeiro, J. S. A. N., & Peixoto, V. A. B. (2023). Contexto extremo e emoções em cenário de ruínas organizacionais: um estudo *cross culture*. *IntenexT*, 18(3), 268-281. <https://internext.espm.br/internext/article/view/731/497>
- FMI. (2024). *Fundo Monetário Internacional*. <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/fmi>
- Gonçalves, A. F. F., & Leal, E. A. (2015). Utilização da gestão de custo em micro e pequenas empresas: um estudo com empresas do Programa Empreender. *I Congresso da UFU de Contabilidade*, Uberlândia, MG.
- Greene, W. H. (2002). *Econometric analysis*. 7. ed. Pearson, Now York University.
https://www.ctanujit.org/uploads/2/5/3/9/25393293/_econometric_analysis_by_greene.pdf
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. *Econometria básica*. 5. ed. Porto Alegre, AMHG Editora LTDA, 2011.
- Henrique, M. R; Silva, S, B; Soares, W, A; Silva, S, R da. Determinantes da estrutura de capital de empresas brasileiras: uma análise empírica das teorias de Pecking-Order e Trade-Off no período de 2005 e 2014. *Revista Ibero-Americana de Estratégia*, v. 17, n. 1, jan-mar. 2018. Disponível em: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.redalyc.org/journal/3312/331259755010/331259755010.pdf>. Acesso em: 28 out. 2025.
- IBGE. (2024). *Dados do PIB brasileiro*. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.
<https://www.ibge.gov.br/>
- IPEA. (2024) *Dados econômicos*. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.
<https://www.ipea.gov.br/portal/>

- INDEC. (2024). *Dados do PIB Argentino*. Instituto Nacional de Estadística e Censos. <https://www.indec.gob.ar/>
- Kirch, G (2008). Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileira de capital aberto. *Revista Contexto*, v. 8, n. 13, 1º sem/2008. Porto Alegre. Disponível em: <https://seer.ufrgs.br/index.php/ConTexto/article/view/11100/6588>. Acesso em: 28 out. 2025.
- Leite, M., & Silva, T. P. (2019). Relação da estrutura de capital e do valor econômico agregado no desempenho econômico em empresas industriais brasileiras e chilenas. *Revista Faculdade de Ciências Económicas*, 27(1), 11-42. <https://revistas.umng.edu.co/index.php/rfce/article/view/3129/4065>
- Miranda, S. H. G., & Oliveira, M. M. (2023). A importância da reputação ambiental no comércio internacional de commodities agrícolas brasileiras. 61º *Congresso da Sociedade Brasileira de Economia, Administração e Sociologia Rural – SOBER* 23 a 27 de Julho. Piracicaba – SP. <https://even3.blob.core.windows.net/anais/626819.pdf>.
- Marongio, A. F. Q., Magnani, V. M., & Gatsios, R. C. (2022). Análise da estrutura de capital e heterogeneidade das dívidas das empresas de capital aberto do setor industrial e do agronegócio. *Revista Ambiente Contábil*, 14(2), 208- 229. <https://periodicos.ufrn.br/ambiente/article/view/27694>
- Medeiros, A. W., & Resende, A. L. (2017). Tangibilidade e intangibilidade na identificação do desempenho do persistente: Evidências no mercado brasileiro. *Revista de Administração Contemporânea*, 21(2), 184-202. https://www.researchgate.net/publication/316307746_Tangibilidade_e_Intangibilidade_na_Identificacao_do_Desempenho_Persistente_Evidencias_no_Mercado_Brasileiro
- Miller, M. (1977). Risco, incerteza e divergência de opinião. *Jornal de Finanças*, 32(4) 1151-1168.
- Ministério da Fazenda do Brasil. (2024). *Dados econômicos do Brasil*. <https://www.gov.br/fazenda/pt-br>.
- Ministério das Relações Exteriores do Brasil. (2023). *Dados sobre comércio internacional*. <https://www.gov.br/pt-br/como-exportar.pdf>
- Myers, S. C., & Stewart, C. M. (1984). Reviewed work(s): Source. *Interfaces*, 14(1), Strategic Management.
- Myers, S. C., & Majluf, N.S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w1396/w1396.pdf
- Meyer, J., & Rowan, B. (1977). Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony. *American Journal of Sociology*, 83, 340-363. <https://www.scirp.org/reference/referencespapers?referenceid=1324023>

- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297. https://pesquisa-eaesp.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/terra_-_the_cost_of_capital_corporation_finance.pdf
- Nappi, J. F., Botelho, M. R. A., Cruz, F. N., & Marins, N. T. (2022). Estrutura de capital das empresas não financeiras no Brasil: evidências para 2009-2017. *Economia e Sociedade*, 31(1), 65-86.
- OCDE. (2024). *O que significa OCDE e qual é a sua importância?* Organização Para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. <https://escolaeducacao.com.br/o-que-e-ocde/>
- Oliveira, A; C; B de. (2009). Constituição e corrupção: análise do caso da Argentina durante o governo de Fernando de la Rúa. *Revista Direito Público*, v.6, n. 27 – mai-jun- 2009 Disponível em: <https://www.portaldeperiodicos.idp.edu.br/direitopublico/article/view/1569>. Acesso em: 28 out. 2025.
- Pereira, M. O., & Franzoni, M. (2020). Los limites del progressismo: la política exterior de Argentina y Mexico Hacia America Latina. *Revista Neiba, Cadernos Argentina Brasil*, 9, 1-23. <https://www.e-publicacoes.uerj.br/neiba/article/view/50600/33987>
- Perobelli, F. F. C., & Famá, R. (2003). Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas. *Revista de Administração Contemporânea*, 7(1), 9-35. <https://www.scielo.br/j/rac/a/vh5DS65FbvDnXckSTPCCskp/?format=pdf&lang=pt>
- Queiroz, J. M., Maia V. M., Lima, J. P. R., Almeida, M. D., & Carmo, L. M. (2022). Estrutura de capital e cenário econômico: uma análise sobre empresas listadas na B31. *Revista de Evidenciação Contábil & Finanças*, 10(1), 117-135. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=10217574>
- Ritta, C. O., Bambino, A. C., & Silva, T. P. (2019). Fluxo financeiro como determinante da estrutura de capital das empresas latino-americanas. *Estúdios Gerenciales*, 35(150), 3-15. <http://www.scielo.org.co/pdf/eg/v35n150/0123-5923-eg-35-150-3.pdf>
- Rodrigues, J. A., Lauermann, G. J., Moreira, V. R., Ferraresi, A. A., & Souza, A. (2018). Estrutura de capital e peculiaridades regionais nas cooperativas agropecuárias do Paraná- Brasil. *RESR*, 56(2), 213-224. <https://www.scielo.br/j/resr/a/CPftzqqMVjNbFyPbMCx5TqG/?format=pdf&lang=pt>
- Rodrigues, D. R. (2018). *Determinantes da estrutura de capital e da distribuição de dividendos das empresas brasileiras: uma análise sob a ótica flexibilidade financeira*. [Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Administração]. Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia. <https://repositorio.ufu.br/bitstream/123456789/21353/1/DeterminantesEstruturaCapital.pdf>
- Ross, S., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Lamb, R. *Administração financeira: corporate finance*. 10. ed. São Paulo: AMGH, 2015.

- Semedo, I. G. (2015). *Teorias da Estrutura de capita das empresas: Uma aplicação às empresas Portuguesas cotadas na Euronext Lisboa*. 2015. [Dissertação apresentada ao Departamento de Mestrado de Gestão Financeira]. Instituto Superior de Gestão, Lisboa. [https://comum.rcaap.pt › bitstreams › download](https://comum.rcaap.pt/bitstreams/download)
- Silva, R. R. M da. A Argentina entre as reformas econômicas neoliberais e a redefinição das negociações com o FMI (1989-2007). *Revista de Sociologia Política*, v. 17, n. 33: 13-37, jun. 2009.
- Soveral, J. R. S., Padilha, M., & Simionato, T. M. O paradigma estrutura-conduta-desempenho: estudo em empresas do setor joalheiro de Guaporé RS. *Revista Ibero-Americana De Estratégia*, 22(1), 1-35. https://www.researchgate.net/publication/369838948_O_paradigma_Estrutura-Conduto-Desempenho_um_estudo_nas_empresas_das_industrias_de_joias_de_Guapore_-_RS
- Sprengrer, L. (2025). *Conheça quais países o Brasil tem acordo comercial*. <https://www.fazcomex.com.br/comex/quais-paises-o-brasil-tem-acordo-comercial/>.
- Terra, P. R. S. (2006). Inflação e retorno do mercado acionário em países desenvolvidos e emergentes, *RAC*, 10(3), 133-158. <https://www.scielo.br/j/rac/a/V75qTBdVZRCqvgytjBbPGgM/?format=pdf&lang=pt>
- Transparência Internacional. (2019). *Brasil cai pelo 3º ano seguido no ranking da Transparência Internacional e atinge a nota mais baixa desde 2012*. <https://transparenciainternacional.org.br/posts/brasil-cai-pelo-3o-ano-seguido-no-ranking-da-transparencia-internacional-e-atinge-a-nota-mais-baixa-desde-2012/>
- UCA. (2024). *Dados sobre a pobreza na Argentina*. Universidad Católica Argentina. <http://uca.edu>.
- Zagnelli, M. V; Brito, A. P. R. (2025). Corrupção empresarial e compliance: um estudo comparado no Brasil e Argentina. *Revista Multidisciplinar Humanidades e Tecnologias (FINOM)*, v. 57, abr-jun. 2025. Disponível em: https://www.researchgate.net/profile/Humanidades-Finom/publication/390743563_Corruptao_empresarial_e_compliance_um_estudo_comparado_no_Brasil_e_Argentina_Corporate_Corruption_and_Compliance_A_Comparative_Study_in_Brazil_and_Argentina/links/67f5e58360241d51400bbb61/Corruptao-empresarial-e-compliance-um-estudo-comparado-no-Brasil-e-Argentina-Corporate-Corruption-and-Compliance-A-Comparative-Study-in-Brazil-and-Argentina.pdf. Acesso em: 28 out. 2025.

Apêndice A: dados econômicos e financeiros das companhias brasileiras no intervalo de tempo, 2017 e 2024

2017	1	4268724	79303517	1.61	1.3	2.95	37
2018	1	46341241	49350020	1.77	1.8	3.75	35
2019	1	4831184	36528120	1.89	1.2	4.31	35
2020	1	5877196	34012734	10.1	-3.3	4.52	38
2021	1	5444104	33303838	5.59	4.8	10.06	38
2022	1	4822135	22893630	22.35	3.0	5.57	38
2023	1	45510211	19286923	9.42	2.9	4.62	36
2024	1	46660371	19144058	6.93	3.5	4.83	34
2017	2	1071325269	33106902	13.11	1.3	2.95	37
2018	2	1197935741	418310225	8.61	1.8	3.75	35
2019	2	1544295658	404766787	3.89	1.2	4.31	35
2020	2	1542301218	470169917	0.60	-3.3	4.52	38
2021	2	14840614371	753660617	8.54	4.8	10.06	38
2022	2	1425535107	727000176	14.84	3.0	5.57	38
2023	2	1407152756	722950819	9.51	2.9	4.62	36
2024	2	1608010013	638739939	23.32	3.5	4.83	34
2017	3	58529822664	604573019	6.89	1.3	2.95	37
2018	3	62149762283	842683698	4.55	1.8	3.75	35
2019	3	63540372952	18229155	7.24	1.2	4.31	35
2020	3	65977196453	17909762	19.37	-3.3	4.52	38
2021	3	63211904313	18763708	43.37	4.8	10.06	38
2022	3	64298469185	18114800	5.45	3.0	5.57	38
2023	3	65959833986	22584420	5.74	2.9	4.62	36
2024	3	82985815031	21933633	11.82	3.5	4.83	34
2017	4	179504540	40101720	4.28	1.3	2.95	37
2018	4	189162510	35006370	5.31	1.8	3.75	35
2019	4	1814902281	39423725	4.92	1.2	4.31	35
2020	4	170741092	45656594	4.85	-3.3	4.52	38
2021	4	1633632331	36711379	4.10	4.8	10.06	38
2022	4	190968520	35132385	21.39	3.0	5.57	38
2023	4	185165569	29215781	26.97	2.9	4.62	36
2024	4	218776281	38860965	4.86	3.5	4.83	34
2017	5	56551076284	50567884	4.71	1.3	2.95	37
2018	5	54525920883	8324658	3.84	1.8	3.75	35
2019	5	55600824334	9909167	1.69	1.2	4.31	35
2020	5	61477736133	8213287	8.83	-3.3	4.52	38
2021	5	63521944788	7737900	8.82	4.8	10.06	38
2022	5	54004115875	11427455	8.79	3.0	5.57	38
2023	5	52483069.99	19203867	8.45	2.9	4.62	36
2024	5	46107462049	15493053	10.17	3.5	4.83	34
2017	6	10206420256	15713363	4.79	1.3	2.95	37
2018	6	11265438117	14740443	1.31	1.8	3.75	35
2019	6	12140114925	0	1.12	1.2	4.31	35
2020	6	15327504927	0	1.99	-3.3	4.52	38
2021	6	16431738554	0	2.59	4.8	10.06	38
2022	6	17115638774	0	2.76	3.0	5.57	38

2023	6	19193960875	0	3.20	2.9	4.62	36
2024	6	23365114835	0	2.65	3.5	4.83	34
2017	7	135524244	0	1.61	1.3	2.95	37
2018	7	126711174	0	11.07	1.8	3.75	35
2019	7	135860131	0	1.49	1.2	4.31	35
2020	7	1593018111	2076635	9.34	-3.3	4.52	38
2021	7	1566135251	1604026	9.61	4.8	10.06	38
2022	7	1486238171	1103518	10.93	3.0	5.57	38
2023	7	139133020	2354028	11.19	2.9	4.62	36
2024	7	1659260661	4083021	8.91	3.5	4.83	34
2017	8	51108116974	1835844	8.59	1.3	2.95	37
2018	8	54289509905	2266345	6.93	1.8	3.75	35
2019	8	49538629783	2057769	1.07	1.2	4.31	35
2020	8	36475507568	1869287	-0.12	-3.3	4.52	38
2021	8	37564899413	17065948	-0.86	4.8	10.06	38
2022	8	52267535308	17714383	20.54	3.0	5.57	38
2023	8	49337271461	16900792	1.70	2.9	4.62	36
2024	8	49337271461	237550	3.01	3.5	4.83	34
2017	9	91559308137	3892705	3.74	1.3	2.95	37
2018	9	11319030997	9847004	8.77	1.8	3.75	35
2019	9	14012366102	20552391	5.93	1.2	4.31	35
2020	9	15266989298	17815905	2.55	-3.3	4.52	38
2021	9	19112951081	19000767	2.29	4.8	10.06	38
2022	9	25161057118	0	6.13	3.0	5.57	38
2023	9	27969623067	1648619	7.97	2.9	4.62	36
2024	9	31917053195	2991011	9.02	3.5	4.83	34
2017	10	79931510958	2422488	7.93	1.3	2.95	37
2018	10	87426603.45	740774	6.93	1.8	3.75	35
2019	10	87655351715	721379	5.89	1.2	4.31	35
2020	10	100986539.04	5682071	5.95	-3.3	4.52	38
2021	10	125168574.21	4384218	19.46	4.8	10.06	38
2022	10	110166133.79	3670101	15.77	3.0	5.57	38
2023	10	92511872825	14232459	-12.32	2.9	4.62	36
2024	10	83821214513	6787181	11.75	3.5	4.83	34
2017	11	13322872617	4095255	7.76	1.3	2.95	37
2018	11	15735556756	7052818	10.99	1.8	3.75	35
2019	11	22160706566	7576598	4.41	1.2	4.31	35
2020	11	22480657674	9066581	6.10	-3.3	4.52	38
2021	11	25507347875	9993095	9.52	4.8	10.06	38
2022	11	50045552579	9694494	4.14	3.0	5.57	38
2023	11	68609178305	18685439	2.82	2.9	4.62	36
2024	11	71337879157	31425913	2.60	3.5	4.83	34
2017	12	41869732352	8052900	1.05	1.3	2.95	37
2018	12	76692490507	17698465	0.18	1.8	3.75	35
2019	12	139456804.27	26422624	5.12	1.2	4.31	35
2020	12	140015595	19478715	-10.02	-3.3	4.52	38
2021	12	1461541981	16347724	7.01	4.8	10.06	38
2022	12	148157739	15087638	1.77	3.0	5.57	38

2023	12	149052209	20890152	10.15	2.9	4.62	36
2024	12	165540336	26766083	4.37	3.5	4.83	34
2017	13	14445393517	80499	-7.91	1.3	2.95	37
2018	13	15018660156	45005	6.50	1.8	3.75	35
2019	13	31357619512	0	0.11	1.2	4.31	35
2020	13	48447664614	0	1.22	-3.3	4.52	38
2021	13	81672780583	0	1.94	4.8	10.06	38
2022	13	11388690596	0	3.38	3.0	5.57	38
2023	13	15516659039	0	3.58	2.9	4.62	36
2024	13	27260503745	0	3.87	3.5	4.83	34
2017	14	10450589265	2036667	1.35	1.3	2.95	37
2018	14	11715200598	2289600	6.4	1.8	3.75	35
2019	14	13855328057	3732989	4.88	1.2	4.31	35
2020	14	16669119859	5712599	7.91	-3.3	4.52	38
2021	14	16888678041	5641415	8.26	4.8	10.06	38
2022	14	29655037071	11957484	14.24	3.0	5.57	38
2023	14	27472422217	11948110	0.85	2.9	4.62	36
2024	14	44198229.03	12971310	0.09	3.5	4.83	34
2017	15	16015036628	2361421	3.01	1.3	2.95	37
2018	15	16015058025	2170370	1.32	1.8	3.75	35
2019	15	185656741	4365771	3.37	1.2	4.31	35
2020	15	28274021826	5779432	13.75	-3.3	4.52	38
2021	15	27024123687	7012124	0.66	4.8	10.06	38
2022	15	26352030203	5611740	21.96	3.0	5.57	38
2023	15	28381828379	7550003	27.24	2.9	4.62	36
2024	15	27403138274	6945260	-35.87	3.5	4.83	34
2017	16	34373637523	6257556	4.95	1.3	2.95	37
2018	16	35530765	7336976	12.6	1.8	3.75	35
2019	16	34918770623	8824406	8.66	1.2	4.31	35
2020	16	36783085824	10893991	13.89	-3.3	4.52	38
2021	16	40089524052	13012554	7.4	4.8	10.06	38
2022	16	45669319513	19135190	3.78	3.0	5.57	38
2023	16	46618253297	16385251	10.98	2.9	4.62	36
2024	16	49654204719	20714103	13.14	3.5	4.83	34
2017	17	1512042701	12523757	0.01	1.3	2.95	37
2018	17	146132185	8758488	0.01	1.8	3.75	35
2019	17	1478216251	18907052	0.45	1.2	4.31	35
2020	17	142005793	17320243	4.39	-3.3	4.52	38
2021	17	137047764	15552643	5.41	4.8	10.06	38
2022	17	131045814	21007264	3.50	3.0	5.57	38
2023	17	128643946	19998885	4.20	2.9	4.62	36
2024	17	126468849	20898963	4.49	3.5	4.83	34
2017	18	47988190.99	1321648	-0.78	1.3	2.95	37
2018	18	51247630734	2474230	0.48	1.8	3.75	35
2019	18	52049747707	4050520	1.76	1.2	4.31	35
2020	18	57631103942	3798067	5.37	-3.3	4.52	38
2021	18	64610112962	3623882	2.85	4.8	10.06	38
2022	18	59540158361	1610463	21.56	3.0	5.57	38

2023	18	57487948898	1040070	14.01	2.9	4.62	36
2024	18	66582851379	3923375	7.02	3.5	4.83	34
2017	19	34629519468	951971	10.93	1.3	2.95	37
2018	19	31353082782	658202	11.19	1.8	3.75	35
2019	19	46541943861	592325	11.62	1.2	4.31	35
2020	19	43409929916	267669	8.89	-3.3	4.52	38
2021	19	81565179245	2098011	5.37	4.8	10.06	38
2022	19	79734205767	1939528	7.02	3.0	5.57	38
2023	19	80478151861	1853609	9.80	2.9	4.62	36
2024	19	76528030175	1673710	9.60	3.5	4.83	34
2017	20	26575322568	3258418	1.59	1.3	2.95	37
2018	20	27309023755	3482981	1.51	1.8	3.75	35
2019	20	27454027563	2596476	1.53	1.2	4.31	35
2020	20	30273899	2067643	16.87	-3.3	4.52	38
2021	20	28409729306	1581945	20.72	4.8	10.06	38
2022	20	24811732287	0	5.03	3.0	5.57	38
2023	20	27243109	0	8.90	2.9	4.62	36
2024	20	27084385191	0	1.06	3.5	4.83	34
2017	21	94052295974	904236	6.37	1.3	2.95	37
2018	21	10245377324	1178715	6.51	1.8	3.75	35
2019	21	16516172298	1540682	7.25	1.2	4.31	35
2020	21	17723468431	2119913	3.57	-3.3	4.52	38
2021	21	17170005.01	1865296	5.2	4.8	10.06	38
2022	21	18737840922	2517197	5.97	3.0	5.57	38
2023	21	20502251007	3119030	5.52	2.9	4.62	36
2024	21	21736563908	3283787	5.65	3.5	4.83	34
2017	22	23456869211	0	5.82	1.3	2.95	37
2018	22	23633666676	64312	2.06	1.8	3.75	35
2019	22	24279733376	65994	4.29	1.2	4.31	35
2020	22	26253514	65368	14.27	-3.3	4.52	38
2021	22	26893740589	62906	16.58	4.8	10.06	38
2022	22	28029583346	0	1.64	3.0	5.57	38
2023	22	31278705804	0	1.97	2.9	4.62	36
2024	22	33236167414	0	2.19	3.5	4.83	34
2017	23	91395099091	1805092	4.39	1.3	2.95	37
2018	23	99593650784	1525175	1.22	1.8	3.75	35
2019	23	12941534288	1419974	1.21	1.2	4.31	35
2020	23	15629458873	3380813	9.17	-3.3	4.52	38
2021	23	21277316928	3165626	35.37	4.8	10.06	38
2022	23	18485284516	1183452	7.85	3.0	5.57	38
2023	23	17531542189	1126751	5.92	2.9	4.62	36
2024	23	16956594763	535392	7.22	3.5	4.83	34
2017	24	15865562736	1210150	5.63	1.3	2.95	37
2018	24	16608014939	2506461	9.88	1.8	3.75	35
2019	24	155505161	2404528	1.29	1.2	4.31	35
2020	24	17002082095	3677845	6.87	-3.3	4.52	38
2021	24	14549328638	2163157	6.94	4.8	10.06	38
2022	24	15689661955	2032193	12.90	3.0	5.57	38

2023	24	15326767597	9224	17.10	2.9	4.62	36
2024	24	16276908194	8926	14.87	3.5	4.83	34
2017	25	59177046068	20049544	-0.67	1.3	2.95	37
2018	25	57464635865	27167277	2.08	1.8	3.75	35
2019	25	59614903261	22469963	2.06	1.2	4.31	35
2020	25	69824904304	25269157	2.59	-3.3	4.52	38
2021	25	73610175442	25409857	0.67	4.8	10.06	38
2022	25	67196972191	22913738	-52.9	3.0	5.57	38
2023	25	64192355026	19014392	-3.39	2.9	4.62	36
2024	25	62713229816	18221034	5.25	3.5	4.83	34
2017	26	27153462731	0	10.93	1.3	2.95	37
2018	26	28924851854	0	11.19	1.8	3.75	35
2019	26	31639281092	0	11.62	1.2	4.31	35
2020	26	54508449089	3068680	4.42	-3.3	4.52	38
2021	26	59233271706	4180012	5.93	4.8	10.06	38
2022	26	59485100716	5585818	3.15	3.0	5.57	38
2023	26	59366086317	4051134	5.13	2.9	4.62	36
2024	26	57723728802	3110755	5.59	3.5	4.83	34
2017	27	12112544649	700053	6.07	1.3	2.95	37
2018	27	15596958811	1109891	9.84	1.8	3.75	35
2019	27	32195678213	11594000	4.44	1.2	4.31	35
2020	27	24628925194	10247549	7.42	-3.3	4.52	38
2021	27	27172607589	9992613	7.04	4.8	10.06	38
2022	27	45652460314	14151611	30.03	3.0	5.57	38
2023	27	46385129801	16312199	16.44	2.9	4.62	36
2024	27	46723302081	16975665	16.86	3.5	4.83	34
2017	28	10582076384	4218746	3.37	1.3	2.95	37
2018	28	15070967673	5485689	4.02	1.8	3.75	35
2019	28	16100771457	5896303	6.02	1.2	4.31	35
2020	28	18000616793	6493206	10.67	-3.3	4.52	38
2021	28	21133830246	6118775	14.57	4.8	10.06	38
2022	28	21064105657	7466343	11.39	3.0	5.57	38
2023	28	25298717	10949307	8.04	2.9	4.62	36
2024	28	30820546155	10823547	12.60	3.5	4.83	34
2017	29	44812399889	28994358	-0.81	1.3	2.95	37
2018	29	41464467208	27812535	4.36	1.8	3.75	35
2019	29	46534759329	33126021	2.21	1.2	4.31	35
2020	29	44866773828	34738394	-72.5	-3.3	4.52	38
2021	29	48215956404	35334489	7.45	4.8	10.06	38
2022	29	50897495	31289602	9.85	3.0	5.57	38
2023	29	56668454279	34527079	5.10	2.9	4.62	36
2024	29	583602741	41130550	3.21	3.5	4.83	34
2017	30	17257262148	4317959	5.82	1.3	2.95	37
2018	30	15774153273	2874742	2.05	1.8	3.75	35
2019	30	15760611944	3851370	4.28	1.2	4.31	35
2020	30	17375131	6671504	14.38	-3.3	4.52	38
2021	30	19388423586	6816375	4.21	4.8	10.06	38
2022	30	23853109297	9205936	19.47	3.0	5.57	38

2023	30	21048298211	6102371	8.74	2.9	4.62	36
2024	30	21102179255	5247921	6.06	3.5	4.83	34
2017	31	2189102681	0	-0.55	1.3	2.95	37
2018	31	55078535128	0	-10.54	1.8	3.75	35
2019	31	13113956232	2796256	0.71	1.2	4.31	35
2020	31	13210356926	2638551	7.76	-3.3	4.52	38
2021	31	18111983984	2473820	3.25	4.8	10.06	38
2022	31	61801727611	6843715	-14.1	3.0	5.57	38
2023	31	63342366	10109625	-12.8	2.9	4.62	36
2024	31	63071173987	12831184	-10.5	3.5	4.83	34
2017	32	179504540	35006370	4.28	1.3	2.95	37
2018	32	189162510	39423725	5.31	1.8	3.75	35
2019	32	1814902281	45656594	4.93	1.2	4.31	35
2020	32	170741092	36711379	4.85	-3.3	4.52	38
2021	32	1633632331	35132385	4.1	4.8	10.06	38
2022	32	190968520	29215781	21.39	3.0	5.57	38
2023	32	185165569	38860965	26.39	2.9	4.62	36
2024	32	218776281	50567884	4.86	3.5	4.83	34
2017	33	47322160877	855043	0.44	1.3	2.95	37
2018	33	45685793454	613386	2.51	1.8	3.75	35
2019	33	112272941	0	1.15	1.2	4.31	35
2020	33	10802692033	0	2.04	-3.3	4.52	38
2021	33	10163778683	2157434	3.21	4.8	10.06	38
2022	33	110556141	0	1.58	3.0	5.57	38
2023	33	20443359929	0	1.77	2.9	4.62	36
2024	33	18582993629	0	3.85	3.5	4.83	34
2017	34	22426420819	4307220	1.12	1.3	2.95	37
2018	34	25116618.9	6563161	1.45	1.8	3.75	35
2019	34	29317723771	11531808	4.02	1.2	4.31	35
2020	34	31216579708	11527956	11.72	-3.3	4.52	38
2021	34	28072090573	10335447	6.62	4.8	10.06	38
2022	34	246012501	7033146	12.16	3.0	5.57	38
2023	34	27795738722	9498859	13.25	2.9	4.62	36
2024	34	33409694272	12147376	13.12	3.5	4.83	34
2017	35	14588932498	751459	9.78	1.3	2.95	37
2018	35	14621182367	609092	10.70	1.8	3.75	35
2019	35	15637295931	1753464	9.76	1.2	4.31	35
2020	35	21815254	7070913	7.76	-3.3	4.52	38
2021	35	23151262601	9056853	6.83	4.8	10.06	38
2022	35	25438679779	10791141	7.49	3.0	5.57	38
2023	35	25589449366	10663586	6.91	2.9	4.62	36
2024	35	24394349461	9589941	5.63	3.5	4.83	34
2017	36	24560571561	0	4.80	1.3	2.95	37
2018	36	26059744873	0	0.03	1.8	3.75	35
2019	36	28465651607	2389496	0.18	1.2	4.31	35
2020	36	26750070	36830	4.16	-3.3	4.52	38
2021	36	40173988	9734706	18.12	4.8	10.06	38
2022	36	45074668624	6188442	29.32	3.0	5.57	38

2023	36	47481533235	14530864	24.76	2.9	4.62	36
2024	36	43284445323	21904925	-22.3	3.5	4.83	34
2017	37	24321479047	2347874	8.03	1.3	2.95	37
2018	37	25374163451	3832552	10.22	1.8	3.75	35
2019	37	26012044136	4114422	8.23	1.2	4.31	35
2020	37	30876615221	5618889	14.24	-3.3	4.52	38
2021	37	33311155746	7586560	10.77	4.8	10.06	38
2022	37	35151287355	8898741	7.23	3.0	5.57	38
2023	37	37406703884	9839462	8.15	2.9	4.62	36
2024	37	43042512632	13505617	8.32	3.5	4.83	34
2017	38	17464181826	12514702	2.20	1.3	2.95	37
2018	38	17815701455	11679282	1.13	1.8	3.75	35
2019	38	88124399254	3943604	4.97	1.2	4.31	35
2020	38	36552372689	675187	-23.2	-3.3	4.52	38
2021	38	34279219425	0	3.63	4.8	10.06	38
2022	38	25306988088	0	-0.12	3.0	5.57	38
2023	38	25683842896	0	1.24	2.9	4.62	36
2024	38	16467021296	0	-0.55	3.5	4.83	34
2017	39	39289400695	0	6.45	1.3	2.95	37
2018	39	45019045934	0	6.91	1.8	3.75	35
2019	39	40818758587	0	6.57	1.2	4.31	35
2020	39	14193541893	0	-0.20	-3.3	4.52	38
2021	39	49831939461	0	-0.02	4.8	10.06	38
2022	39	60093374961	1012209	27.97	3.0	5.57	38
2023	39	83609387155	2141128	5.20	2.9	4.62	36
2024	39	18817299823	7717879	-49.5	3.5	4.83	34
2017	40	11729398103	3096886	-1.14	1.3	2.95	37
2018	40	11495975805	3164729	9.27	1.8	3.75	35
2019	40	12059465709	3485282	-3.33	1.2	4.31	35
2020	40	13223636472	3800991	9.55	-3.3	4.52	38
2021	40	12109473642	3656163	4.45	4.8	10.06	38
2022	40	11762391579	3152498	7.34	3.0	5.57	38
2023	40	12004691179	3262756	9.12	2.9	4.62	36
2024	40	12465819626	5478599	10.77	3.5	4.83	34
2017	41	14006458815	275768	2.61	1.3	2.95	37
2018	41	15418568862	0	3.24	1.8	3.75	35
2019	41	188103871	0	1.34	1.2	4.31	35
2020	41	19969700736	0	2.38	-3.3	4.52	38
2021	41	18104530362	0	3.11	4.8	10.06	38
2022	41	19780669986	0	2.89	3.0	5.57	38
2023	41	20871136172	0	2.84	2.9	4.62	36
2024	41	22746961849	0	2.45	3.5	4.83	34
2017	42	11727058.18	4429595	7.75	1.3	2.95	37
2018	42	12025594772	4693723	4.91	1.8	3.75	35
2019	42	13889885754	6246727	-4.25	1.2	4.31	35
2020	42	16280763806	6986958	18.18	-3.3	4.52	38
2021	42	16443600859	7334086	16.00	4.8	10.06	38
2022	42	16882713218	7970811	9.64	3.0	5.57	38

2023	42	18399992742	9242059	7.98	2.9	4.62	36
2024	42	18536285698	8879677	9.36	3.5	4.83	34
2017	43	10451290798	1222729	2.54	1.3	2.95	37
2018	43	99224605026	2147625	-1.15	1.8	3.75	35
2019	43	98664968878	2727056	1.43	1.2	4.31	35
2020	43	11512015809	2951845	20.00	-3.3	4.52	38
2021	43	11175664047	3007509	9.72	4.8	10.06	38
2022	43	12032552	2946113	7.55	3.0	5.57	38
2023	43	11671704884	2483901	8.67	2.9	4.62	36
2024	43	14071078075	3306011	12.00	3.5	4.83	34
2017	44	62702746738	42969662	14.71	1.3	2.95	37
2018	44	60652880789	34468802	13.65	1.8	3.75	35
2019	44	61292981946	32960852	11.32	1.2	4.31	35
2020	44	69612339969	37009793	7.13	-3.3	4.52	38
2021	44	73637231531	23187141	19.79	4.8	10.06	38
2022	44	68781945858	24067368	25.39	3.0	5.57	38
2023	44	64955315586	25451612	-0.52	2.9	4.62	36
2024	44	66359217359	30995464	-4.00	3.5	4.83	34
2017	45	15288047145	186100	1.86	1.3	2.95	37
2018	45	13945233312	107968	8.58	1.8	3.75	35
2019	45	14955084008	67370	9.12	1.2	4.31	35
2020	45	30819289928	602959	20.62	-3.3	4.52	38
2021	45	31684468437	432440	12.95	4.8	10.06	38
2022	45	45909124745	186863	10.39	3.0	5.57	38
2023	45	55320903787	729832	7.75	2.9	4.62	36
2024	45	10848489138	979552	3.22	3.5	4.83	34
2017	46	51979999665	1554656	5.06	1.3	2.95	37
2018	46	55108736136	1792214	5.08	1.8	3.75	35
2019	46	67831972061	2125623	2.96	1.2	4.31	35
2020	46	70330610557	2489043	4.78	-3.3	4.52	38
2021	46	68507596325	3637202	6.07	4.8	10.06	38
2022	46	81496587651	4010972	4.24	3.0	5.57	38
2023	46	10571010688	4034172	4.32	2.9	4.62	36
2024	46	11591044594	5059701	5.44	3.5	4.83	34
2017	47	26900579321	2058370	20.56	1.3	2.95	37
2018	47	30637304632	3144126	11.19	1.8	3.75	35
2019	47	32008426289	3935081	-3.99	1.2	4.31	35
2020	47	42853018633	7798750	1.01	-3.3	4.52	38
2021	47	56286887868	13008035	9.17	4.8	10.06	38
2022	47	54855359261	19480001	8.53	3.0	5.57	38
2023	47	57830809102	13334943	-2.81	2.9	4.62	36
2024	47	58790739279	22163888	4.87	3.5	4.83	34
2017	48	13612371906	1047337	0.01	1.3	2.95	37
2018	48	14357855829	925646	0.09	1.8	3.75	35
2019	48	137300091	0	6.58	1.2	4.31	35
2020	48	15653451825	0	7.29	-3.3	4.52	38
2021	48	17532855746	0	3.43	4.8	10.06	38
2022	48	18531731606	0	2.27	3.0	5.57	38

2023	48	18027564529	0	1.52	2.9	4.62	36
2024	48	20587678768	0	7.68	3.5	4.83	34
2017	49	23961881217	0	0.59	1.3	2.95	37
2018	49	23776968104	0	0.12	1.8	3.75	35
2019	49	335787391	10750107	0.17	1.2	4.31	35
2020	49	27506205498	9158381	-27.6	-3.3	4.52	38
2021	49	22772697313	6754878	-25.5	4.8	10.06	38
2022	49	19137126	4412314	-31.0	3.0	5.57	38
2023	49	17278755747	4006934	-30.6	2.9	4.62	36
2024	49	17670761455	4098803	5.11	3.5	4.83	34
2017	50	38035728643	333637	4.09	1.3	2.95	37
2018	50	37857384094	292947	3.7	1.8	3.75	35
2019	50	39457499599	492547	1.73	1.2	4.31	35
2020	50	50939516175	469152	-0.35	-3.3	4.52	38
2021	50	51746054319	413667	6.24	4.8	10.06	38
2022	50	44713987438	308476	10.79	3.0	5.57	38
2023	50	46609486994	399153	11.62	2.9	4.62	36
2024	50	52993045962	2746090	14.34	3.5	4.83	34
2017	51	28902212845	576490	12.47	1.3	2.95	37
2018	51	37586844693	1170347	18.29	1.8	3.75	35
2019	51	30214030116	1127359	16.54	1.2	4.31	35
2020	51	3199962276	1378603	4.62	-3.3	4.52	38
2021	51	31391911693	1383201	6.04	4.8	10.06	38
2022	51	33494809333	1465109	6.37	3.0	5.57	38
2023	51	37963462952	1246455	9.38	2.9	4.62	36
2024	51	41205385967	1261914	15.87	3.5	4.83	34
2017	52	50397021506	768748	1.44	1.3	2.95	37
2018	52	50294107739	1108172	1.35	1.8	3.75	35
2019	52	53422012584	841321	1.65	1.2	4.31	35
2020	52	88840672238	4584963	14.46	-3.3	4.52	38
2021	52	87823475208	4540156	21.41	4.8	10.06	38
2022	52	73079767919	3966888	-0.89	3.0	5.57	38
2023	52	70264571058	3732496	23.29	2.9	4.62	36
2024	52	7356385257	4049041	4.75	3.5	4.83	34
2017	53	16757633001	2533591	6.97	1.3	2.95	37
2018	53	15170886	299387	7.06	1.8	3.75	35
2019	53	13822124383	305021	4.52	1.2	4.31	35
2020	53	14784219966	0	12.98	-3.3	4.52	38
2021	53	89812328409	0	1.06	4.8	10.06	38
2022	53	90612816832	0	4.62	3.0	5.57	38
2023	53	84767334118	0	2.40	2.9	4.62	36
2024	53	88202583974	0	1.38	3.5	4.83	34
2017	54	69832830779	2035511	4.39	1.3	2.95	37
2018	54	73268158442	1991545	0.03	1.8	3.75	35
2019	54	96621473348	2130505	0.01	1.2	4.31	35
2020	54	122236131	2683583	5.23	-3.3	4.52	38
2021	54	15408733989	3245502	8.19	4.8	10.06	38
2022	54	16928491	3544220	8.41	3.0	5.57	38

2023	54	167603701	4311112	5.74	2.9	4.62	36
2024	54	16904892001	4883550	30.88	3.5	4.83	34
2017	55	56562654539	4744962	28.68	1.3	2.95	37
2018	55	60684632505	3248534	4.25	1.8	3.75	35
2019	55	72158385995	4989787	1.73	1.2	4.31	35
2020	55	87979222549	5749630	-0.99	-3.3	4.52	38
2021	55	90154538712	3624943	18.44	4.8	10.06	38
2022	55	82332957853	9337996	-0.45	3.0	5.57	38
2023	55	83914789677	10399242	-6.09	2.9	4.62	36
2024	55	88229392.51	9431153	-13.1	3.5	4.83	34
2017	56	34467959672	8917555	2.05	1.3	2.95	37
2018	56	34864666.8	8324298	0.73	1.8	3.75	35
2019	56	32834599669	6969607	3.37	1.2	4.31	35
2020	56	34889576734	7799938	25.23	-3.3	4.52	38
2021	56	41181442221	7434591	26.18	4.8	10.06	38
2022	56	40623208692	6965700	4.46	3.0	5.57	38
2023	56	39250036072	6357584	3.38	2.9	4.62	36
2024	56	36943648573	6937517	-0.40	3.5	4.83	34
2017	57	21751267817	739774	-4.51	1.3	2.95	37
2018	57	24922479347	1161329	-4.34	1.8	3.75	35
2019	57	37966774049	2778181	-4.64	1.2	4.31	35
2020	57	51682178835	3640352	4.53	-3.3	4.52	38
2021	57	11460718421	3885616	4.17	4.8	10.06	38
2022	57	17309841	7958566	4.34	3.0	5.57	38
2023	57	20393526291	12107707	3.09	2.9	4.62	36
2024	57	20509917617	14804705	19.03	3.5	4.83	34
2017	58	17294069756	5038317	-29.8	3.5	4.83	34
2018	58	18271705523	4212226	2.56	1.3	2.95	37
2019	58	16731298392	3482955	2.91	1.8	3.75	35
2020	58	17724445738	4105381	6.27	1.2	4.31	35
2021	58	18356114214	4239346	3.92	-3.3	4.52	38
2022	58	17662657	4072669	5.24	4.8	10.06	38
2023	58	16810282732	4846650	-11.8	3.0	5.57	38
2024	58	17013155033	4661406	-0.18	2.9	4.62	36
2017	59	17294069756	5038317	-29.8	3.5	4.83	34
2018	59	15190803421	9061324	2.56	1.3	2.95	37
2019	59	18134966194	10949800	2.91	1.8	3.75	35
2020	59	18472527503	10931294	6.27	1.2	4.31	35
2021	59	22719158213	11579150	3.92	-3.3	4.52	38
2022	59	24918811357	13557330	5.24	4.8	10.06	38
2023	59	23346865795	14138499	-11.8	3.0	5.57	38
2024	59	30669291981	22517569	-0.18	2.9	4.62	36
2017	60	41710102773	29000669	-29.8	3.5	4.83	34
2018	60	34008070743	6066633	2.92	1.3	2.95	37
2019	60	35353867489	6760632	1.99	1.8	3.75	35
2020	60	40566007468	7347289	2.31	1.2	4.31	35
2021	60	48119379.27	9917785	3.45	-3.3	4.52	38
2022	60	40003918567	9921613	2.87	4.8	10.06	38

2023	60	34039844726	6589699	3.01	3.0	5.57	38
2024	60	23572330595	5665868	4.51	2.9	4.62	36
2017	61	19984451865	4145280	5.93	3.5	4.83	34
2018	61	61606127799	1304206	6.27	1.3	2.95	37
2019	61	74327675988	1938920	5.98	1.8	3.75	35
2020	61	76370337043	2503664	6.51	1.2	4.31	35
2021	61	56026296733	1973828	6.37	-3.3	4.52	38
2022	61	45453825293	1216308	7.01	4.8	10.06	38
2023	61	36355444333	1007826	5.87	3.0	5.57	38
2024	61	36623497032	848710	5.87	2.9	4.62	36

Apêndice B: dados das companhias argentinas no intervalo de tempo, 2017 a 2024

2017	1	138975	93895	0.36	-2	25,00	37,00
2018	1	182598	159250	0.38	-3	34,00	40,00
2019	1	209578	170215	0.48	-2	54,00	45,00
2020	1	224510	129608	-11.89	-10	42,00	42,00
2021	1	423268	319718	-9.82	3	48,00	38,00
2022	1	480131	354465	-3.63	5	95,00	38,00
2023	1	1508804	1069993	3.21	-2	211,00	38,00
2024	1	3255753	2212000	23.1	-1.7	118,00	37,00
2017	2	1602389	1362745	1.04	-2	25,00	37,00
2017	2	1715302	1403168	1.70	-3	34,00	40,00
2019	2	1803125	1500031	2.18	-2	54,00	45,00
2020	2	1596883	1325400	2.43	-10	42,00	42,00
2021	2	3271221	2681842	1.96	3	48,00	38,00
2022	2	3385145	2775800	1.52	5	95,00	38,00
2023	2	1028508	826713	0.04	-2	211,00	38,00
2024	2	3473391	190912	2.79	-1.7	118,00	37,00
2017	3	17987	12035	-7.20	-2	25,00	37,00
2018	3	16329	10108	-36,11	-3	34,00	40,00
2019	3	18967	11021	-3.62	-2	54,00	45,00
2020	3	19232	12398	-39,56	-10	42,00	42,00
2021	3	23900	15419	-3.68	3	48,00	38,00
2022	3	31198	27198	0	5	95,00	38,00
2023	3	25035	15984	5.10	-2	211,00	38,00
2024	3	29691	8967	12.4	-1.7	118,00	37,00
2017	4	13259	3985	9.34	-2	25,00	37,00
2018	4	14875	9875	2.62	-3	34,00	40,00
2019	4	55379	6998	17.78	-2	54,00	45,00
2020	4	79789	29128	5.29	-10	42,00	42,00
2021	4	3661	2070	13.82	3	48,00	38,00
2022	4	4742	3958	0.02	5	95,00	38,00
2023	4	4827	3247	5.53	-2	211,00	38,00
2024	4	465	297	2.27	-1.7	118,00	37,00
2017	5	48578	38572	1.12	-2	25,00	37,00
2018	5	54978	45978	1.25	-3	34,00	40,00
2019	5	74529	54529	1.55	-2	54,00	45,00
2020	5	83632	57825	7.73	-10	42,00	42,00
2021	5	84954	51450	0.31	3	48,00	38,00
2022	5	85125	63740	-7.84	5	95,00	38,00
2023	5	809520	760915	-19.43	-2	211,00	38,00
2024	5	110135	360325	8.43	-1.7	118,00	37,00
2017	6	179861	96179	4.76	-2	25,00	37,00
2018	6	179881	85136	3.27	-3	34,00	40,00
2019	6	189127	99182	29.28	-2	54,00	45,00
2020	6	274747	36169	22.02	-10	42,00	42,00
2021	6	492846	55535	4.92	3	48,00	38,00
2022	6	931420	90463	-7.63	5	95,00	38,00
2023	6	4109642	613617	5.27	-2	211,00	38,00

2024	6	884958	63598	9.67	-1.7	118,00	37,00
2017	7	187289	146439	6.40	-2	25,00	37,00
2018	7	173594	132279	8.05	-3	34,00	40,00
2019	7	169435	155350	3.51	-2	54,00	45,00
2020	7	194102	94440	9.66	-10	42,00	42,00
2021	7	405519	170613	1.20	3	48,00	38,00
2022	7	412092	144867	-1.73	5	95,00	38,00
2023	7	1525790	670115	3.67	-2	211,00	38,00
2024	7	3394581	116115	3.91	-1.7	118,00	37,00
2017	8	133709	25201	1.65	-2	25,00	37,00
2018	8	154679	34198	0.83	-3	34,00	40,00
2019	8	141905	32019	2.77	-2	54,00	45,00
2020	8	169338	42359	3.16	-10	42,00	42,00
2021	8	230649	57731	0.75	3	48,00	38,00
2022	8	351739	99283	-4.96	5	95,00	38,00
2023	8	527902	134791	1.96	-2	211,00	38,00
2024	8	1019666	143842	1.42	-1.7	118,00	37,00
2017	9	270951	239511	3.25	-2	25,00	37,00
2018	9	248958	195988	10.43	-3	34,00	40,00
2019	9	264874	220135	9.04	-2	54,00	45,00
2020	9	239075	111706	-12.00	-10	42,00	42,00
2021	9	200958	144461	-13.58	3	48,00	38,00
2022	9	381958	120588	-68,83	5	95,00	38,00
2023	9	1403287	546716	1.89	-2	211,00	38,00
2024	9	3473287	190921	1.88	-1.7	118,00	37,00
2017	10	1048928	578967	0.72	-2	25,00	37,00
2018	10	1035978	560259	0.95	-3	34,00	40,00
2019	10	1094521	589451	1.27	-2	54,00	45,00
2020	10	1135163	557878	-1.48	-10	42,00	42,00
2021	10	2101802	1030688	0.80	3	48,00	38,00
2022	10	1728973	916421	-12.02	5	95,00	38,00
2023	10	5477603	3232173	-4.71	-2	211,00	38,00
2024	10	1094125	5534387	-1.50	-1.7	118,00	37,00
2017	11	97515	55897	0.69	-2	25,00	37,00
2018	11	110351	60589	0.99	-3	34,00	40,00
2019	11	119859	65879	1.08	-2	54,00	45,00
2020	11	121669	70682	2.90	-10	42,00	42,00
2021	11	188861	94195	0	3	48,00	38,00
2022	11	218962	98900	5.41	5	95,00	38,00
2023	11	458944	185991	-4.28	-2	211,00	38,00
2024	11	197089	60551	0	-1.7	118,00	37,00
2017	12	1035169	853196	-0.27	-2	25,00	37,00
2018	12	1719653	1559635	0.56	-3	34,00	40,00
2019	12	2138981	1798813	-0.25	-2	54,00	45,00
2020	12	2535196	1319827	-0.18	-10	42,00	42,00
2021	12	3389180	1721299	0.21	3	48,00	38,00
2022	12	5484813	3232350	-1.84	5	95,00	38,00
2023	12	8153194	4167854	-1.22	-2	211,00	38,00

2024	12	740268	110123	2.67	-1.7	118,00	37,00
2017	13	312895	301285	0.28	-2	25,00	37,00
2018	13	333859	313351	0.55	-3	34,00	40,00
2019	13	358791	339287	2.09	-2	54,00	45,00
2020	13	377231	322381	2.30	-10	42,00	42,00
2021	13	760516	660003	1.25	3	48,00	38,00
2022	13	697436	604521	4.66	5	95,00	38,00
2023	13	2063116	1720055	2.25	-2	211,00	38,00
2024	13	178580	176581	1.89	-1.7	118,00	37,00
2017	14	9293	7259	8.97	-2	25,00	37,00
2018	14	10935	9925	8.42	-3	34,00	40,00
2019	14	11325	8725	10.91	-2	54,00	45,00
2020	14	12937	7734	-7.56	-10	42,00	42,00
2021	14	50048	39577	-4,8	3	48,00	38,00
2022	14	40720	30502	0	5	95,00	38,00
2023	14	154903	131951	4.44	-2	211,00	38,00
2024	14	224175	115201	8.12	-1.7	118,00	37,00
2017	15	108536	89513	3.95	-2	25,00	37,00
2018	15	109912	99121	3.64	-3	34,00	40,00
2019	15	110031	10310	4.12	-2	54,00	45,00
2020	15	111376	28371	4.19	-10	42,00	42,00
2021	15	178469	43733	-10.12	3	48,00	38,00
2022	15	163498	36366	0.15	5	95,00	38,00
2023	15	629890	177261	9.16	-2	211,00	38,00
2024	15	270745	683478	-2.50	-1.7	118,00	37,00