



INFLUÊNCIA DOS CICLOS ECONÔMICOS NA RELAÇÃO ENTRE DESEMPENHO EMPRESARIAL E ESTRUTURA DE CAPITAL DAS COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO DO BRASIL

INFLUENCE OF ECONOMIC CYCLES ON THE RELATIONSHIP BETWEEN BUSINESS PERFORMANCE AND CAPITAL STRUCTURE OF PUBLICLY TRADED COMPANIES IN BRAZIL

INFLUENCIA DE LOS CICLOS ECONÓMICOS EN LA RELACIÓN ENTRE EL DESEMPEÑO EMPRESARIAL Y LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LAS EMPRESAS QUE COTIZAN EN BOLSA EN BRASIL

Recebido em: 27-11-2020
Avaliado em: 18-11-2022
Reformulado em: 02-12-2022
Aceito para publicação em: 15-12-2022
Publicado em: 08-03-2023
Editor Responsável: Tarcísio Pedro da Silva

Lauren Dal Bem Venturini¹
Vanessa Noguez Machado²
Carlos Eduardo Schonewald da Silva³
Romina Batista de Lucena de Souza⁴

RESUMO

O objetivo do estudo é analisar a influência dos ciclos econômicos na relação entre desempenho empresarial e estrutura de capital das companhias listadas na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período de 1998 a 2019. Para tal, analisou-se uma amostra de 126 companhias não financeiras, tendo como *proxy* de ciclos econômicos as quatro fases elencadas por Schumpeter (1939): i) expansão; ii) recessão; iii) depressão; e iv) recuperação. Quanto à estrutura de capital, utilizaram-se as variáveis de Endividamento a Mercado (ENDM) e Contábil (ENDC); e para o desempenho empresarial: o retorno sobre o ativo (ROA); o retorno sobre o investimento (ROI); e o retorno sobre o patrimônio (ROE). Por meio da regressão múltipla com painel balanceado, verificou-se relação negativa entre o ENDM e o ENDC para com o ROA e o ROI, sendo significativa apenas em períodos de recessão. Por outro lado, o ROE demonstrou relação significativa ao endividamento em todas as fases analisadas, sendo negativa com o ENDM e positiva com o ENDC. Ainda, constatou-se que, dependendo do momento econômico, períodos de expansão (depressão), fazem com que as empresas recorram a menos (mais) dívidas em sua estrutura de capital, alterando seu desempenho empresarial. Assim, infere-se que o ciclo econômico exerce influência na relação entre desempenho econômico e estrutura de capital das companhias brasileiras. *Esta* pesquisa contribui, portanto, ao gerar evidências sobre como as oscilações não simétricas das atividades econômicas de um país afetam a relação entre desempenho

¹ Doutoranda em Ciências Contábeis (PPGC – UFSC); Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC); ORCID: <http://orcid.org/0000-0003-4185-9842>; E-mail: laurenventurini@hotmail.com

² Doutoranda em Ciências Contábeis (PPGC – UFSC); Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC); ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-5006-5203>; E-mail: vanessa_nm93@hotmail.com

³ Doutor em Economia; Docente do Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS); ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8668-1219>; E-mail: carlos.schonewald@ufrgs.br

⁴ Doutora em Economia; Docente do Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS); ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8282-262X>; E-mail: rominabls@gmail.com

econômico e estrutura de capital, proporcionando resultados empíricos que podem auxiliar *stakeholders* na sua tomada de decisões, em especial os investidores, gestores e o governo.

Palavras-chave: Ciclos Econômicos. Desempenho Econômico. Estrutura de Capital.

ABSTRACT

The study's objective is to analyze the influence of economic cycles on the relationship between business performance and capital structure of companies listed on B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3) in the period from 1998 to 2019. To this end, we analyzed a sample of 126 non-financial corporations, with the four phases listed by Schumpeter (1939) as a proxy for economic cycles: i) expansion; ii) recession; iii) depression; and iv) recovery. As for the capital structure, we use Debt to Market (ENDM) and Accounting (ENDC) variables; and for business performance: return on assets (ROA); return on investment (ROI); and return on equity (ROE). Through multiple regression with a balanced panel, there was a negative relationship between ENDM and ENDC, with ROA and ROI being significant only in periods of recession. On the other hand, ROE also refers to indebtedness in all the analyzed phases, being negative with ENDM and positive with ENDC. Still, we found that, depending on the economic moment, periods of expansion (depression) make companies resort to less (more) debt in their capital structure, changing their business performance. Thus, it appears that the economic cycle influences the relationship between economic performance and the capital structure of Brazilian companies. This research, therefore, contributes by generating evidence on how the non-symmetrical oscillations of a country's development activities affect the economic performance and capital structure relationship, providing empirical results that can assist stakeholders in decision-making, especially investors, managers, and the government.

Keywords: Economic Cycles. Economic Performance. Capital Structure.

RESUMEN

El objetivo del estudio es analizar la influencia de los ciclos económicos en la relación entre el desempeño empresarial y la estructura de capital de las empresas listadas en B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3) en el período de 1998 a 2019. Para ello, analizamos una muestra de 126 sociedades no financieras, con las cuatro fases enumeradas por Schumpeter (1939) como proxy de los ciclos económicos: i) expansión; ii) recesión; iii) depresión; y iv) recuperación. En cuanto a la estructura de capital, utiliza las variables Debt to Market (ENDM) y Contable (ENDC); y para el desempeño comercial: rendimiento de los activos (ROA); retorno de la inversión (ROI); y rentabilidad sobre el capital (ROE). A través de regresión múltiple con panel balanceado, se encontró una relación negativa entre ENDM y ENDC con ROA y ROI, siendo significativamente solo en periodos de recesión. Por otro lado, ROE también se refiere al endeudamiento en todas las fases analizadas, siendo negativo con ENDM y positivo con ENDC. Aun así, se encontró que, dependiendo del momento económico, los períodos de expansión (depresión), hacen que las empresas recurran a menos (más) endeudamiento en su estructura de capital, modificando su desempeño empresarial. Por lo tanto, parece que el ciclo económico influye en la relación entre el desempeño económico y la estructura de capital de las empresas brasileñas. Por lo tanto, esta investigación contribuye generando evidencia sobre cómo las oscilaciones asimétricas de las actividades de desarrollo de un país afectan el desempeño económico y la relación estructura de capital, brindando resultados empíricos que pueden ayudar a las partes interesadas en la toma de decisiones, especialmente inversionistas, administradores y el gobierno.

Palabras-clave: Ciclos Económicos. Desempeño Económico. Estructura de Capital.

1 INTRODUÇÃO

Os ciclos econômicos são fases não simétricas e imprevisíveis, referentes às atividades econômicas de um país em um dado período de tempo (Burns & Mitchell, 1946; Cavalca et al., 2017). Burns e Mitchell (1946) e Schumpeter (1939) defendem a existência de quatro fases da economia, sendo elas: expansão, recessão, depressão e recuperação. Deste modo, os ciclos econômicos não são constantes, mas flutuações econômicas que apresentam inflexões denominadas de picos e vales (Schumpeter, 1939), podendo ser determinados por meio da variação média do Produto Interno Bruto (PIB) de uma nação (Burns & Mitchell, 1946; Cavalca et al., 2017).

Valendo-se do fato de que a economia não apresenta comportamento uniforme ao longo do tempo, as empresas precisam compreender as idiosincrasias do ambiente macroeconômico no qual estão inseridas, visto seu possível impacto no endividamento e no desempenho do negócio (Bandyopadhyay & Barua, 2016). A estrutura de capital é entendida como a maneira pela qual as companhias utilizam os recursos de terceiros, no curto e no longo prazo, bem como o seu capital próprio (Assaf Neto, 2008; Kudlawicz et al., 2015; Sant'Ana & Silva, 2015). No tocante ao desempenho organizacional, posto que o propósito principal de uma organização com fins lucrativos é maximizar seus lucros e o valor para o acionista (Krivogorsky & Burton, 2012), sua forma de financiamento se faz relevante para a continuidade de seus negócios de forma financeiramente saudável.

Nesta perspectiva, os pressupostos teóricos ressaltam que a composição da estrutura de capital impacta no resultado empresarial (Bandyopadhyay & Barua, 2016; Lara & Mesquita, 2008; Kudlawicz et al., 2015; Pamplona et al., 2017; Sabir & Malik, 2012; Salim & Yadav, 2012). Além do mais, a literatura destaca que a estrutura de capital recebe reflexos das fases da economia, pois a depender se a economia está em aquecimento ou em queda, os acionistas podem mudar suas estratégias de investimento e os gerentes podem alterar o arranjo de financiamento da organização (Chen et al., 2016). Bandyopadhyay e Barua (2016) argumentam que durante a desaceleração econômica, as condições de crédito, como taxas de juros mais baixas, tendem a levar as empresas a obterem financiamento externo e impulsionar o desempenho da empresa.

Da mesma forma, durante a fase expansionista do ciclo econômico, o governo pode adotar uma política monetária contracionista, ou seja, elevar as taxas de juros com vistas a conter a inflação. Com isso, o custo do empréstimo para as empresas passa a ser mais alto e essas recorrem a menos empréstimos. Chen et al. (2016) destacam que as diferenças nos fatores institucionais no nível do país provavelmente têm um efeito de primeira ordem na escolha da estrutura de capital, com determinantes da alavancagem financeira específicos da organização que diferem entre os países. Portanto, além da tradição jurídica, a orientação financeira da economia tem implicações importantes para a estrutura de capital de uma empresa. Ainda, a maneira como a empresa organiza a formação do seu capital (de terceiros ou próprio, de curto ou de longo prazo) tende a impactar distintamente o seu resultado final (Lunkes et al., 2019). Com base nessas evidências, parece razoável supor que a estrutura do capital da companhia se altera em função das condições macroeconômicas e, conseqüentemente, seu desempenho econômico sofre oscilação, por exemplo, por meio da vinculação entre os movimentos das taxas de juros e a gestão financeira corporativa.

Cavalca et al. (2017) relacionaram os ciclos econômicos e o desempenho das empresas brasileiras, enquanto Paulo e Mota (2019) avaliaram a influência dos ciclos econômicos no gerenciamento de resultados de empresas. No que tange aos estudos que correlacionam estrutura de capital e desempenho das empresas, pode-se citar as pesquisas de Kudlawicz et al. (2015), Lara e Mesquita (2008) e Pamplona et al. (2017). Bandyopadhyay e Barua (2016) abordaram a relação entre desempenho e estrutura de capital com os efeitos dos ciclos econômicos em empresas indianas, no período de 1998 a 2011. As pesquisas realizadas sobre estrutura de capital no Brasil não evidenciaram a existência de uma composição ideal que ajudasse a empresa elevar o valor de suas ações, porém, relataram altas taxas de retorno com baixo grau de endividamento (Lara & Mesquita, 2008).

Nesse contexto, buscou-se responder a seguinte questão: Qual a influência dos ciclos econômicos na relação entre desempenho econômico e estrutura de capital das companhias listadas na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3), no período de 1998 a 2019? A fim de responder a problemática da pesquisa, o objetivo é analisar a influência dos ciclos econômicos na relação entre desempenho econômico e estrutura de capital das companhias listadas na B3. Para tal, fundamenta-se na Teoria dos Ciclos Econômicos, pautando-se nas flutuações econômicas como consequências do progresso tecnológico (Mankiw, 1989), apresentando características de investimento e financiamento distintas das companhias (Prescott, 1986), em prol da maximização do seu desempenho e continuidade do negócio.

A estrutura de capital é analisada pela forma como está o endividamento contábil e a mercado das companhias, com base nas Teorias de *Trade Off* e *Pecking Order* idealizadas, respectivamente, nos estudos de Modigliani e Miller (1958; 1963) e Myers e Majluf (1984). Quanto ao desempenho empresarial, este é medido a partir de informações das demonstrações contábeis, retorno sobre o ativo (ROA) (Adewale & Ajibola, 2013; Ebrati et al., 2013; Luca, 2014; Lunkes et al., 2019; Rakesh, 2013; Saeedi & Mahmoodi, 2011; Salim & Yadav, 2012; Tailab, 2014; Younus et al., 2014), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) (Luca, 2014; Mendes & Santos, 2018; Mireku et al., 2014; Rakesh, 2013; Younus et al., 2014) e retorno sobre o investimento (ROI) (Adewale & Ajibola, 2013; Ebrati et al., 2013; Luca, 2014; Mendes & Santos, 2018; Mireku et al., 2014; Saeedi & Mahmoodi, 2011; Salim & Yadav, 2012; Tailab, 2014), visto que conhecer a rentabilidade implica entender o risco assumido pelos proprietários, investidores e financiadores (Pamplona et al., 2017).

O presente estudo se mostra relevante para todos os usuários da informação, devido a temática de estrutura de capital ser uma das principais da área de Finanças Corporativas (Correa et al., 2013; Chen et al., 2016; Bandyopadhyay & Barua, 2016), necessitando, segundo Pamplona et al. (2017, p. 17), de novas pesquisas que relacionem estrutura de capital e desempenho econômico, de modo a “[...] captar informações em períodos em que não haja recessão econômica”. Ainda, diferentemente das demais pesquisas brasileiras, as quais avaliam somente a relação entre estrutura de capital e desempenho econômico (Lara & Mesquita, 2008; Pamplona et al., 2017), a inclusão da variável ciclos econômicos contribui para o enriquecimento da agenda de debate sobre a influência da economia na análise de desempenho e estrutura de capital das organizações (Bandyopadhyay & Barua, 2016). Além do mais, ao verificar a análise da estrutura de capital com mais de um indicador de desempenho, complementa-se os relatos empíricos do cenário brasileiro.

Vale salientar que estudos como o de Cavalca et al. (2017) apontam a existência de relação significativa entre desempenho e ciclos econômicos, especialmente em momentos de crise e expansão da economia, demonstrando a relevância da inclusão da variável macroeconômica na análise da relação entre estrutura de capital e desempenho econômico para o cenário brasileiro. Dessa forma, a pesquisa contribui para o entendimento das oscilações não simétricas das atividades econômicas do Brasil e como tais oscilações afetam a relação entre estrutura de capital e desempenho econômico, ampliando a compreensão da influência dos aspectos macroeconômicos na escolha da estrutura de capital das companhias. Portanto, ao gerar essas evidências, proporcionam-se resultados empíricos que podem auxiliar os *stakeholders* nas suas tomadas de decisão, em especial os investidores, gestores e o governo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção trata das concepções relacionadas ao desempenho econômico e estrutura de capital, bem como dos ciclos econômicos, objetivando um melhor entendimento do estudo e embasamento teórico para a análise dos resultados.

2.1 Estrutura de Capital e Desempenho Empresarial

Abordar a estrutura de capital das organizações é compreender como estão financiadas suas atividades, que podem ser com recursos próprios e/ou de terceiros, sendo, geralmente, esta composição vinculada ao segmento de negócio e/ou com sua necessidade (Harris & Raviv, 1981; Kudlawicz et al., 2015; Sant'Ana & Silva, 2015). Entender a composição do capital das empresas tem relação com saber o custo desse capital, que pode exercer influência no valor econômico e na continuidade da organização (Harris & Raviv, 1981). Nesse sentido, a estrutura de capital busca explicar com base em teorias, como as empresas se financiam (Harris & Raviv, 1981), levando em consideração a Teoria de *Trade Off* e a Teoria *Pecking Order*.

Modigliani e Miller (1958) destacam que em um mercado perfeito a inexistência de custos de transação, impostos e assimetria da informação denota ser irrelevante a forma como se financiam os investimentos da empresa, isto é, um alto ou baixo nível de endividamento não afetaria o valor de mercado da empresa. No entanto, os autores ressaltam que isso não implica dizer que não há escolhas, pelos gestores, da melhor forma de financiamento, ou que não há influência do ambiente externo. Nem sempre os gerentes irão adotar estratégias de alavancagem que maximizem o valor para os acionistas, mas que maximizem seus benefícios privados (Jiraporn et al., 2012).

Alguns anos depois, Modigliani e Miller (1963), ao identificarem benefícios fiscais originários da taxa de juros, que reduz a renda tributável quando as empresas buscam recursos de terceiros, criaram uma contradição ao estudo de 1958. Nesse caso, embora a estrutura de capital possa exercer influência no valor da empresa, sendo vantajoso captar recursos por meio de terceiros, não necessariamente todo o capital empresarial deve ser oriundo de dívidas, em virtude dos custos atrelados a esse tipo de capital. Portanto, a Teoria do *Trade Off*, que surge de Miller (1977), aborda a busca da maximização dos benefícios e minimização dos custos de endividamento.

Com o estudo de Myers e Majluf (1984) surgiu a Teoria *Pecking Order*, a qual, como o nome induz, ordena a busca de recursos, em três momentos: i) primeiro a empresa deve utilizar os recursos internos, incluindo a retenção de lucros; ii) não sendo suficiente ou não havendo recursos no primeiro quesito, buscará financiar suas atividades com fonte de terceiros; iii) e, se necessário, utiliza, no terceiro momento, emissão de ações. Para os autores, essa sequência deve ser obedecida, pois se a empresa utilizar primeiro a terceira fase (emissão de ações) estará incorrendo em maiores custos na captação de recursos, visto o problema de seleção adversa presente no mercado, causado pela assimetria de informações entre os gestores e as partes interessadas da empresa.

Kudlawicz et al. (2015) confrontam as Teorias da *Pecking Order* e a do *Trade Off* e apresentam as seguintes diferenças: a primeira defende a ideia de que as empresas detentoras de maior rentabilidade apresentam menores dívidas; na segunda, também há boa rentabilidade, no entanto, possuem maiores dívidas, o que implica menor custo e maior eficiência financeira, passando ao mercado o conceito de solvente.

Nesse contexto, percebe-se que o mercado impacta a estrutura de capital das organizações, as quais, ao decidirem pela melhor forma de composição de seus recursos (Skopljak & Luo, 2012), capital de terceiros ou emissão de ações, precisam conhecer primeiramente como está seu desempenho econômico, informação esta que também pode ser utilizada pelos investidores e financiadores para fornecer ou não recursos às empresas (Bastos & Nakamura, 2009). A avaliação do desempenho econômico é realizada por meio de indicadores, apurados a partir das demonstrações contábeis, sendo geralmente medida pelo *Return on Assets* (ROA), *Return on Equity* (ROE) e *Return on Sales* (ROS), os quais auxiliam entender o risco assumido pelos proprietários, investidores e financiadores (Pamplona et al., 2017). Conforme Kudlawicz et al. (2015), não há consonância de índices de mensuração de desempenho econômico na literatura, mas proposições que foram sendo realizadas. Bastos e Nakamura (2009) salientam que há vários fatores, como setor, porte, ambiente empresarial e a sazonalidade do período, que afetam as informações e não permitem comparações e consenso.

Para Assaf Neto (2008), os resultados das escolhas financeiras são evidenciados pela performance econômica do negócio, sendo o lucro operacional um dos determinantes de quanto será pago às fontes de capital da empresa. Nesta visão, medidas como grau de tangibilidade, tamanho da empresa, rentabilidade do ativo, risco, oportunidade de crescimento, nível de imposto de renda e benefícios fiscais são alguns dos fatores a serem observados em termos de desempenho econômico resultante da estrutura de capital escolhida (Bastos & Nakamura, 2009; Lara & Mesquita, 2008; Sant'Ana & Silva, 2015).

Nakamura et al. (2007) entendem que a variável crescimento das vendas explica o desenvolvimento da organização e pelo fato dessa expansão precisar ser financiada, geralmente, é realizada com a captação de novas dívidas. Esses autores listam o índice de liquidez corrente como variável de desempenho, resultante ou impactante na estrutura de capital, pois havendo valor positivo há facilidade na obtenção de financiamentos ou pagamento dos existentes. Por fim, destacam que a temática de endividamento é bastante discutida nos estudos científicos, seja pelo fato de influenciar a estrutura de capital, ou por ter amplo desenvolvimento teórico, ou até mesmo porque continua sendo uma área relevante aos interessados no assunto.

Outra métrica utilizada é o Índice de Sharpe, o qual mensura o retorno de certo ativo menos o retorno desse ativo livre de risco ponderado pelo desvio padrão dos retornos (Oliveira & Sousa, 2015; Sharpe, 1966). Ou seja, mensura a sensibilidade do ativo em relação ao mercado, trabalhando o prêmio por unidade de risco total do ativo. Ainda, o Q de Tobin é utilizado para medir o valor de mercado de uma empresa e o montante necessário para repor os seus ativos físicos (Reinhart, 1977). No entanto, o desafio no Q de Tobin, conforme Guimarães Júnior et al. (2015), consiste em obter os valores justos e não os contábeis dos ativos.

No que tange aos estudos que analisam estrutura de capital e desempenho das empresas, pode-se citar as pesquisas de Lara e Mesquita (2008), Kudlawicz et al. (2015) e Pamplona et al. (2017). Lara e Mesquita (2008) verificaram a relação entre as taxas de retorno e estrutura de composição do capital das empresas brasileiras, de modo a elucidar a influência das decisões de financiamento sobre a rentabilidade. Como resultados, as taxas de retorno demonstraram relação positiva com o endividamento de curto prazo, bem como com o patrimônio líquido. No entanto, quando relacionado ao endividamento de longo prazo, as taxas de retorno se mostraram com correlação inversa.

Kudlawicz et al. (2015) trataram da estrutura de capital e desempenho empresarial com base nas empresas brasileiras no período de 2013, utilizando-se da análise multivariada de regressão quantílica. Evidenciaram que as empresas mais próximas da fronteira de eficiência detinham um desempenho empresarial maior, bem como menores níveis de endividamento. Pamplona et al. (2017) abordaram a relação entre estrutura e desempenho em 73 empresas familiares do Brasil e 18 de Portugal. Esses autores pontuaram que a amostra possuía vieses relacionados tanto à Teoria *Trade Off*, quanto à Teoria *Pecking Order*. As companhias brasileiras demonstraram maior viés à Teoria *Trade Off* quando relacionada com melhor desempenho das companhias, enquanto as empresas portuguesas tiveram maior viés para a Teoria *Pecking Order*.

Salim e Yadav (2012) investigaram a estrutura de capital e o desempenho da empresa para uma amostra de 237 empresas listadas na Bolsa de Valores de Bursa (Malaysia), durante 1995-2011. Os resultados indicaram que o desempenho da empresa, que foi medido pelo retorno sobre o ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e lucro por ação (EPS), tinha relação negativa com a dívida de curto prazo, dívida de longo prazo e dívida total.

Outra variável de desempenho que pode ser analisada é o ROI (Retorno sobre Investimento). Para Jacobson (1987), essa métrica é debatida nas áreas de Contabilidade, Economia e Finanças por ser uma variável baseada em informações contábeis e não de mercado, as quais correspondem a decisões de investimento feitas no passado e que influenciam no desempenho passado e futuro.

Assim, dadas às evidências inconclusivas de como as formas de financiamento de uma empresa afetam o seu desempenho, a problemática da pesquisa prevê uma investigação em um longo

período, a fim de melhor entender a relação entre essas variáveis. Para tanto, emerge a primeira hipótese (H1):

H1: O aumento da estrutura de capital de terceiros das companhias de capital aberto afeta negativamente o seu desempenho empresarial.

Neste âmbito, Bandyopadhyay e Barua (2016) destacam que o desempenho das organizações depende da sua competência de atuar com uma boa estrutura de capital. Entretanto, para os autores, torna-se mais relevante a relação estrutura de capital e desempenho empresarial quando se analisa a influência de variáveis macroeconômicas.

2.2 Ciclos Econômicos

Os ciclos econômicos (CE) podem ser definidos como oscilações não simétricas das atividades econômicas de um país, com mudanças recorrentes, não sendo periódicas ou previsíveis (Burns & Mitchell, 1946; Cavalca et al., 2017). Para Paulo e Mota (2019, p. 218), “os ciclos econômicos têm origem nas flutuações do nível de atividade econômica de um país, geralmente medido pelo PIB”. Ainda, são tidos como movimentos dos fatores econômicos que geram diferentes formas de reações quanto à tomada de decisão comercial e de estoques das empresas inseridas nesse mercado (Kitchin, 1923).

A Teoria dos Ciclos Econômicos pressupõe que as flutuações econômicas são advindas do progresso tecnológico que, conseqüentemente, provoca alteração nas taxas de empregos, no consumo e na atividade econômica empresarial (oferta e demanda), ou seja, são respostas às mudanças exógenas no ambiente econômico (Mankiw, 1989). Mesmo com as críticas devido à influência endógena dos choques tecnológicos, desemprego atípico (Mankiw, 1989) e falta de neutralidade monetária (Ball, 1994) não considerada no modelo teórico, é inegável observar os agentes econômicos mudando seu comportamento em função de quedas da atividade econômica, por exemplo, alteração de consumo, investimentos e formas de financiamento (Prescott, 1986), visando maximizarem seus lucros (desempenho).

Embora as durações dos ciclos variem, podendo ser curtos ou longos, com caráter similar e amplitudes próximas (Burns & Mitchell, 1946), Kitchin (1923) acredita que, quando atrelados aos estoques das companhias, os ciclos apresentam, em maior parte, duração entre três e quatro anos (ou 40 meses), sendo entendidos como ciclos menores. Já os ciclos de decisão comercial são compostos, geralmente, por dois ou três ciclos menores.

Com média de duração semelhante aos ciclos de Kitchin (1923), tem-se os ciclos econômicos baseados em períodos eleitorais ou presidenciais, considerando, geralmente, um período de quatro anos (Almeida, 2009). Para Booth e Booth (2003), os ciclos eleitorais baseiam-se na comparação dos retornos obtidos na primeira metade de um mandato em relação à segunda metade do mandato anterior, evidenciando a diferença de retorno entre os dois casos e relacionando os resultados quanto ao desempenho econômico no ciclo eleitoral.

Os ciclos econômicos também podem ser vistos por meio da ótica de investimento de bens e capitais, associados a uma economia industrial ou pós-industrial, baseando-se no comportamento dos gastos com equipamentos e estruturas, tendo a duração de 7 a 11 anos (Juglar, 1862). Entretanto, esses ciclos, também conhecidos como ciclos de negócio, tiveram seu período de duração encurtado após a Segunda Guerra Mundial, devido aos avanços tecnológicos e disseminação de informações com maior agilidade, bem como ao aumento das oportunidades geradas por políticas fiscais e monetárias (Almeida, 2009).

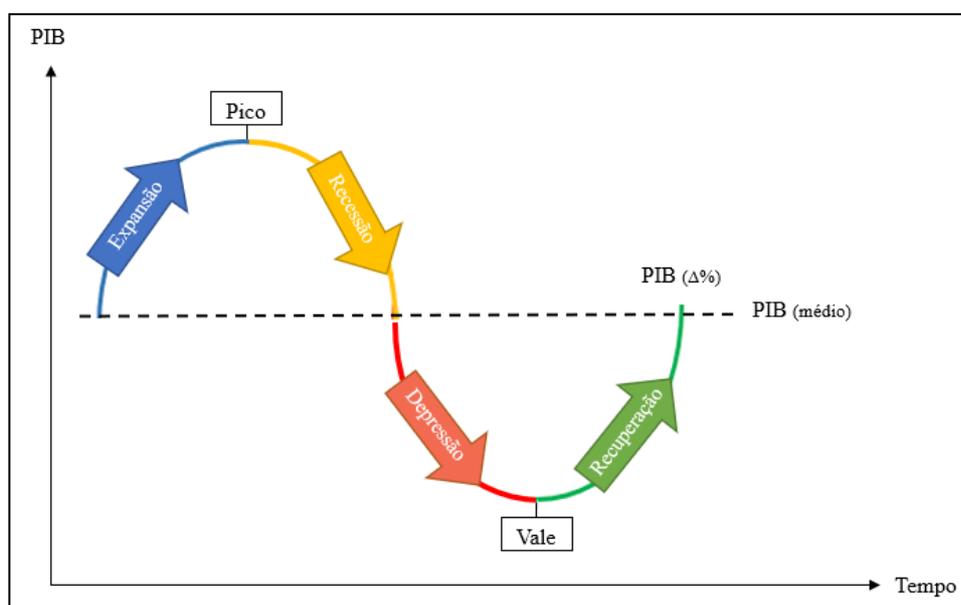
No que tange aos ciclos econômicos mais longos, pode-se citar os ciclos de Kuznets (1930) e de Kondratieff (1935). Kuznets (1930) tem seus ciclos denominados de ciclos demográficos ou construtivos, os quais demonstram um período de duração de 15 a 20 anos, podendo ser de curto ou longo prazo, a depender da variação do crédito disponível e das questões demográficas ligadas ao respectivo mercado. Kondratieff (1935) preconiza que os ciclos econômicos são ondas com duração

média de 50 anos, estando ligadas significativamente aos avanços tecnológicos e a maturação dos bens de capital. Para o autor, cada ciclo econômico detinha um período de recessão (caracterizada por uma depressão pronunciada e longa, bem como por descobertas importantes e novas técnicas de produção e comunicação) e um de ascensão (produção de ouro aumenta, assim como o mercado de bens mundial). Vale salientar que, segundo Kondratieff (1935), na ascensão das longas ondas é que ocorre a alta tensão no crescimento das forças econômicas, sendo o momento propenso às mais extensas e desastrosas revoluções e guerras, que podem vir a provocar crises financeiras nas empresas.

Conforme Schumpeter (1939), os ciclos econômicos, tratados por ele como ciclos de negócios, podem ser observados historicamente e estatisticamente, de modo que para cada ciclo de 50 anos de Kondratieff, deve haver um número inteiro de ciclos de Juglar e, conseqüentemente, para cada ciclo de Juglar deve conter um número integral de ciclos de Kitchin. Ainda, Burns e Mitchell (1946) e Schumpeter (1939) defendem a existência de quatro fases para os ciclos de negócio, sendo elas: expansão, recessão, depressão e recuperação. Nesse contexto, Burns & Mitchell (1946) declaram que um ciclo econômico é um conjunto de expansões, as quais ocorrem ao mesmo tempo em muitas atividades econômicas, seguidas por recessões, contrações e recuperações, se fundindo às expansões do próximo ciclo. Paulo e Mota (2019) elucidam os ciclos econômicos, baseando-se na teoria proposta por Schumpeter (1939), conforme consta na Figura 1.

Figura 1

Ciclo Econômico



Nota. Fonte: adaptada de Paulo e Mota (2019).

Schumpeter (1939) trata os ciclos de negócios como pulsações da taxa da evolução econômica, sendo atribuídas, em geral, por três forças: i) fatores externos; ii) fatores de crescimento; e iii) inovações. O autor explica que isso se dá em virtude da natureza das circunstâncias que dão origem aos ciclos e suas multiplicidades, uma vez que, para o autor, todos os ciclos são gerados pela inovação.

Outro aspecto a ser observado em relação aos ciclos econômicos são os padrões macroeconômicos com políticas contra e pró-cíclicas. Magalhães (2000) explicita que durante a expansão da economia, os governos deveriam reduzir os gastos e elevar os investimentos em políticas fiscais (padrão cíclico); o oposto deveria ocorrer quando o ciclo econômico está em desaceleração (padrão contracíclico), de modo a aumentar os gastos públicos e reduzir os impostos. Entretanto, o

autor destaca que, ao contrário do padrão contracíclico utilizado em países desenvolvidos, os países em desenvolvimento, como o Brasil, utilizam-se de políticas fiscais pró-cíclicas, ampliando os ciclos econômicos de forma a gerar mais instabilidade ao mercado. Para o autor, entre as possíveis razões para tal comportamento tem-se a oferta de crédito, tendo em vista a necessidade de cortes de gastos em tempos de recessão e depressão econômica para evitar possíveis déficits. Quando as nações estão em expansão, o crédito é feito com mais facilidade, favorecendo situações de aumento de gastos.

Chen et al. (2016) esclarecem que a orientação financeira da economia tem implicações importantes para a escolha da estrutura de capital de uma empresa, visto que se a economia é orientada às instituições financeiras, os empréstimos privados são a fonte dominante e os bancos atuam como o principal monitor e disciplinador da organização. Por outro lado, se na economia tem predominância de capital de títulos e ações, o financiamento é fornecido em grande parte por meio de transações em condições normais de mercado, e os investidores externos são os mais interessados nas informações e resultados da companhia.

Relacionando os fatores macroeconômicos e a estrutura de capital pode-se apontar os estudos de Bastos et al. (2009) e de Terra (2007). Terra (2007) discorreu sobre os determinantes de capital baseando-se nos fatores macroeconômicos das empresas da América Latina nos anos de 1986 a 2000, representadas por Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Venezuela. Por meio de regressão com dados em painel, o autor evidenciou que os fatores macroeconômicos de cada país não podiam ser tratados como determinantes do endividamento. Corroborando Terra (2007), Bastos et al. (2009) abordaram os determinantes da estrutura de capital sobre o enfoque dos fatores econômicos, para o período de 2001 a 2006. Com base em 388 companhias (mexicanas, brasileiras, argentinas, chilenas e peruanas), concluíram que a Teoria *Pecking Order* demonstrava robustez para explicar as decisões de financiamento das empresas analisadas. Os fatores macroeconômicos e institucionais não tiveram a mesma magnitude de explicação.

Krivogorsky e Burton (2012) constataram que, em cenários de predominância de propriedade familiar, individual e dos bancos havia significativa relação positiva entre propriedade e desempenho empresarial. Além do mais, observaram que a presença de um forte ambiente regulatório de proteção ao investidor impactava negativamente o desempenho da companhia. Bandyopadhyay e Barua (2016) trataram da relação entre desempenho e estrutura de capital, com os efeitos dos ciclos econômicos. A partir de dados de 1.594 empresas indianas, para os anos de 1998 a 2011, efetuaram uma regressão múltipla em painel, a qual evidenciou que as decisões de financiamento e o desempenho das empresas eram significativamente influenciados pelos ciclos econômicos. Cavalca et al. (2017) relacionaram os ciclos econômicos e o desempenho das empresas brasileiras, baseando-se no período de 2002 a 2013. Em uma regressão de dados em painel, evidenciaram que os índices relacionados ao desempenho eram positivos e significativos em relação aos ciclos econômicos, principalmente nos momentos de crise e expansão. No estudo de Paulo e Mota (2019), os autores abordaram a influência dos ciclos econômicos no gerenciamento de resultados de empresas, utilizando-se da variação percentual do PIB de 247 companhias, analisadas nos anos de 2000 a 2015. Os resultados do estudo apontaram que as estratégias utilizadas a fim de gerenciar resultados podiam variar em cada fase do ciclo econômico.

Assim, alinhado com as perspectivas teóricas, espera-se que as fases de uma economia influenciam de forma distinta a alavancagem financeira de uma companhia e, por consequência, o seu desempenho, emergindo as hipóteses H2a e H2b:

H2a: A relação entre estrutura de capital de terceiros e desempenho empresarial é mais significativa durante períodos de oscilações econômicas de queda (Contração e Recessão) do que de alta (Expansão e Recuperação).

H2b: A relação entre estrutura de capital de terceiros e desempenho empresarial é mais significativa durante períodos de oscilações econômicas de queda “negativa” (Contração) do que de “positiva” (Recessão).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

No que diz respeito à classificação da pesquisa, trata-se um estudo quantitativo, descritivo e documental, respectivamente, quanto a sua abordagem, seus objetivos e seus procedimentos técnicos. A fim de analisar a influência dos ciclos econômicos na relação entre a estrutura de capital e o desempenho empresarial das companhias de capital aberto brasileiras, utilizou-se a regressão de dados em painel balanceado, tanto para a amostra geral, quanto para cada uma das etapas dos ciclos econômicos: Expansão, Recessão, Contração (depressão), e Recuperação. Para tanto, o estudo analisou 126 companhias não financeiras listadas na B3 S.A. - Brasil Bolsa Balcão (B3), com dados disponíveis na Economatica®.

Para que fosse possível analisar as diferentes etapas dos ciclos econômicos, utilizaram-se os dados das companhias nos anos de 1998 a 2019, em função da periodicidade dos ciclos, optando-se por 22 anos, conforme indicado por Kuznets (1930), o qual identificou ser ideal avaliar a construção de ciclos com duração de 15 a 25 anos. A partir disso, as etapas foram classificadas com base nas oscilações trimestrais do PIB brasileiro e seu comportamento de variação em relação aos picos e vales atingidos por tal métrica, como consta na Equação 1.

$$\Delta PIB_t = \left(\frac{PIB_t}{PIB_{t-4}} - 1 \right) \times 100 \quad (1)$$

Pautando-se em autores como Claessens et al. (2012) e Paulo e Mota (2019), os picos podem ser identificados quando ocorrem ao menos dois períodos consecutivos de alta do PIB, sendo seguido de dois períodos de queda. Na mesma lógica, os vales são identificados quando ocorrem pelo menos dois períodos seguidos de queda, acompanhados de dois períodos de alta ininterruptos. Assim, seguindo os pressupostos de Schumpeter (1939) e sua interpretação das quatro etapas dos ciclos econômicos (Figura 1), em conjunto com os de Claessens et al. (2012), considerou-se como: “Expansão” quando ΔPIB_t está em alta e acima da média do período; “Recuperação” quando ΔPIB_t está em alta e abaixo da média; “Recessão” quando ΔPIB_t está em queda e acima da média; e “Contração” quando ΔPIB_t está em queda e abaixo da média do período.

Com relação às *proxies* do estudo, a Tabela 1 apresenta as variáveis dependentes, independentes e de controle examinadas, com suas métricas e o sinal esperado destas duas últimas em relação à dependente, além do suporte teórico utilizado para fundamentá-las.

Partindo-se das variáveis que compõem a pesquisa (Tabela 1), efetuaram-se as regressões para as três *proxies* de desempenho elencadas (ROA, ROI e ROE), juntamente com sua estatística descritiva e testes não paramétricos de comparação de amostras (Kruskal-Wallis) das variáveis em cada etapa do ciclo, além da matriz de correlação de Spearman (dados não paramétricos). Elaborou-se três modelos para analisar a relação entre a estrutura de capital e desempenho empresarial, sendo elucidados pela Equação 2.

$$RO_{it} = \alpha + \beta_1 ENDM_{it} + \beta_2 ENDC_{it} + \beta_3 LIQCOR_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 RENT_{it} + \beta_6 CRESCESP_{it} + \beta_7 CRESCVEN_{it} + \beta_8 QTOBIN_{it} + \beta_9 SHARPE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Em que: “RO” é representado pelas variáveis dependentes ROA, ROI e ROE, nos modelos 1, 2 e 3, respectivamente.

Tabela 1*Variáveis utilizadas no estudo*

Variáveis		Sigla	Métrica	SE	Suporte Teórico	
Dependentes	Retorno sobre o Ativo	ROA	Lucro Operacional / Ativo Total		Adewale e Ajibola (2013), Ebrati et al. (2013), Luca (2014), Lunkes et al. (2019), Rakesh (2013), Saeedi e Mahmoodi (2011), Salim e Yadav (2012), Tailab (2014) e Younus et al. (2014)	
	Retorno sobre o Investimento	ROI	Lucro Líquido / Ativo Total		Luca (2014), Mendes e Santos (2018), Mireku et al. (2014), Rakesh (2013) e Younus et al. (2014)	
	Retorno sobre o Patrimônio	ROE	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido		Adewale e Ajibola (2013), Ebrati et al. (2013), Luca (2014), Mendes e Santos (2018), Mireku et al. (2014), Saeedi e Mahmoodi (2011), Salim e Yadav (2012) e Tailab (2014)	
Independentes de Interesse	Endividamento a Mercado	ENDM	Dívida / (Ativo Total - Patrimônio Líquido + Valor de Mercado)	-	Nakamura et al. (2007)	
	Endividamento Contábil	ENDC	Dívida / Ativo Total	-		
	Ciclos Econômicos (<i>Dummy</i>)	Contração		$\Delta\%$ PIB decrescente, abaixo da média	+/-	Schumpeter (1939); Bandyopadhyay e Barua (2016)
		Expansão		$\Delta\%$ PIB crescente, acima da média	+/-	
		Recessão		$\Delta\%$ PIB decrescente, acima da média	+/-	
Recuperação			$\Delta\%$ PIB crescente, abaixo da média	+/-		
Independentes de Controle	Liquidez Corrente	LIQCOR	Ativo Circulante / Passivo Circulante	+	Assaf Neto (2008); Bandyopadhyay e Barua (2016)	
	Tamanho da Companhia	TAM	Logaritmo Natural do Ativo Total	+	Almendra et al. (2017); Correa et al. (2013)	
	Rentabilidade do Ativo	RENT	EBITDA/Ativos Totais	+	Correa et al. (2013)	
	Crescimento Esperado	CRESESP	Valor de Mercado /Ativos Totais	+	Bastos e Nakamura (2009)	
	Crescimento de Vendas	CRESVEN	(Receita 1 - Receita 0) / Receita 0	+	Nakamura et al. (2007)	
	Q de Tobin	QTOBIN	(Valor de Mercado + Dívidas) /Ativos Totais	+	Guimarães Júnior et al. (2015); Reinhart (1977)	
	Índice de Sharpe	SHARPE	(Retorno do Ativo - Retorno Livre de Risco) / (Risco do Ativo)	+	Oliveira e Sousa (2015); Sharpe (1966)	

Nota. SE = Sinal esperado; Δ = Variação.

A partir desses modelos, efetuou-se o exame sob o enfoque geral da amostra e de cada uma das etapas dos ciclos econômicos, para fins de comparação da influência macroeconômica na relação entre estrutura de capital (endividamento a mercado e contábil) e desempenho (ROA, ROI e ROE), bem como para validar H1 e H2. Cabe ressaltar que, seguindo Pamplona et al. (2017), as duas variáveis de endividamento foram mantidas de forma conjunta na operacionalização das regressões.

INFLUÊNCIA DOS CICLOS ECONÔMICOS NA RELAÇÃO ENTRE DESEMPENHO EMPRESARIAL E
ESTRUTURA DE CAPITAL DAS COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO DO BRASIL

Para controlar os *outliers* nas variáveis contínuas, as observações com desvios padrão acima ou abaixo da média foram winsorizadas a 1% (Wooldridge, 2002). Ainda, executaram-se testes de multicolinearidade (VIF), autocorrelação (Wooldridge) e heterocedasticidade (White), detectando-se heterocedasticidade, que foi corrigida por erros-padrão robustos. A fim de propiciar uma aplicação adequada das regressões estatísticas, bem como evitar possíveis distorções nos resultados da pesquisa, estimou-se o modelo (*Pooling*, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios) por meio dos testes de Breusch & Pagan (1979), Chow (1960) e Hausman (1978) (Baltagi & Wu, 1999; Wooldridge, 2002).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A Tabela 2 ilustra as estatísticas descritivas e a Tabela 3 a correlação das variáveis.

Tabela 2

Estatísticas Descritivas

Variáveis	Obs.	Média	Desv.Pad.	Mínimo	p25	p50	p75	Máximo	Kruskal-Wallis entre Ciclos
ROA	2772	1,851	7,371	-13,675	-0,618	2,792	6,911	11,705	0,0001 (***)
ROI	2772	0,018	0,072	-0,132	-0,006	0,026	0,068	0,115	0,0001 (***)
ROE	2772	0,104	0,134	-0,134	0,020	0,100	0,195	0,328	0,0001 (***)
ENDM	2772	0,194	0,175	0,000	0,012	0,161	0,338	0,498	0,1178
ENDC	2772	0,202	0,173	0,000	0,014	0,191	0,350	0,481	0,6868
LIQCOR	2772	1,574	0,925	0,433	0,853	1,328	2,143	3,405	0,4318
TAM	2772	13,984	2,145	10,725	12,226	13,871	15,821	17,329	0,0784 (*)
RENT	2772	0,078	0,076	-0,032	0,000	0,079	0,140	0,200	0,0001 (***)
CRESESP	2772	0,395	0,391	0,000	0,058	0,256	0,644	1,178	0,0002 (***)
CRESVEN	2646	0,087	0,149	-0,135	0,000	0,060	0,179	0,366	0,0001 (***)
QTOBIN	2772	0,639	0,468	0,043	0,252	0,558	0,940	1,532	0,0064 (***)
SHARPE	1042	0,563	1,101	-0,835	-0,357	0,378	1,284	2,613	0,0001 (***)
Contração	2772	0,409	0,492	0,000	0,000	0,000	1,000	1,000	-
Expansão	2772	0,318	0,466	0,000	0,000	0,000	1,000	1,000	-
Recessão	2772	0,136	0,343	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000	-
Recuperação	2772	0,136	0,343	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000	-

Nota. ***, **, * é significativa ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Com base na Tabela 2, as variáveis de desempenho (*ROA*, *ROI* e *ROE*) apresentaram valores médios positivos, o que sugere que as companhias da amostra, em geral, obtiveram lucro no período estudado. Os resultados denotam mínimos negativos e máximos positivos, apontando que, no período avaliado, as empresas tiveram decréscimos em seus desempenhos, bem como crescimentos. Verifica-se uma grande variação no desempenho das empresas, em especial do *ROA*, observada a partir da variabilidade de seus desvios-padrão. No tocante às variáveis de endividamento, tanto a mercado (*ENDM*) quanto o contábil (*ENDC*) elucidam ausência de dívidas em determinados momentos, demonstrando um nível de endividamento com pouca variabilidade em relação às demais variáveis do estudo.

Ademais, com relação às etapas dos ciclos econômicos, constatam-se maiores períodos de contração, seguido da expansão, recessão e recuperação, implicando que a economia brasileira, no período analisado, apresentou grande amplitude de variação do seu PIB, principalmente em momentos críticos de redução da atividade econômica no país. Ressalta-se que, de acordo com o teste de Kruskal-Wallis (Kruskal & Wallis, 1952), as variáveis de desempenho apresentam médias significativamente distintas entre os ciclos econômicos, denotando estatisticamente que as idiosincrasias de cada etapa afetam o desempenho organizacional.

Tabela 3

Matriz de Correlação de Spearman

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
(1) ROA	1											
(2) ROI	0,9904	1										
(3) ROE	0,5593	0,5519	1									
(4) ENDM	-0,1216	-0,1434	-0,2983	1								
(5) ENDC	-0,0259	-0,0466	-0,1346	0,9245	1							
(6) LIQCOR	0,3211	0,307	-0,0218	0,0056	-0,0237	1						
(7) TAM	0,029	0,0221	0,0893	0,0659	0,004	-0,0909	1					
(8) RENT	0,7615	0,7537	0,3747	0,1299	0,2201	0,1645	0,0766	1				
(9) CRESESP	0,6068	0,6225	0,3032	-0,1864	0,0032	0,2714	-0,1823	0,5879	1			
(10) CRESVEN	0,3165	0,3015	0,1681	0,0588	0,0932	0,0861	-0,0305	0,3805	0,2745	1		
(11) QTOBIN	0,514	0,5208	0,2439	0,1412	0,3505	0,1953	-0,2004	0,57	0,8901	0,2414	1	
(12) SHARPE	0,1458	0,1392	0,1583	-0,1745	-0,0754	0,009	-0,0385	0,0961	0,2468	0,1238	0,2159	1

Pode-se constatar (Tabela 3) que há uma correlação negativa entre as variáveis de desempenho e as de estrutura de capital, sendo o *ENDM* mais fortemente relacionado, principalmente no caso do *ROE* (-0,298). Tal fato vai ao encontro dos pressupostos da Teoria *Pecking Order*, demonstrando que, para as empresas da amostra, o endividamento não é visto como um mecanismo em prol do desempenho empresarial (Myers & Majluf, 1984). Além do mais, há uma forte correlação do *ROA* com a Rentabilidade do Ativo (*RENT*), em 0,762, o que pode ser explicado em função de ambas as variáveis estar atreladas ao ativo das companhias analisadas. Nesse mesmo âmbito, tem-se alta correlação entre o *QTOBIN* e o *CRESESP*, em 0,890, que pode se dar em virtude de incentivos do mercado.

Tabela 4

Painel de Regressão – ROA

ROA	Geral		Contração		Expansão		Recessão		Recuperação	
	Coef.	DP. Robust	Coef.	DP. Robust	Coef.	DP. Robust	Coef.	DP. Robust	Coef.	DP. Robust
Constant	-11,316**	(4,483)	-8,398*	(4,336)	-18,361***	(6,092)	-14,135***	(4,437)	-5,644	(4,700)
ENDM	0,935	(3,661)	4,983	(4,900)	1,257	(6,229)	3,282	(6,133)	-12,407**	(6,177)
ENDC	-4,511	(3,271)	-3,011	(3,587)	-7,167	(6,678)	-1,640	(5,317)	-4,802	(6,331)
LIQCOR	1,601***	(0,409)	1,379**	(0,571)	1,659***	(0,517)	1,509***	(0,374)	1,553***	(0,528)
TAM	0,486*	(0,264)	0,319	(0,256)	0,982***	(0,362)	0,700**	(0,290)	0,196	(0,262)
RENT	62,733***	(4,546)	59,506***	(5,484)	59,911***	(7,491)	52,465***	(5,263)	66,415***	(7,537)
CRESESP	7,061***	(1,420)	9,944**	(4,485)	3,104	(3,210)	13,451***	(2,463)	-7,406**	(3,664)
CRESVEN	1,713*	(0,943)	0,728	(0,995)	1,099	(1,717)	3,881**	(1,929)	-2,923	(2,556)
QTOBIN	-5,202***	(1,140)	-8,103**	(3,788)	-2,164	(2,576)	-10,091***	(1,727)	5,172*	(2,799)
SHARPE	0,132	(0,130)	0,360**	(0,145)	0,456	(0,308)	0,475	(0,368)	0,752**	(0,378)
Observações	1,023		425		300		155		143	
Companhias	85		81		74		67		65	
R-quadrado	0,710		0,689		0,609		0,776		0,757	
Multicolinearidade	6,61		7,21		9,10		7,65		6,15	
Heterocedasticidade	0,000		0,000		0,000		0,000		0,000	
Autocorrelação	0,502		0,971		0,293		-		0,468	
Breusch-Pagan	0,00		0,00		0,00		0,00		0,46	
Claessens	0,656		0,491		0,744		0,166		0,714	
Hausman	0,036		0,137		0,000		0,081		0,301	
Estimação	RE		RE		RE		RE		RE**	

Nota. ***, **, * é significativa ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. * Embora, pelos testes Breusch-Pagan, Chow e Hausman, não se tenha obtido uma solução única para o modelo de painel, utilizou-se Efeitos Aleatórios (RE) para fins de comparação.

Quanto à influência dos ciclos econômicos na relação entre estrutura de capital e desempenho, as Tabelas 4, 5 e 6 correspondem às regressões de dados em painel balanceado para os modelos com o *ROA*, o *ROI* e o *ROE* como variáveis dependentes, respectivamente.

Com base na Tabela 4, o *ENDM* se mostra significativo e negativamente relacionado com o *ROA*, porém, apenas em períodos de recuperação, indo ao encontro da literatura (Bastos et al., 2009; Jiraporn et al., 2011; Saeedi & Mahmoodi, 2011; Salim & Yadav, 2012) e demonstrando que há impacto negativo da estrutura de capital de terceiros no retorno sobre os ativos das empresas brasileiras objeto de estudo.⁵ Essa relação, verificada na fase de recuperação, reforça a existência da Teoria *Pecking Order* para as companhias no período analisado, de que a estrutura de capital próprio seria melhor para o desempenho empresarial do que a de capital de terceiros.

Sob o enfoque da Teoria dos Ciclos Econômicos, observa-se que os resultados corroboram Mankiw (1989), dado que existe uma resposta do desempenho organizacional frente às flutuações econômicas, como retorno natural e eficiente às mudanças. Schumpeter (1939) enfatiza o endividamento como uma consequência negativa da recessão econômica, uma vez que nessa fase ocorre uma elevação do número de *financial distress* empresarial, reduzindo os investimentos e as receitas arrecadadas pelo governo, implicando, assim, na contração de crédito e de investimentos de alta liquidez, como a poupança.

No que diz respeito ao *ENDC*, não é possível verificar influência no desempenho empresarial para a amostra analisada, mesmo se mostrando negativamente relacionado ao *ROA* em todos os cenários examinados. Isso pode ocorrer em virtude de diferentes estruturas de capitais (aumento ou redução do endividamento de terceiros) afetarem o desempenho da empresa de forma distinta (Skopljak & Luo, 2012), a depender das estratégias competitivas da entidade, assim como das condições do mercado em que está inserida (Chen et al., 2016). Desse modo, devido à constatação de relação negativa da estrutura de capital com o desempenho empresarial, não se pode rejeitar H1.

Assim como esperado, de forma geral, as variáveis *LIQCOR*, *RENT*, *CRESESP*, *CRESV* e *TAM* evidenciaram relação positiva com o *ROA* nos ciclos de negócios de contração, expansão e recessão (Cavalca et al., 2017; Sabir & Malik, 2012; Salim & Yadav, 2012). Contudo, na fase de recuperação, o crescimento almejado da empresa e de vendas apresenta magnitude negativa, indicando que na retomada da economia à ascensão, as empresas desse mercado detêm dúvidas sobre os investimentos e produção e podem minimizar suas atividades. Paulo e Mota (2019) elucidam que no reaquecimento da economia, as companhias tendem a acompanhar tal crescimento e divulgar resultados mais positivos da empresa, com menos *accruals* discricionários, reduzindo o nível de gerenciamento de resultados, ilustrando menor comportamento oportunista dos gestores nesse período.

Outra variável que demonstrou relação positiva e significativa em 5% é o *SHARPE* nas fases de contração e recuperação da economia, indo ao encontro da teoria proposta por Sharpe (1966), na qual há relação direta entre risco e retorno das ações (modelo CAPM) de uma companhia, ou seja, quanto melhor o resultado da empresa, conseqüentemente maior é seu *ROA*. A variável *QTOBIN*, diferente do esperado, demonstrou resultados negativos nas fases do ciclo econômico, indo de encontro com Salim e Yadav (2012). Esses resultados podem ser explicados pela política pró-cíclica do Brasil, tendo em vista as empresas brasileiras serem estimuladas a investirem mais em partes

⁵ Os resultados do teste de *Breusch-Pagan* reforçam a presença de efeitos aleatórios em comparação com os modelos *Pooled*. Assim, optou-se por manter as regressões com efeitos aleatórios, mesmo quando o teste de *Hausman* (regressões 1 e 2) tenha indicado o modelo de efeitos fixos, pois o teste *Chow* nos dois casos também apontou para o modelo *Pooled*. Entende-se mais adequado, diante de testes que não apontam para um único modelo, para fins de comparação manter o mesmo modelo para as variáveis estudadas, pois as três dependentes são *proxies* de desempenho empresarial que possuem as mesmas variáveis explicadas. Tendo em vista que eventuais problemas de heterocedasticidade e autocorrelação podem estar presentes, optou-se por rodar o procedimento de efeitos aleatórios com erros-padrão ajustados com *vce(robust)* no Stata.

financeiras do que em produção, dadas as condições do mercado nacional (Magalhães, 2000), impulsionado pela taxa de juros e gestão financeira das companhias (Bandyopadhyay & Barua, 2016).

Desta forma, sob o enfoque do *ROA*, os achados sugerem que a estrutura de capital das companhias sofre maior influência das fases do ciclo econômico quando da retomada da economia, a fim de expandir seus negócios, sinalizando que H2 não pode ser rejeitada. Essa opção reflete nos custos da organização e, de modo subsequente, no resultado do exercício e na capacidade de gerar valor de uma empresa a partir de seus próprios recursos (ativo).

No que se refere ao *ROI*, também é possível denotar relação negativa e significativa com o *ENDM* na fase de recuperação, reforçando a compreensão de que a flutuação da economia tende a influenciar a relação entre estrutura de capital e desempenho empresarial de forma heterogênea. Bandyopadhyay e Barua (2016) declaram que a lucratividade da empresa, bem como a sua solvência, mudam de acordo com as fases do ciclo econômico. Com isso, ressaltam que durante uma fase expansionista, a demanda é alta e os negócios são fortes, pressupondo que as empresas têm maiores probabilidades de gerar lucro e, portanto, menor propensão a quedas do desempenho. Considerando que durante uma recessão manter um negócio lucrativo é mais desafiador, existe uma tendência de que nessa fase as companhias entrem em processo de *financial distress* e, até mesmo, *default* financeiro.

Tabela 5

Painel de Regressão – ROI

ROI	Geral		Contração		Expansão		Recessão		Recuperação	
	Coef.	DP Robust	Coef.	DP Robust	Coef.	DP Robust	Coef.	DP Robust	Coef.	DP Robust
Constant	-0,107**	(0,044)	-0,083*	(0,043)	-0,163***	(0,059)	-0,126***	(0,045)	-0,060	(0,045)
ENDM	0,010	(0,035)	0,045	(0,048)	0,016	(0,060)	0,029	(0,061)	-0,125**	(0,061)
ENDC	-0,047	(0,032)	-0,030	(0,035)	-0,076	(0,065)	-0,023	(0,053)	-0,046	(0,062)
LIQCOR	0,016***	(0,004)	0,014**	(0,006)	0,015***	(0,005)	0,014***	(0,004)	0,015***	(0,005)
TAM	0,005*	(0,003)	0,003	(0,003)	0,009**	(0,004)	0,006**	(0,003)	0,002	(0,003)
RENT	0,604***	(0,042)	0,567***	(0,054)	0,597***	(0,065)	0,511***	(0,051)	0,640***	(0,071)
CRESESP	0,072***	(0,014)	0,099**	(0,043)	0,034	(0,030)	0,133***	(0,022)	-0,071**	(0,036)
CRESVEN	0,012	(0,009)	0,005	(0,010)	0,006	(0,017)	0,036*	(0,019)	-0,037	(0,025)
QTOBIN	-0,051***	(0,011)	-0,078**	(0,036)	-0,026	(0,025)	-0,099***	(0,016)	0,052*	(0,028)
SHARPE	0,001	(0,001)	0,003*	(0,001)	0,004	(0,003)	0,004	(0,004)	0,008**	(0,004)
Observações	1,023		425		300		155		143	
Companhias	85		81		74		67		65	
R-quadrado	0,705		0,680		0,588		0,763		0,768	
Multicolinearidade	6,61		7,21		9,10		7,65		6,15	
Heterocedasticidade	0,000		0,000		0,000		0,000		0,000	
Autocorrelação	0,572		0,959		0,293		-		0,501	
Breusch-Pagan	0,00		0,00		0,00		0,00		1,00	
Chow	0,687		0,476		0,804		0,210		0,686	
Hausman	0,098		0,140		0,802		0,076		0,283	
Estimação	RE		RE		RE		RE		RE**	

Nota. Descrição das variáveis na Tabela 1. ***, **, * é significativo ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. * Embora, pelos testes Breusch-Pagan, Chow e Hausman, não se tenha obtido uma solução única para o modelo de painel, utilizou-se Efeitos Aleatórios (RE) para fins de comparação.

Ademais, ENDC não se apresenta significativo ao *ROI*, mas expressa relação negativa, indo ao encontro dos pressupostos de Bandyopadhyay e Barua (2016) e Lunkes et al. (2019), de que o endividamento empresarial está negativamente relacionado ao seu desempenho, reforçando que H1 não pode ser rejeitada.

De modo geral, observa-se relação positiva da *LIQCOR* com o *ROI*, assim como evidenciado com o *ROA*, corroborando a concepção de que quanto maior a liquidez dos ativos, menor é a sensibilidade de pagamento de juros, implicando potencial aumento das dívidas, em especial as de longo prazo, devido à satisfatória capacidade de pagamento no curto prazo (Bandyopadhyay & Barua,

INFLUÊNCIA DOS CICLOS ECONÔMICOS NA RELAÇÃO ENTRE DESEMPENHO EMPRESARIAL E
ESTRUTURA DE CAPITAL DAS COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO DO BRASIL

2016). Mesmo com as similaridades entre os resultados das variáveis de ROA e ROI, se faz necessária à análise de ambas em virtude do seu diferente caráter de agregação dos fluxos de caixa da empresa. No caso do ROI, o foco é nos investimentos ao nível de caixa, sendo refletida apenas parte dos fluxos de caixa da empresa, sem agregar aspectos como avaliação do lucro, depreciação e amortização e desembolsos que não são efetivos. Por outro lado, o ROA agrega também a avaliação do lucro com base no regime de competência, que indica o quanto do valor de um ativo foi usado ao longo do tempo e propicia reserva de caixa para as futuras substituições dos bens. Dadas as diferenças teóricas por trás dessas variáveis, optou-se por ambos os indicadores a fim de robustez e sensibilidade dos achados.

Diferentemente do evidenciado no exame do ROA e do ROI, tanto o ENDM quanto o ENDC apresentam significância estatística de 1% com o ROE no cenário geral da pesquisa, e relação negativa entre as variáveis, indo ao encontro de Jiraporn et al. (2011), Sabir e Malik (2012) e Salim e Yadav (2012) e corroborando H1. No que tange à relação entre ENDC e ROE, embora denote significância para quase todos os cenários de oscilação econômica do Brasil nos últimos 23 anos, sua associação é positiva, diferentemente do esperado, conforme a Teoria *Pecking Order*, porém, indo ao encontro dos achados de Ebrati et al. (2013). Um dos potenciais motivos é que diferentes variações na estrutura de capital (aumento ou redução do capital de terceiros) podem levar a modificações do desempenho da empresa (Skopljak & Luo, 2012), a depender de suas estratégias competitivas e da condição de mercado.

Tabela 6

Painel de Regressão - ROE

ROE	Geral		Contração		Expansão		Recessão		Recuperação	
	Coef.	DP Robust								
Constant	0,036	(0,070)	0,053	(0,076)	-0,028	(0,089)	-0,101	(0,120)	-0,022	(0,196)
ENDM	-0,617***	(0,099)	-0,483***	(0,116)	-0,719***	(0,142)	-0,850***	(0,177)	-0,672***	(0,216)
ENDC	0,324***	(0,096)	0,211**	(0,099)	0,387***	(0,144)	0,345*	(0,209)	0,292	(0,233)
LIQCOR	-0,007	(0,005)	-0,012	(0,008)	-0,012	(0,009)	0,008	(0,017)	0,010	(0,017)
TAM	0,004	(0,005)	0,003	(0,005)	0,011**	(0,006)	0,014**	(0,007)	0,006	(0,011)
RENT	0,781***	(0,196)	0,720***	(0,225)	0,552**	(0,219)	0,789***	(0,179)	0,609*	(0,356)
CRESESP	-0,108	(0,067)	-0,138	(0,085)	-0,139	(0,116)	-0,264*	(0,139)	-0,133	(0,116)
CRESVEN	0,037	(0,033)	0,027	(0,046)	0,011	(0,053)	-0,032	(0,068)	0,056	(0,081)
QTOBIN	0,086	(0,054)	0,109*	(0,061)	0,099	(0,098)	0,213	(0,132)	0,084	(0,082)
SHARPE	-0,001	(0,003)	0,008	(0,006)	0,009	(0,006)	-0,001	(0,013)	0,006	(0,010)
Observações	1,023		425		300		155		143	
Companhias	85		81		74		67		65	
R-quadrado	0,190		0,248		0,195		0,375		0,503	
Multicolinearidade	6,61		7,21		9,10		7,65		6,15	
Heterocedasticidade	0,000		0,000		0,000		0,000		0,000	
Autocorrelação	0,149		0,055		0,002		-		0,480	
Breusch-Pagan	0,00		0,00		0,00		0,00		0,38	
Chow	0,446		0,873		0,666		0,737		0,651	
Hausman	0,000		0,003		0,094		0,031		0,444	
Estimação	RE									

Nota. ***, **, * é significativa ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. * Embora, pelos testes Breusch-Pagan, Chow e Hausman, não se tenha obtido uma solução única para o modelo de painel, utilizou-se Efeitos Aleatórios (RE) para fins de comparação.

Além do mais, válida o pressuposto de que as oscilações da economia interferem de forma distinta na estrutura de capital como variável explicativa de desempenho corporativo, pois houve magnitude estatística nas quatro fases dos ciclos econômicos, de modo que a H2 não pode ser rejeitada. Ressalta-se, ainda, que o maior poder explicativo do modelo (R2 Ajustado) é evidenciado para períodos de recuperação financeira, podendo estar atrelado ao maior aporte de capital nesses

períodos com a intenção de melhoria de desempenho. Com isso, complementa-se Cavalca et al. (2017), que verificaram relação significativa entre desempenho e ciclos econômicos, especialmente em momentos de crise e expansão da economia. Por outro lado, diverge-se de Terra (2007) e Bastos et al. (2009), que não denotaram magnitude dos fatores macroeconômicos na estrutura de capital.

Além do mais, verificou-se relação negativa entre endividamento a mercado e positiva do endividamento contábil com o ROE. Pesquisas anteriores também identificaram relação negativa entre desempenho empresarial e estrutura de capital (Jiraporn et al., 2011; Sabir & Malik, 2012; Salim & Yadav, 2012). Por outro lado, Ebrati et al. (2013) e Lara e Mesquita (2008) observaram relação positiva nas dívidas de curto prazo.

Vale salientar que *TAM* mostrou-se significativa nas análises, confirmando que o tamanho da empresa exerce influência positiva significativa sobre os empréstimos gerais da empresa. As organizações maiores possuem menor assimetria de informação associada ao patrimônio devido à sua reputação de mercado, resultando em menor endividamento em sua estrutura de capital (Bandyopadhyay & Barua, 2016). Isso também pode estar associado ao ativo imobilizado, tendo em vista a maior capacidade de captar dinheiro usando os ativos físicos como garantias. Contudo, a variável tangibilidade não foi mensurada na pesquisa.

As variáveis *QTOBIN* e *SHARPE* revelaram, respectivamente, relação negativa e positiva com o *ROA* e o *ROI*. Com o *ROE*, ambas denotaram associação positiva. Dessa forma, o índice de *SHARPE*, com média positiva (Tabela 2), indica que o risco das carteiras (volatilidade) é benéfico ao desempenho empresarial. Quanto ao *QTOBIN*, pode-se inferir que o desempenho corporativo ou os lucros considerados do *ROA* e do *ROI* não estão relacionados com a expectativa dos investidores. No *ROE*, há constatação de atender a essas perspectivas.

Em relação às variáveis *CRESESP*, *CRESVEN* e *RENT*, de forma global, evidenciaram relação positiva com os desempenhos empresariais averiguados (*ROA*, *ROI* e *ROE*). Bandyopadhyay e Barua (2016) destacam que, em épocas de incertezas de vendas (maior volatilidade), as empresas utilizam menos dívidas, bem como se pode observar que, conforme o ciclo econômico se altera, o comportamento das vendas também possui reflexo. Em termos de rentabilidade, os autores ressaltam que as empresas com maior índice de liquidez tendem a optar por mais dívidas (especialmente dívidas de longo prazo).

Conforme resultados auferidos, a associação da estrutura de capital com desempenho empresarial possui relação distinta nas fases do ciclo econômico. Logo, pode-se inferir que os ciclos de negócios são um dos fatores que determinam a estrutura de capital e desempenho corporativo no cenário brasileiro. Assim, o ciclo macroeconômico influencia significativamente as decisões de financiamento corporativo e, portanto, o seu desempenho.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo analisou a influência dos ciclos econômicos na relação entre estrutura de capital e desempenho empresarial das companhias listadas na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período de 1998 a 2019. A pesquisa caracteriza-se como descritiva e com coleta de dados documental na plataforma da Economatica®, resultando em uma amostra de 126 empresas não financeiras com dados disponíveis. As informações foram analisadas quantitativamente por meio da regressão múltipla com dados em painel balanceado. A *proxy* ciclos econômicos pauta-se na Teoria dos Ciclos Econômicos e seguiu o modelo de Schumpeter (1939), sendo dividida em quatro fases: Contração, Expansão, Recessão e Recuperação; a estrutura de capital foi avaliada pelas Teorias *Trade Off* e *Pecking Order*, por meio do endividamento a mercado e o contábil; e o desempenho empresarial foi calculado pela ótica do Retorno sobre o Ativo (ROA), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e Retorno sobre o Investimento (ROI).

No tocante à relação entre estrutura de capital e endividamento, identificou-se significância estatística com o ROA e ROI na fase de recuperação da economia, enquanto com o ROE há magnitude

nos diversos ciclos econômicos. Ainda, assim como esperado, o endividamento e o ROA se mostraram negativamente associados e significantes em períodos de recessão econômica para o endividamento a mercado. Isso denota a necessidade de maior liquidez nesses períodos de maior probabilidade de dificuldades financeiras, com menor endividamento em prol de um maior retorno. Neste âmbito, não foi possível rejeitar H1 e H2.

Tal resultado é reforçado no exame do ROI como *proxy* de desempenho empresarial, reportando relação negativa entre estrutura de capital e desempenho do negócio, indo ao encontro de Bandyopadhyay e Barua (2016) e Lunkes et al. (2019). Ressalta-se que há similaridade dos resultados do “ROA” e “ROI”, em função do segundo refletir apenas parte dos fluxos de caixa da empresa, enquanto o retorno sobre o ativo agrega também a avaliação do lucro com base no regime de competência e, por isso, foi utilizado como robustez e sensibilidade aos achados. Ademais, mesmo que o “ROE” apresente significância estatística maior do que as do “ROA” e do “ROI”, todos os cenários analisados demonstraram relação significativa ao endividamento a mercado e contábil, quando analisados os coeficientes econômicos das variáveis. Esse resultado vai ao encontro do já auferido pelas outras *proxies* de desempenho, com maior magnitude na fase de recessão.

Os resultados da presente pesquisa indicam efeito das variações do PIB na estrutura de capital das empresas, salientando seus reflexos na contratação de dívidas, de forma que, a depender do cenário macroeconômico, as companhias podem recorrer a menos (mais) financiamento de capital de terceiros. O efeito negativo da política monetária sobre a estrutura de dívida das empresas nas diferentes fases do ciclo econômico também pode implicar efeito imediato de uma queda nas taxas de juros tornar mais fácil para às empresas acessarem a dívida bancária (Bandyopadhyay & Barua, 2016). Por conseguinte, para ter melhor controle sobre o ciclo econômico, o Banco Central pode usar estrategicamente a política monetária da taxa de juros para que possa influenciar positivamente o padrão de crescimento corporativo.

No entanto, a escolha estratégica da combinação de dívidas possivelmente depende da solidez e da vantagem competitiva no mercado das atividades da empresa. Em vista disso, as companhias podem realizar estratégias de captação de novos investidores. Modigliani e Miller (1963) elucidam que ao identificarem benefícios fiscais, originários da taxa de juros que reduz a renda tributável, as empresas priorizam a busca recursos de terceiros, mas não necessariamente terão todo o capital empresarial oriundo de dívidas.

Outra evidência é o retrato das fortes constatações empíricas de que o financiamento de dívidas impulsiona a lucratividade operacional das empresas no mercado. Isso pode estar capturando que, dependendo do momento da economia, as empresas reduzem suas despesas inúteis, o que permite melhoria nos fluxos de caixa e, portanto, melhora do desempenho das companhias. Assim como na Índia – conforme Bandyopadhyay e Barua (2016), os bancos no cenário brasileiro também podem ser os intermediários financeiros, facilitando o fornecimento de financiamento de baixo custo às empresas, aumentando sua competitividade no mercado.

Partindo-se disso, constatou-se que dependendo do momento econômico, tempo de expansão (ou de desaceleração), faz com que as empresas recorram a menos (mais) dívidas em sua estrutura de capital. Portanto, os resultados implicam que uma política monetária expansionista no período de baixa pode encorajar as empresas a buscarem mais recursos externos e, por sua vez, impulsionar seu desempenho. Além do mais, o Banco Central brasileiro pode usar a política monetária estrategicamente para influenciar o padrão de crescimento corporativo, seja por meio da regulação da taxa de juros ou de outras políticas fiscais. Dessa forma, a orientação financeira da economia tem implicações importantes para a estrutura de capital de uma empresa e, em vista disso, no desempenho empresarial.

A realização do estudo permitiu compreender que as oscilações não simétricas das atividades econômicas de um país demonstram influência significativa na relação entre desempenho econômico e estrutura de capital. Em âmbito teórico, a pesquisa enriquece a agenda de debate sobre a influência da economia na análise de desempenho e estrutura de capital das organizações, proporcionando

resultados empíricos que podem auxiliar *stakeholders* na sua tomada de decisões, em especial os investidores, gestores e o governo.

Como contribuições empíricas, complementam-se os estudos do cenário brasileiro, ao se verificar a associação da estrutura de capital com mais de um indicador de desempenho. Ainda, adicionam-se evidências de que os ciclos econômicos são fatores que podem interferir na estrutura de capital das companhias de países subdesenvolvidos, tendo em vista serem economias orientadas às instituições financeiras. Dessa forma, geralmente, os empréstimos privados são a fonte dominante, implicando taxas (despesas) de juros e, por consequência, alterando o resultado do período, logo impactando no desempenho empresarial. Em estudos futuros sugere-se comparar com países desenvolvidos e ampliar o período de análise.

REFERÊNCIAS

- Adewale, M. T., & Ajibola, O. B. (2013). Does capital structure enhance firm performance? Evidence from Nigeria. *IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices*, 12(4), 43-55.
- Almeida, R. O. M. de. (2009). Ciclos econômicos de longo prazo e o comportamento cíclico dos ativos financeiros. *Informações Fipe*, 343, 36-41.
- Almendra, R. S., Vasconcelos, A. C. de., Aragão, R. N., & Cysne, I. A. (2017). Influência da estrutura de capital nos investimentos em inovação das indústrias listadas na BM&FBovespa. *Revista Eletrônica de Ciência Administrativa*, 16(1), 40-61.
- Assaf Neto, A. (2008). *Curso de administração financeira*. São Paulo: Atlas.
- Ball, M. (1994). The 1980s property boom. *Environment and Planning A: Economy and Space*, 26(5), 671-695.
- Baltagi, B. H., & Wu, P. X. (1999). Unequally spaced panel data regressions with AR(1) disturbances. *Econometric Theory*, 15(6), 814-823.
- Bandyopadhyay, A., & Barua, N. M. (2016). Factors determining capital structure and corporate performance in India: Studying the business cycle effects. *The Quarterly Review Of Economics And Finance*, 61, 160-172.
- Bastos, D. D., & Nakamura, W. T. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. *Revista Contabilidade & Finanças*. São Paulo, 20(50), 75-94.
- Bastos, D. D., Nakamura, W. T., & Basso, L. F. C. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: Um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. *Revista de Administração Mackenzie*, 10(6), 47-77.
- Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1979). A simple test for heteroskedasticity and random coefficient variation. *Econometrica*, 47(5), 1287-1294.
- Booth, J. R., & Booth, L. C. (2003). Is presidential cycle in security returns merely a reflection of business conditions?. *Review Of Financial Economics*, 12(2), 131-159.
- Burns, A. F., & Mitchell, W. C. (1946). *Measuring business cycles*. New York: National Bureau of Economic Research Inc.
- Cavalca, R. B., Klotzle, M. C., Silva, P. V. J. da G., & Pinto, A. C. F. (2017). A relação entre ciclos econômicos com o desempenho das empresas no mercado brasileiro. *Revista Brasileira de Economia de Empresas*, 17(1), 21-37.
- Chen, J. Z., Lim, C., & Lobo, G. J. (2016). Does the relation between information quality and capital structure vary with cross-country institutional differences?. *Journal of International Accounting Research*, 15, 131-156.
- Chow, G. C. (1960). Tests of equality between sets of coefficients in two linear regressions. *Econometrica*, 28(3), 591-605.
- Claessens, S., Kose, M. A., Terrones, M. E. (2012). How do business and financial cycles interact?. *Journal of International Economics*, 87(1), 178-190.

- Correa, C. A., Basso, L. F. C., & Nakamura, W. T. (2013). A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: Análise empírica das teorias *de pecking order* e *trade-off*, usando panel data. *Revista de Administração Mackenzie*, 14(4), 106-133.
- Ebrati, M. R., Emadi, F., Balasang, R. S., & Safari, G. (2013). The impact of capital structure on firm performance: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, 7 (4), 1-8.
- Guimarães Júnior, F. R. F., Carmona, C. U. de M., & Guimarães, L. G. de A. (2015). Carteiras formadas por meio de variáveis fundamentalistas apresentam bom desempenho de mercado?. *Gestão & Regionalidade*, 31(91), 87-104.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
- Hausman, J.A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica*, 46(6), 1251-1271.
- Jacobson, R. (1987). The Validity of ROI as a measure of business performance. *The American Economic Review*, 77(3), 470-478.
- Jiraporn, P., Chintrakarn, P., & Liu, Y. (2011). Capital structure, CEO dominance, and corporate performance. *Journal of Financial Services Research*, 42 (3), 139-158.
- Juglar, C. (1862). *Des Crises Commerciales et de leur retour périodique en France, en Angleterre et aux États-Unis*. Paris: Guillaumin.
- Kitchin, J. (1923). Cycles and trends in economic factors. *Review of Economic Statistics*, 5(1), 10-16.
- Kondratieff, N. D. (1935). The long waves in economic life. *The Review of Economic Statistics*, 17(6), 105-115.
- Krivogorsky, V., & Burton, F. G. (2012). Dominant owners and performance of continental European firms. *Journal of International Accounting Research*, 11(1), 191-221.
- Kruskal, W. H.; Wallis, W. A. (1952). Use of ranks in one-criterion variance analysis. *Journal of the American Statistical Association*, 47(260), 583-621.
- 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. *GCG Georgetown University*, 9(3), 40-52.
- Kuznets, S. (1930). *Secular movements in production and prices: Their nature and their bearing upon cyclical fluctuations*. Boston: Houghton Mifflin.
- 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*, Belo Horizonte, 19(2), 15-33.
- Luca, P. de (2014). Capital structure and economic performance of the firm: Evidence from Italy. *International Journal of Management*, 5(3), 01-20.
- Lunkes, R., Mendes, A., Costa, G., & Rosa, F. (2019). Impactos dos investimentos em inovação e da estrutura de capital no desempenho organizacional: Uma análise sob a perspectiva da equipe de alto escalão. *Revista Universo Contábil*, 15(2), 59-77.
- Magalhães, M. A. de. (2000). Explicando o ciclo de negócios. *Revista Economia Aplicada*, Ribeirão Preto, 4(1), 157-189.
- Mankiw, N. G. (1989). Real business cycles: A new Keynesian perspective. *Journal of Economic Perspectives*, 3(3), 79-90.
- Mendes, G. S., & Santos, D. F. L. (2018). Estrutura de capital, dinâmica da indústria e desempenho financeiro. A construção de um modelo de análise das firmas no Brasil. *Organizações em Contexto*, 14(27), 271-303.
- Mireku, K., Mensah, S., & Ogoe, E. (2014). The relationship between capital structure measures and financial performance: Evidence from Ghana. *International Journal of Business and Management*; 9(6), 151-160.
- Miller, E. M. (1977). Risk, uncertainty, and divergence of opinion. *The Journal of Finance*, 32(4), 1151-1168.

- 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.
- Modigliani F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- 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(2), 187-221.
- Nakamura, W. T., Martin, D. M. L., Forte, D., Carvalho, A. F. F., Costa, A. C. F. & Amaral, A. C. (2007). Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro - Análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(44), 72-85.
- Oliveira, B. G. de F., & Sousa, A. F. de. (2015). Fundos de investimento em ações no Brasil: Métricas para avaliação de desempenho. *Revista de Gestão*, 22 (1), 61-76.
- Pamplona, E., Magro, C. D., & Silva, T. da. (2017). Estrutura de capital e desempenho econômico de empresas familiares do Brasil e de Portugal. *Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa*. 16(2), 38-54.
- Paulo, E., & Mota, R. H. G. (2019). Ciclos econômicos e estratégias de gerenciamento de resultados contábeis: Um estudo nas companhias abertas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(80), 216-233.
- Prescott, E. C. (1986). Theory ahead of business cycle measurement. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 10, 9-21.
- Rakesh, H. M. (2013). Capital structure and financial performance: Analysis of selected business companies in Bombay Stock Exchange. *IOSR Journal of Economic & Finance*, 2(1), 59-63.
- Reinhart, W. J. (1977). *The theoretical development and empirical investigation of a relative valuation concept*. Ph.D. Dissertation. Chapel Hill: University of North Carolina.
- Sabir, M., & Malik, Q. A. (2012). Determinants of capital structure – A study of oil and gas sector of Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3 (10), 395-400.
- Saeedi, A., & Mahmoodi, I. (2011). Capital structure and firm performance: Evidence from Iranian companies. *International Research Journal of Finance and Economics*, 70, 20-30.
- Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies. *Social and Behavioral Sciences*, 65, 156–166.
- Sant'ana, C. F., & Silva, T. P. (2015). Fatores determinantes da estrutura de capital de empresas brasileiras de tecnologia. *Revista de Gestão da Tecnologia e Sistemas de Informação*, 12(3), 687-708.
- Schumpeter, J. A. (1939). *Business cycles: A theoretical, historical and statistical analysis of the capitalist process*. New York: McGraw-Hill Inc.
- Sharpe, W. F. (1966). Mutual fund performance. *Journal of Business*. 39(1), 119-138.
- Skopljak, V., & Luo, R. H. (2012). Capital structure and firm performance in the financial sector: Evidence from Australia. *Asian Journal of Finance and Accounting*, 4 (1), 278-298.
- Tailab, M.M. K. (2014). The effect of capital structure on profitability of energy American firms. *International Journal of Business and Management Invention*, 3 (12), 54-61.
- Terra, P. R. S. (2007). Estrutura de capital e fatores macroeconômicos na América Latina. *Revista de Administração*, 42(2), 192-204.
- Wooldridge, J. (2002), *Econometric analysis of cross section and panel data*. Massachusetts: MIT Press.
- Younus, S., Ishfaq, K., Usman, M., & Azeem, M. (2014). Capital structure and financial performance: Evidence from sugar industry in Karachi Stock Exchange Pakistan. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 4(4), 272–279.