

ENDIVIDAMENTO DE LONGO PRAZO E DESEMPENHO EM TEMPOS DE CRISE: EVIDÊNCIAS DE EMPRESAS NO BRASIL E AMÉRICA LATINA

LONG-TERM DEBT AND PERFORMANCE IN CRISIS TIMES: EVIDENCES OF FIRMS FROM BRAZIL AND LATIN AMERICA

DERMEVAL MARTINS BORGES JUNIOR

Graduado em Administração pela Universidade Federal de Uberlândia. Mestrando do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Uberlândia. **Endereço:** Av. João Naves de Ávila, 2121, Bloco 5M, Sala 109 M., Santa Mônica | 38400-902 | Uberlândia/MG | Brasil.

E-mail: dermevaljr14@gmail.com

LUCAS ALVES DUARTE DE SARVAS

Graduado em Tecnologia em Processos Gerenciais pela Universidade de Uberaba. Mestrando do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Uberlândia. **Endereço:** Av. João Naves de Ávila, 2121, Bloco 5M, Sala 109 M., Santa Mônica | 38400-902 | Uberlândia/MG | Brasil.

E-mail: lucas_sarvas@hotmail.com

JULIANA RODRIGUES OLIVEIRA

Graduada em Administração pela Universidade de Uberaba. Mestranda do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Uberlândia. **Endereço:** Av. João Naves de Ávila, 2121, Bloco 5M, Sala 109 M., Santa Mônica | 38400-902 | Uberlândia/MG | Brasil.

E-mail: juju19@yahoo.com.br

KÁREM CRISTINA DE SOUSA RIBEIRO

Doutora em Administração pela Universidade de São Paulo. Professora do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Uberlândia. **Endereço:** Av. João Naves de Ávila, 2121, Bloco 5M, Sala 109 M., Santa Mônica | 38400-902 | Uberlândia/MG | Brasil.

E-mail: kribeiro@ufu.br

RESUMO

Este trabalho teve como objetivo examinar o efeito do endividamento de longo prazo no desempenho de empresas brasileiras e latino-americanas, de modo a abranger o cenário econômico anterior, durante e após a crise mundial de 2008. Considerou-se no estudo os dados contábeis referentes às companhias abertas listadas nas Bolsas de Valores do Brasil, Chile, Argentina, Colômbia, México e Peru, durante o período compreendido entre 2007 e 2015. Foi elaborado um modelo de regressão linear múltipla com dados em painel baseados na literatura sobre o tema. O *software* Stata foi utilizado para a análise dos dados. Os resultados indicaram que para as empresas da América Latina, exceto para as do Brasil, existe relação negativa entre o endividamento de longo prazo e o desempenho. No caso das empresas brasileiras, para tal relação, os resultados se mostraram inconclusivos.

Submissão em 26/07/2016. Revisão em 09/09/2016. Aceito em 04/01/2017.

Palavras-chave: Estrutura de capital. Endividamento de longo prazo. Desempenho.

ABSTRACT

This study aimed at examining the effect of long-term debt on the performance of Brazilian and Latin American companies, encompassing the previous economic scenario, during and after the global crisis of 2008. It was considered in this study the accounting data from public companies listed in stock exchanges of Brazil, Chile, Argentina, Colombia, Mexico and Peru within the period of 2007 to 2015. It was elaborated a multiple linear regression model with panel data based on the literature of the subject. It was used Stata software for data analysis. The results indicated that for companies from Latin America, except Brazilians, there is a negative relationship between long-term debt and performance. In the case of Brazilian companies, for such relationship, the results were inconclusive.

Keywords: Capital structure. Long-term debt. Performance.

1 INTRODUÇÃO

Uma das decisões mais importantes para as empresas no âmbito das finanças corporativas está relacionada com a escolha da política de endividamento ou estrutura de capital. Essa é uma decisão fundamental, tendo em vista o efeito que pode provocar no valor da organização. De modo geral, a estrutura de capital representa o mix entre o capital de terceiros e o capital próprio utilizados para financiar as operações de determinada empresa. Existem diversas possibilidades para compor uma estrutura de capital. Dentre as formas de medir essas diversas possibilidades de estrutura de capital está o endividamento de longo prazo, que consiste em um indicador de estrutura de capital utilizado na análise financeira e expressa a razão entre a dívida de longo prazo e a dívida total (Abor, 2007).

De acordo com Cole, Yan e Hemley (2015), a teoria de estrutura de capital e sua relação com o desempenho das empresas tem sido uma questão controversa no ramo das finanças corporativas ao longo dos anos. Muitos argumentam que as empresas devem utilizar capital de terceiros como fonte principal de financiamento por conta do benefício fiscal, uma vez que os juros pagos da dívida são dedutíveis do imposto a pagar. Podem, assim, aumentar o lucro líquido no período. Contudo, o problema do financiamento com capital de terceiros consiste no aumento do endividamento da empresa, o qual eleva o seu risco. Por outro lado, apesar do financiamento com capital próprio não se sujeitar a essa situação, o mesmo não obtém os benefícios fiscais proporcionados pelo financiamento com capital de terceiros, uma vez que os dividendos não deduzem impostos.

Além disso, Cole *et al.* (2015) ainda afirmam que, em um primeiro momento, pode parecer que a maneira com que uma empresa escolhe a forma de financiamento de suas operações seja independente do seu desempenho atual. Da mesma forma, Modigliani e Miller (1958), ao introduzirem os estudos sobre estrutura de capital, concluíram que o valor de uma empresa independe de sua estrutura de capital, supondo que os mercados são perfeitos. Apesar disso, com a evolução das pesquisas sobre o tema, percebe-se que diversos estudos, como os de Abor (2005), Abor (2007), Zeitun e Tian (2007), Lara e Mesquita (2008), Ebaid (2009) e Pratheepkanth (2011) já demonstraram existir uma relação estatisticamente significativa entre estrutura de capital e desempenho.

Diante disso, considerando a importância da estrutura de capital e sua relação com o desempenho, somada aos períodos anteriores e posteriores à crise econômica de 2008, este trabalho busca responder à seguinte questão: qual o impacto do endividamento de longo prazo na rentabilidade das empresas do Brasil e do resto da América Latina nos períodos pré, pós e durante a crise de 2008?

O objetivo geral do estudo consiste em examinar o efeito do endividamento de longo prazo no desempenho de empresas brasileiras e latino-americanas entre 2007 e 2015, de modo a abranger o cenário econômico anterior, durante e após a crise mundial de 2008. Para atingir o objetivo geral, enumeram-se os seguintes objetivos específicos: i) revisar trabalhos

científicos que considerem aspectos como estrutura de capital e desempenho; ii) levantar dados contábeis e indicadores das organizações estudadas; iii) elaborar e aplicar modelos de regressão linear múltipla referentes às empresas das regiões analisadas; iv) examinar e comparar os resultados obtidos.

Este estudo é justificado pelo fato de que, embora existam diversos trabalhos que abordem a relação entre estrutura de capital e desempenho, são poucos os que consideram tais variáveis em períodos marcados por crise econômica, ainda mais levando em conta especificidades das empresas brasileiras comparadas às demais companhias da América Latina. Além disso, este estudo contribui para a literatura sobre estrutura de capital ao fornecer evidências do efeito do endividamento de longo prazo no desempenho das empresas em diferentes países, sobretudo em um período decisivo em que as organizações tentam se restabelecer no mercado após anos de recessão econômica mundial.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Nesta seção, inicialmente estão descritos os conceitos principais que envolvem estrutura de capital e o endividamento de longo prazo. Em seguida, são apresentados estudos anteriores que investigaram a relação entre estrutura de capital e desempenho.

2.1 Estrutura de capital e endividamento de longo prazo

De acordo com Assaf e Lima (2011), as organizações empresariais, para dar andamento às suas atividades, precisam de capital de forma constante, seja para a manutenção ou expansão da empresa. Em outras palavras, as organizações, independentemente de seu porte, precisam financiar as suas atividades a curto, médio e longo prazo. Batista, Siqueira, Novais e Figueiredo (2005) afirmam que esse processo de financiamento é denominado pela literatura especializada como estrutura de capital. É considerado de suma importância para as empresas, haja vista que decisões erradas ou equivocadas em relação ao capital da organização têm efeito negativo sobre o custo de capital. O contrário também é verdadeiro, ou seja, decisões acertadas em relação à estrutura de capital, por seu turno, podem reduzir o custo de capital para a organização. Em ambos os casos percebe-se que o lucro da empresa é diretamente afetado pelo custo do capital.

Conceitualmente, Assaf e Lima (2011) definem a estrutura de capital como a soma de duas fontes de financiamentos: os recursos próprios e os de terceiros. Assim, para entender melhor essa questão é necessário analisar do que é constituída uma empresa. Como regra geral, a organização é constituída dos seguintes elementos: bens, direitos e obrigações. Conforme Batista *et al.* (2005), constituem o ativo da empresa os bens e direitos, ao passo que, as obrigações, o passivo da organização. Para fazer investimentos no ativo da empresa é necessário lançar mão do financiamento e esse possui duas fontes: recursos próprios e recursos de terceiros.

Os recursos próprios e o capital de terceiros são registrados de forma diferente no balanço patrimonial da empresa. Enquanto o primeiro é alocado no patrimônio líquido, o capital de terceiros trata do financiamento obtido junto às instituições financeiras, dentre outras modalidades de obrigações que são denominadas como obrigação exigível. Obviamente, a gestão correta do ativo e do passivo da empresa implica numa grande diferença em sua lucratividade e, conseqüentemente, na aplicação de recursos no mercado de capitais. Nessa linha de pensamento, avulta a importância do controle e gerenciamento das fontes de financiamento, recursos próprios e de terceiros, posto que isso afeta o valor total da empresa (Batista *et al.*, 2005).

O entendimento é muito simples: quanto maior a dependência da organização de capital de terceiros, mais insolvente se encontra a empresa. Mas, como o endividamento se revela como uma fonte de recursos de significativa importância para a organização, essa acaba sendo a estratégia utilizada pelas empresas na continuidade de suas atividades. Tal estratégia está presente em diversas organizações no Brasil. Nesse sentido, o estudo realizado por Fonseca, Silva, Assis, Nazareth e Ferreira (2014), que abarcou a estrutura de capital e o índice de

endividamento de três organizações de grande porte no país, mostrou que todas elas têm no capital de terceiros a sua principal fonte de financiamento.

Gerenciar a estrutura de capital de uma empresa de forma eficiente sem dúvida alguma é fator decisivo para a continuidade das organizações em seu mercado de atuação. Nesse sentido, Fonseca *et al.* (2014) relatam em seu estudo as pesquisas de outros autores e observam que desde algum tempo, os pesquisadores se preocupam em descrever qual seria a estrutura de capital ótima para as organizações.

Ainda, conforme a explanação de Fonseca *et al.* (2014), a organização pode escolher a estrutura de capital que desejar, mas deve estar atenta a isso, pois um grau de endividamento muito grande junto a terceiros pode resultar em insolvência e, conseqüentemente, em falência ou recuperação da empresa. Observaram, ainda, que a estrutura de capital das empresas apresenta diferenças em relação ao seu porte, pois enquanto pequenas organizações possuem maior nível de endividamento a curto prazo, as grandes corporações apresentam nível de endividamento mais pronunciado a longo prazo. Desse modo, entender essas diferenças é importante, já que as empresas que se endividam em curto prazo ficam mais sujeitas às oscilações da economia.

2.2 Estudos anteriores

Pratheepkanth (2011) estudou todas as empresas listadas na *Colombo Stock Exchange*, principal bolsa de valores do Sri Lanka, no período compreendido entre 2005 e 2009, com o intuito de verificar o impacto da estrutura de capital no desempenho das empresas cingalesas. Dentre os resultados observados, verificou-se que existe uma relação negativa entre estrutura de capital e o retorno sobre o ativo (ROA), refletindo assim os elevados custos de financiamento entre essas empresas.

Nesse sentido, Lara e Mesquita (2008) também estudaram a influência da estrutura de capital sobre a rentabilidade, tendo, porém como amostra 70 empresas brasileiras. Os resultados indicaram grande dispersão entre as diversas fontes de capital utilizadas por essas empresas. Os recursos próprios são os de menor variabilidade. Além disso, foi verificada, quanto à relação entre taxa de retorno e endividamento, relação inversa para o financiamento de longo prazo e relação direta para capitais próprios.

Ao estudar a relação entre estrutura de capital e rentabilidade de empresas ganesas listadas na *Ghana Stock Exchange* no período compreendido entre 1998 e 2002, Abor (2005) mostrou existir uma relação positiva entre endividamento de curto prazo e o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), sugerindo que as empresas mais rentáveis tendem a se endividar mais no curto prazo para financiar suas operações. Em contrapartida, o endividamento de longo prazo mostrou possuir uma relação negativa com o ROE.

Abor (2007) também examinou a relação entre estrutura de capital e desempenho de pequenas e médias empresas de Gana e África do Sul entre 1998 e 2003. Nessa pesquisa, os resultados indicaram que o endividamento de curto prazo está negativamente relacionado ao Lucro Bruto nas empresas de ambos os países. Já o endividamento de longo prazo mostrou-se positivamente relacionado ao Lucro Bruto, tanto para empresas ganesas como para as sul-africanas. Ainda, com amostra de empresas sul-africanas, Fosu (2013) estudou 257 companhias listadas na Johannesburg Stock Exchange entre o período de 1998 e 2009 e verificou que a alavancagem financeira tem efeitos positivos sobre o seu desempenho. Contudo, os coeficientes de alavancagem ao quadrado mostraram-se significativamente negativos, sugerindo assim a existência de um ponto ótimo, ou seja, níveis elevados de alavancagem financeira podem ter um efeito adverso no desempenho das empresas.

Zeitun e Tian (2007) investigaram o efeito que a estrutura de capital exerce no desempenho das empresas da Jordânia, tendo como amostra 167 companhias estudadas entre 1989 e 2003. Dentre os resultados encontrados, foi verificada uma relação estatisticamente significativa e negativa entre o endividamento de longo prazo e o retorno sobre os ativos (ROA). Outra descoberta interessante no referido estudo foi a relação positiva encontrada entre o endividamento de curto prazo e o desempenho, medido pelo Q de Tobin, sugerindo que as empresas com elevadas dívidas de curto prazo possuem altas taxas de crescimento e performance.

Nguyen e Nguyen (2015) examinaram o impacto da estrutura de capital no desempenho de empresas listadas na Ho Chi Minh City Stock Exchange, considerada a maior bolsa de valores do Vietnã, com dados de 2006 a 2014. Os resultados indicaram que a estrutura de capital exerce influência na performance dessas companhias. Foi verificada uma relação negativa entre as medidas de estrutura de capital, inclusive endividamento de longo prazo, e as medidas de desempenho ROA e ROE. Isso sugere que, de modo geral, um nível elevado de alavancagem está associado com pior desempenho corporativo.

O trabalho de Ebaid (2009) investigou o impacto da escolha da estrutura de capital no desempenho das empresas listadas na *Egyptian Stock Exchange* entre 1997 e 2005, usando três medidas de desempenho financeiro verificadas anteriormente: ROA, ROE e Lucro Bruto. Os testes empíricos indicaram que a estrutura de capital, inclusive endividamento de longo prazo, impacta negativamente o desempenho das empresas, quando é medido pelo ROA. Por outro lado, a estrutura de capital, tanto endividamento de curto prazo, longo prazo e total, não apresentou impacto significativo no desempenho das empresas quando medido pelo ROE ou pelo Lucro Bruto. Diante disso, pode-se afirmar que a escolha da estrutura de capital, em termos gerais, pouco influencia o desempenho das empresas listadas na bolsa do Egito.

Kudlawicz, Senff e Bach (2015) buscaram verificar a relação entre o desempenho econômico e estrutura de capital de empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, porém sob a ótica da fronteira de eficiência. Os resultados obtidos na referida pesquisa mostraram que, de modo geral, as empresas com melhor desempenho e menor endividamento se encontram mais próximas da fronteira eficiente, isto é, apresentam maior eficiência financeira.

Ao investigar a relação entre o desempenho corporativo, estrutura de capital e ambiente macroeconômico, utilizando como amostra 1.594 empresas indianas no período compreendido entre 1998 e 2011, Bandyopadhyay e Barua (2016) encontraram evidências empíricas de que ciclos econômicos influenciam significativamente as decisões de financiamento e, conseqüentemente, a performance das organizações. Ainda em um contexto que envolve aspectos econômicos, Banerjee e Anupam De (2015) estudaram os impactos das decisões de estrutura de capital na performance financeira de empresas listadas na Bombay Stock Exchange durante o período pré-crise global, compreendido entre 2001 e 2007, e pós-crise, entre 2008 e 2013. Dentre os resultados encontrados, foi verificada uma relação negativa entre a alavancagem financeira e a rentabilidade dessas companhias durante o período pré-crise, sugerindo que um aumento no capital de terceiros reduz o desempenho.

3 METODOLOGIA

Considerou-se neste estudo os dados referentes às companhias abertas listadas nas Bolsas de Valores do Brasil, Chile, Argentina, Colômbia, México e Peru, durante o período compreendido entre 2007 e 2015. O período de análise abrange o cenário econômico pré, durante e pós-crise mundial de 2008, com o objetivo de identificar as diferenças entre o mercado brasileiro e latino americano no que diz respeito à estrutura de capital, em especial o endividamento de longo prazo.

Os dados foram coletados de demonstrações contábeis e outros indicadores disponíveis no *software* Economatica e ajustados ao dólar, dada a heterogeneidade das moedas dos vários países estudados. Foram elaborados modelos de regressão linear múltipla com dados em painel baseados na literatura sobre o tema. O *software* Stata foi utilizado para a análise dos dados.

Como variável dependente considerou-se os exigíveis a longo prazo, representada pela sigla ELP. Entre as variáveis independentes considerou-se a rentabilidade, representada pelo retorno sobre o ativo (ROA), resultado da relação entre o Lucro Líquido e Ativos Totais, indicado na equação 1:

$$ROA = \frac{LL}{AT} \quad (1)$$

Utilizou-se para fins de controle o grau de alavancagem (LEV) e o tamanho das empresas, representado pelos ativos totais (AT), culminando no modelo de regressão conforme a equação 2:

$$ELP = \beta_0 + \beta_1 ROA + \beta_2 YEAR + \beta_3 LEVERAGE + \beta_4 AT + \varepsilon \quad (2)$$

Em que:

ELP = Exigível Longo Prazo

β = a constante;

ROA = representa a rentabilidade;

YEAR = variável *dummy* para os anos de 2006 a 2015;

AT = o tamanho, representado pelos ativos totais;

LEV = grau de alavancagem;

ε = o erro estatístico.

A partir da apresentação das variáveis, a Tabela 1 compila a relação entre as variáveis desempenho e endividamento de longo prazo, forma de cálculo e resultado esperado com base nas teorias apresentadas anteriormente.

Tabela 1

Resumo e definição das variáveis apoiados na base teórica

Variáveis	Resultado Esperado	Base Teórica
ELP x ROA	+	(0)
	-	(1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8)
	Nulo	(0)

1) Abor (2005), 2) Abor (2007), 3) Zeitun e Tian (2007), 4) Pratheepkanth (2011), 5) Lara e Mesquita (2008), 6) Ebaid (2009), 7) Nguyen e Nguyen (2015), 8) Banerjee e Anupam De (2015)

Nota. Fonte: elaboração própria.

Com o intuito de minimizar os erros de interpretação, as variáveis foram winsorizadas com o intuito de tratar os *outliers*. Da mesma forma, para identificar problemas de autocorrelação e multicolinearidade realizou-se o teste de correlação de Pearson e o teste VIF (*Variance Inflation Factors*). Em seguida, os testes de Breusch-Pagan, Chow e Hausman foram analisados para identificação do modelo de regressão mais adequado para o estudo. Por fim, foram realizados os testes de autocorrelação (teste de Woodridge) e heterocedasticidade (teste de Wald) no modelo.

4 RESULTADOS

Conforme supracitado, na análise dos resultados dividiu-se os dados em dois grupos: América Latina e Brasil. A Tabela 2 apresenta a análise descritiva da amostra, composta da América Latina. Percebe-se o retorno sobre o ativo médio superior a sete, com máxima superior a vinte. Para evitar distorções na interpretação dos resultados, utilizou-se os ativos totais como variável de controle do tamanho, que pode afetar significativamente o ROA.

Tabela 2

Análise descritiva para empresas da América Latina, exceto brasileiras

Variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
AT	821	1.067.658	1.233.847	33.952	3.558.161
LEV	813	2,107011	1,19095	0,9	4,4
ROA	835	7,348982	5,461789	0,5	20,8
ELP	821	282.876,4	349.461,3	2.639	1.016.505

Nota. Fonte: elaboração própria.

A Tabela 3 representa a análise descritiva das empresas brasileiras. Percebe-se a larga diferença entre o ROA médio das empresas brasileiras e da América Latina, já que no Brasil a média é maior que 1.400, o que reforça, novamente, a importância de controle do modelo pela variável tamanho, representada pela variável AT.

Tabela 3
Análise descritiva para empresas no Brasil

Variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
AT	7.239	6.527.716	29.700.000	0	354.000.000
LEV	7.183	19,10806	307	0	15.111
ROA	7.211	1.445,355	44.808	0	2.373.557
ELP	3.153	1.520.661	6.952.230	0	128.000.000

Nota. Fonte: elaboração própria.

Aplicado o modelo de regressão para as empresas da América Latina, nota-se, na Tabela 4, a existência de relação negativa a 1% entre a estrutura de capital e rentabilidade, em consonância com os estudos de Abor (2005), Abor (2007), Zeitun e Tian (2007), Ebaid (2009), Lara e Mesquita (2008), Pratheepkanth (2011), Nguyen e Nguyen (2015) e Banerjee e Anupam De (2015).

Além disso, observa-se que as variáveis de controle total de ativos (AT) e grau de alavancagem (LEV) apresentam relação positiva e significativa a 1% em relação ao endividamento de longo prazo. A *dummy* YEAR mostra uma relação negativa e significativa em 5% das dívidas de longo prazo e os anos de 2008 a 2011 e 2013 a 2015, ou seja, o endividamento de longo prazo teve redução nesses anos que incluem os períodos pré e pós-crise.

Tabela 4
Regressão para empresas da América Latina, exceto brasileiras

Variáveis	β	Erro	t	Sig.	VIF
Constante	70.510,68	20.484,75	3,44	0,001	
ROA	-7.237,502	1.106,529	-6,54	0,000	0,922532
LEV	18.050,61	4.449,361	4,06	0,000	0,869726
AT	0,2556813	0,0058095	44,01	0,000	0,974534
YEAR					
2007	-25.694,44	21.802,26	-1,18	0,239	0,531443
2008	-49.639,08	23.453,65	-2,12	0,035	0,524736
2009	-63.385,97	23.650,85	-2,68	0,008	0,51459
2010	-52.700,07	24.291,2	-2,17	0,030	0,507932
2011	-51.238,68	24.716,03	-2,07	0,038	0,480878
2012	-39.273,35	25.543,22	-1,54	0,125	0,47908
2013	-62.136,99	25.634,89	-2,42	0,016	0,476571
2014	-46.856,4	24.607,57	-1,9	0,057	0,477014
2015	-57.125,95	24.217,38	-2,36	0,019	0,499645

Nota. Fonte: elaboração própria.

Ao aplicar o modelo nas empresas brasileiras, percebe-se na Tabela 5 que foi possível comprovar relação entre o endividamento de longo prazo e a rentabilidade, contrariando os estudos de Lara e Mesquita (2008), que, ao analisarem essa relação no ano de 2008, identificaram relação significativa e inversa entre as variáveis. Uma possível explicação para a divergência é o período de análise do presente estudo, ou seja, o período que antecede a crise global de 2008, o da crise em si e o período pós-crise.

Nesse sentido, observa-se que o endividamento de longo prazo não guarda relação significativa com os períodos de 2007 e 2009. O ano de 2008 foi marcado pela relação positiva com o endividamento de longo prazo à significância de 10%. Por último, nota-se que a crise global de 2008 impactou significativamente a estrutura de capital das organizações brasileiras, sobretudo o endividamento de longo prazo de 2010 em diante. Verifica-se ainda que existe

uma relação negativa e significativa a 1%, o que mostra uma redução no ELP das empresas e pode ser explicado tanto pela falta de crédito disponível no país quanto pela apreensão dos gestores em alavancarem seus negócios em tempos de instabilidade econômica.

Tabela 5
Regressão para empresas no Brasil

Variáveis	β	Erro	t	Sig.	VIF
Constante	31.086,96	7.822,122	3,97	0,000	
ROA	-446,213	418,6335	-1,07	0,287	0,934198
LEV	9.998,124	1.821,515	5,49	0,000	0,978802
AT	0,230482	0,001615	142,73	0,000	0,917546
YEAR					
2007	-95,7137	9.633,488	-0,01	0,992	0,609856
2008	16.934,07	9.465,279	1,79	0,074	0,605736
2009	11.871,67	9.956,244	1,19	0,233	0,598779
2010	-55.994,1	11.787,87	-4,75	0,000	0,896938
2011	-48.538,5	11.758,3	-4,13	0,000	0,8966
2012	-56.152,1	15.021,78	-3,74	0,000	0,905758
2013	-79.331,3	14.002,56	-5,67	0,000	0,90175
2014	-97.485	28.537,82	-3,42	0,000	0,879047
2015	-51.542,3	8.845,14	-5,83	0,000	0,892736

Nota. Fonte: elaboração própria.

Os resultados aqui apresentados corroboram grande parte dos estudos anteriores, realizados em outros países, no que diz respeito à dívida de longo prazo e rentabilidade, tendo em vista sua relação negativa em relação à rentabilidade das empresas da América Latina. Já, no Brasil, não houve significância estatística entre as variáveis. A grande contribuição para a temática foi a relação negativa e significativa ao nível de 1% entre o ELP e o período posterior à crise global de 2008.

5 CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo geral examinar o efeito do endividamento de longo prazo no desempenho de empresas brasileiras e latino-americanas no período compreendido entre 2007 a 2015, de modo a contemplar cenários pré, durante e pós-crise econômica de 2008, tendo em vista a importância da estrutura de capital para as empresas. Os resultados obtidos contribuíram para os estudos sobre o tema, principalmente por fornecerem evidências para cenários distintos da economia no que se refere à relação entre endividamento de longo prazo e desempenho e, em parte, por reforçar achados de estudos anteriores dessa natureza.

Os resultados indicaram que para as empresas da América Latina, exceto para os do Brasil, existe relação negativa entre o endividamento de longo prazo e o desempenho, corroborando estudos sobre estrutura de capital e desempenho, como os trabalhos de Abor (2005), Abor (2007), Zeitun e Tian (2007), Ebaid (2009), Lara e Mesquita (2008), Pratheepkanth (2011), Nguyen e Nguyen (2015) e Banerjee e Anupam De (2015). No caso das empresas brasileiras, não foi verificada relação estatisticamente significativa entre o endividamento de longo prazo e o desempenho, apesar de terem sido encontradas evidências de mudanças na estrutura de capital dessas empresas a partir de 2010, período pós-crise econômica.

Como sugestão para estudos futuros recomenda-se utilizar outras medidas de desempenho para as empresas estudadas, além do ROA, como, por exemplo, o Lucro Bruto e o ROE, os quais, conforme apresentado anteriormente, já foram considerados em trabalhos sobre estrutura de capital. Além disso, indica-se o uso de variáveis macroeconômicas como

forma de ampliar a mensuração dos impactos das crises econômicas na estrutura de capital, uma vez que neste trabalho optou-se por utilizar apenas o período anual para isso.

REFERÊNCIAS

- Abor, J. (2007). Debt policy and performance of SMEs: Evidence from Ghanaian and South African firms. *The Journal of Risk Finance*, 8(4), 364-379. doi: dx.doi.org/10.1108/15265940710777315
- Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 6(5), 438-445. doi: dx.doi.org/10.1108/15265940510633505
- Assaf Neto, A., & Lima, F. G. (2011). *Curso de Administração Financeira* (2a ed.). São Paulo: Atlas.
- Bandyopadhyaya, A., & Barua, N. M. (2016). Factors determining capital structure and corporate performance in India: Studying the business cycles effects. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 61(1), 160-172. doi: dx.doi.org/10.1016/j.qref.2016.01.004
- Banerjee, A., & Anupam De. (2015). Impact of Capital Structure Decisions on Financial Performance during Pre-and Post-recession Period. *Management and Labour Studies*, 40(1), 176-193. doi: dx.doi.org/10.1177/0258042X15601539
- Batista, A. F., Siqueira, B. S., Novaes, J. F., & Figueiredo, D. (2005). Estrutura de Capital: Uma estratégia para o endividamento ideal ou possível. *Anais do Encontro Nacional de Engenharia de Produção*, Porto Alegre, RS, Brasil, 25.
- Cole, C., Yan, Y., & Hemley, D. (2015). Does Capital Structure Impact Firm Performance: An Empirical Study of Three U.S. Sectors. *Journal of Accounting and Finance*, 15(6), 57-65.
- Ebaid, I. E. S. (2009). The impact of capital-structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt. *The Journal of Risk Finance*, 10(5), 477-487. doi: dx.doi.org/10.1108/15265940911001385
- Fonseca, R. A., Silva, A. P. C., Assis, I. T., Nazareth, L. G. C., & Ferreira, R. N. (2014). Participação de Capitais de Terceiros nas Empresas: a Comparação entre Empresas do Setor Siderúrgico. *Anais do Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia*, Resende, RJ, Brasil, 11.
- Fosu, S. (2013). Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 53(2), 140-151. doi: dx.doi.org/10.1016/j.qref.2013.02.004
- Kudlawicz, C., Senff, C. O., & Bach, T. M. (2015). O Desempenho Econômico e a Estrutura de Capital: Empresas Brasileiras a Luz da Fronteira de Eficiência. *Journal of Globalization, Competitiveness & Governability*, 9(3), 40-42. doi: dx.doi.org/10.3232/GCG.2015.V9.N3.02
- Lara, J. E., & Mesquita, J. M. C. (2008). Estrutura de Capital e Rentabilidade: análise do desempenho de empresas brasileiras no período pós Plano Real. *Revista Contabilidade Vista e Revista*, 19(2), 15-33.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 655-669.
- Nguyen, T., & Nguyen H. (2015). Capital Structure and Firm's Performance: Evidence from Vietnam's Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 7(12). doi: dx.doi.org/10.5539/ijef.v7n12p1

- Pratheepkanth, P. (2011). Capital structure and financial performance: evidence from selected business companies in Colombo stock exchange Sri Lanka. *Journal of Arts, Science & Commerce*, 2(2), 171-183.
- Zeitun, R., & Tian, G. G. (2007). Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 1(4).