

## **Análise dos Estudos sobre Estrutura de Capital e Rentabilidade em Periódicos no Período de 1990 a 2013**

**Taciana Rodrigues de Souza**

**Fundação Universidade Regional de Blumenau (FURB)**

[taciana.rodrigues.souza@gmail.com](mailto:taciana.rodrigues.souza@gmail.com)

**Mara Vogt**

**Fundação Universidade Regional de Blumenau (FURB)**

[maravogtcco@gmail.com](mailto:maravogtcco@gmail.com)

**Larissa Degenhart**

**Fundação Universidade Regional de Blumenau (FURB)**

[lari\\_ipo@hotmail.com](mailto:lari_ipo@hotmail.com)

**Paulo Roberto da Cunha**

**Fundação Universidade Regional de Blumenau (FURB)**

[pauloccsa@furb.br](mailto:pauloccsa@furb.br)

### **RESUMO**

O objetivo da pesquisa consiste em analisar por meio da técnica de conteúdo, os estudos sobre estrutura de capital e rentabilidade publicados em periódicos no período de 1990 a 2013. A pesquisa caracteriza-se como descritiva, documental e quantitativa. O estudo busca analisar o conteúdo por meio de uma análise categorial dos temas propostos utilizando os trabalhos disponibilizados na internet por meio de bases nacionais e internacionais. A busca ocorreu pelas expressões “*capital structure and profitability*” no título, resumo e palavras-chave. A população da pesquisa compreendeu todos os artigos relacionados aos temas “estrutura de capital” e “rentabilidade” no período de 1990 a 2013. A amostra compreendeu 271 artigos publicados em 159 periódicos diferentes no período de 1990 a 2013, sendo das bases ISI, Spell, Scielo, Scopus e Science Direct, excluindo os que não apresentaram ligação com o tema e que estavam indexados em mais de uma base. O resultado da pesquisa indica que ao longo do período analisado têm aumentado os estudos sobre estrutura de capital e rentabilidade, o que demonstra que há uma evolução dos temas. Identificaram-se diversos autores e periódicos que publicaram sobre os temas estudados na presente pesquisa, o que demonstra que ainda há lacunas a serem exploradas.

**Palavras-chave:** Análise de conteúdo, Estrutura de capital, Rentabilidade.

### **1 INTRODUÇÃO**

Há algumas décadas em debates e estudos que foram produzidos, a estrutura de capital é recorrente no ambiente acadêmico (COELHO et al., 2013). Administrar as organizações envolve tomar decisões e o processo de decidir reflete a própria essência da administração. A continuidade de qualquer negócio irá depender da qualidade das decisões tomadas nos diversos níveis da empresa. Desde modo, as decisões são tomadas, muitas vezes, baseadas nas informações que são disponibilizadas pela contabilidade, na qual se leva em conta a rentabilidade da organização e o comportamento do mercado (ASSAF

NETO, 2010).

É importante as organizações avaliarem, de modo eficiente e eficaz, a sua situação econômica financeira, interna, externa, histórico, bem como, se planejar para o futuro e os indicadores podem auxiliar neste processo, sendo que são divididos em cinco categorias e uma destas se refere aos indicadores de rentabilidade (ASSAF NETO, 2010). De acordo com Capobiango et al. (2012), verificar a rentabilidade de uma organização é uma maneira relevante para empresas que querem manterem-se no mercado. Por meio desta, os gestores podem tomar melhores decisões para se alcançar os objetivos traçados.

Além disso, outro aspecto essencial é a compreensão da estrutura de capital, uma vez que pode influenciar a eficiência da organização (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002). Na teoria de finanças, dentre os temas abordados, a estrutura de capital é considerada uma das mais complexas e polêmicas. “Não obstante haver uma série de pesquisas teóricas e empíricas, tal assunto não possui uma resposta pronta e unânime sobre qual é a melhor ou mais adequada estrutura de capital para uma organização”. O principal questionamento sobre estrutura de capital deve-se a relação de capital de terceiro e capital próprio que é capaz de maximizar o valor da empresa. Em finanças, este questionamento, dentre outros é marcado por muitas respostas divergentes, de forma que não há uma resposta objetiva e única (BASTOS; NAKAMURA, 2009, p. 76).

Diante do exposto, tem-se a seguinte questão-problema que norteia o desenvolvimento desta pesquisa: Como se apresentam, por meio da técnica de análise de conteúdo, os estudos sobre estrutura de capital e rentabilidade publicados em periódicos no período de 1990 a 2013? Dessa forma, este estudo objetiva analisar, por meio da técnica de conteúdo, os estudos sobre estrutura de capital e rentabilidade publicados em periódicos no período de 1990 a 2013.

A pesquisa justifica-se devido ao fato de que manter uma estrutura de capital e rentabilidade, propicia o crescimento, bem como a sobrevivência das empresas, sendo um desafio constante. Além disso, podem ser determinantes nas decisões sobre investimentos, pois são considerados indicadores importantes para a saúde financeira das empresas (SCHNORRENBARGER et al., 2013). Optou-se por analisar o período de 1990 a 2013, visto que de acordo com os autores, tanto a estrutura de capital quanto a rentabilidade podem ser afetadas por fatores externos, como por exemplo, as mudanças no cenário econômico no âmbito nacional e internacional.

Ainda, o estudo justifica-se devido a sua contribuição teórica, visto que as pesquisas bibliográficas permitem investigação de como os estudos relacionados a algum tema, encontram-se na literatura, identificando dessa forma, novas lacunas de pesquisa sobre estrutura de capital e rentabilidade.

## **2 REFERÊNCIAL TEÓRICO**

No referencial teórico são abordados os dois principais aspectos para auxiliar o embasamento do estudo. Inicialmente aborda-se sobre a estrutura de capital das organizações e na sequência sobre a rentabilidade. Por fim, apresentam-se os estudos anteriores, como intuito de embasar a pesquisa.

### **2.1 Estrutura de Capital e Rentabilidade**

Para qualquer gestão das organizações, um aspecto considerado fundamental é a compreensão da estrutura de capital, uma vez que pode influenciar, de modo direto, a eficiência de uma empresa (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002). Em uma organização, a

estrutura de capital se refere a um dos assuntos principais que estão relacionados com a teoria de finanças, esta que significa a maneira com que a empresa utiliza tanto o seu capital próprio, quanto o seu capital de terceiros com o propósito de financiar seus ativos. O capital próprio de uma organização consiste nos recursos provenientes dos sócios e acionistas. Enquanto que o capital de terceiros são os recursos provenientes por meio de dívidas, ou seja, por empréstimos (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007).

Existem diversos estudos com o objetivo de encontrar uma estrutura que seja considerada ótima de capital em uma empresa, isto é, uma estrutura que seja capaz de maximizar o seu valor, entretanto, ainda não se chegou a um consenso. Modigliani e Miller (1958) foram os primeiros a abordar sobre o tema e desde o trabalho publicado, muito tem se discutido sobre a relevância, ou não, de políticas de estrutura de capital na literatura acadêmica. O trabalho original destes autores, demonstra a irrelevância da política de estrutura de capital, ou seja, é indiferente determinar um nível baixo ou alto de endividamento, sob a ótica de afetar o seu valor de mercado, pois o que estabelece este valor são as decisões em relação aos investimentos. Cabe destacar que este fato foi considerado em mercados de capitais perfeitos, no qual não existem impostos, custos de falência e de transação, problemas de assimetria de informação e de agência (NAKAMURA et. al, 2007).

De acordo com Miller (1977), a teoria da irrelevância da estrutura de capital começou a ser contestada por diversos autores, uma vez que o modelo era válido somente para mercados perfeitos. As pesquisas começaram a dar enfoque para os fatores que são capazes de explicar o modo de financiamento das organizações. Brito, Corrar e Batistella (2007) destacam que os estudos passaram a investigar as características que não foram abordadas por Modigliani e Miller (1958), como as imperfeições do mercado e por meio destes estudos, formaram-se novas teorias no que se refere à estrutura de capital.

Estas novas teorias têm sido agrupadas, em dois diferentes argumentos teóricos, ou seja, em teoria da *Trade-Off* e teoria da *Pecking Order*. A primeira reúne teorias que apresentam enfoque nos diversos custos e benefícios que estão relacionados ao endividamento, como por exemplo: o custo de falência e de agência, benefícios fiscais e efeito disciplinador do endividamento para os gestores. Com esta teoria, as organizações irão buscar uma estrutura ótima de financiamento, considerando as vantagem e desvantagem que o endividamento possui (SILVEIRA; PEROBELLI; CAMPOS BARROS, 2008).

Myers (1984) afirma que na teoria de *Trade-Off* há um limite determinado para se utilizar os recursos de terceiros, que ocorre quando os custos da dívida são maiores que as vantagens geradas por estes endividamentos. Já a teoria da *Pecking Order* sustenta que os gestores tendem a seguir uma hierarquia de preferência para determinar os recursos que serão utilizados com o propósito de financiar os seus projetos, ou seja, utilizam, inicialmente, seus recursos próprios, em seguida buscam recursos de terceiros e, em último caso, emitem ações.

Para se avaliar o valor de uma organização, considerar a análise da rentabilidade é um fator relevante, visto que não somente pode-se constatar o desempenho dos recursos financeiros que foram investidos, mas também verificar a qualidade da gestão (MOTA; CUSTÓDIO, 2008). As empresas estão inseridas em um ambiente econômico de competitividade, assim, os estudos que tem a finalidade de verificar as informações referentes à rentabilidade organizacional contribuem de maneira relevante para as empresas que lutam para manterem-se neste mercado. Por meio destes estudos, os gestores são capazes de tomar decisões melhores baseados nas informações oferecidas e com isto, há



um direcionamento e maior segurança para se alcançar os objetivos traçados pelas organizações quanto à geração de riqueza (CAPOBIANGO et al., 2012).

Schier (2005) define rentabilidade como o retorno sobre todo o capital investido pela organização em determinado ativo financeiro. Como exemplo de um investimento na caderneta de poupança ou ações e títulos, sendo que a rentabilidade é caracterizada pela diferença entre o valor investido (aplicado) e o valor resgatado. Gitman (2006) afirma que a rentabilidade é estimada pela divisão do lucro bruto pelo ativo total, medindo o retorno para os acionistas, dos seus investimentos. Há diversas medições de rentabilidade que possibilitam ao analista, avaliar os lucros organizacionais com relação a determinados níveis de vendas, níveis de ativos, ou mesmo, em relação ao volume de capital que foi investido pelos proprietários. Cabe destacar que sem lucros, a organização não seria capaz de atrair capital externo.

## 2.2 Estudos anteriores

Chittenden, Hall e Hutchinson (1996) investigaram a estrutura financeira das pequenas empresas, com ênfase no crescimento e no acesso aos mercados de capitais. Os resultados indicam relações significativas entre a estrutura financeira e rentabilidade, estrutura de ativos, tamanho, idade e a flutuação do mercado de ações.

Wald (1999) realizou um estudo referente à estrutura de capital das empresas na França, Alemanha, Japão, Reino Unido e Estados Unidos. Desenvolveu um modelo de informação simétrica de uma nova empresa, esta que incorpora uma restrição ao pagamento de dividendos. Os resultados apontam como consequência desse modelo, as empresas que possuem uma rentabilidade maior, são aquelas com uma estrutura de capital mais elevada e consequentemente capital próprio inferior. Assim, dívida e capital próprio são positivamente correlacionadas com o capital físico da empresa e negativamente correlacionadas com o poder de mercado desta.

Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999) investigaram a estrutura de capital das pequenas e médias empresas (PME) no Reino Unido, a partir de diferentes teorias sobre o tema. Os resultados sugerem que a maioria dos determinantes da estrutura de capital apresentadas pela teoria de finanças são relevantes para as pequenas empresas no Reino Unido. Tamanho, rentabilidade, crescimento, riscos operacionais, estrutura de ativos, apresentam efeito sobre a dívida de curto e longo prazo em pequenas empresas.

Thomsen e Pedersen (2000) tiveram por objetivo examinar o impacto da estrutura de propriedade sobre o desempenho econômico de 435 maiores empresas europeias. Os resultados apontam que a estrutura de capital apresenta um efeito positivo na concentração de propriedade sobre o valor do acionista e rentabilidade. Além disso, a identidade dos proprietários dessas empresas tem implicações importantes para a estratégia e desempenho corporativo.

Huang e Song (2006) têm por objetivo analisar a estrutura de capital de mais de 1200 empresas chinesas no período de 1994-2003. Conforme o ocorrido em outros países, a alavancagem em empresas chinesas aumenta com o tamanho da empresa e ativos fixos, e diminui com a rentabilidade. Diferente do que acontece em outros países, as empresas chinesas tendem a ter muito mais baixa dívida de longo prazo.

Os autores Brito, Corrar e Batistella (2007) objetivaram analisar a estrutura de capital das maiores empresas brasileiras, investigando a relação entre o nível de endividamento e os fatores apontados pela teoria como seu determinante. Os resultados indicaram que os fatores risco, tamanho, composição dos ativos e crescimento são determinantes da estrutura de capital das empresas, enquanto que o fator rentabilidade não é um determinante.

No estudo de Psillaki e Daskalakis (2009) os autores objetivaram investigar os determinantes da estrutura de capital de gregos, franceses, italianos e portugueses pequenas e médias empresas (PME). Os resultados demonstram que as PME nestes países determinar a sua estrutura de capital de forma parecida. As diferenças estruturais provêm de fatos específicos da empresa.

O estudo desenvolvido por Coelho et al. (2013), teve por objetivo identificar quais as principais teorias adotadas pelos pesquisadores atinentes à estrutura de capital nos estudos relacionados às empresas nacionais e internacionais. A operacionalização foi feita por meio de publicações relacionadas a estrutura de capital, entre os anos de 2000 a 2008, publicadas nos periódicos nacionais e internacionais “A”, na área de Administração, Ciências Contábeis e Turismo. A metodologia consiste em um estudo bibliométrico, com análise documental e citacional. A população compreendeu 130 periódicos e foram selecionados 42 para compor a amostra. Destes, 26,19% (11 artigos) são publicações internacionais, enquanto que 73,81% (31 artigos) são publicações nacionais. Há uma concentração de autores nacionais que publicaram no período de 2000 a 2008 sobre estrutura de capital. Dentre os estudos que compuseram a amostra, a teoria *Pecking Order* foi recorrentemente citada na maioria deles.

### 3 METODOLOGIA

Este estudo busca analisar por meio da técnica de conteúdo, os estudos sobre estrutura de capital e rentabilidade publicados em periódicos no período de 1990 a 2013. Deste modo, a pesquisa caracteriza-se como descritiva quanto aos objetivos, documental quanto aos procedimentos metodológicos e, quantitativa quanto à análise dos dados. O estudo visa analisar o conteúdo por meio de uma análise categorial dos temas propostos, no título, no resumo e nas palavras-chave, a partir da utilização de trabalhos disponibilizados nas *web sites*, nas bases nacionais e internacionais.

Para Bauer e Gaskell (2010) a análise de conteúdo é a técnica de pesquisa que permite, de forma objetiva e prática, produzir inferências do conteúdo que é comunicado em um texto dentro de um contexto social. Refere a uma técnica que trabalha com palavras ou frases, no qual o analista procura categorizar aquelas que aparecem de modo repetitivo e infere-se uma expressão que as representa. Richardson (2014) complementa que se refere a uma técnica eficaz em que os temas são isolados de um texto e tem como finalidade extrair as partes que serão utilizadas, conforme o problema de pesquisa proposto.

Na análise de conteúdo o pesquisador deve obedecer a três etapas. A primeira é a fase de pré-análise que consiste na organização propriamente dita, como escolha dos documentos para a análise, formulação dos objetivos e hipóteses. A segunda é a exploração do material, que se refere às operações de codificações em razão das regras formuladas previamente e, por fim, a terceira fase é o tratamento dos resultados, para serem válidos e significativos (BARDIN, 2010). Olabuenaga e Ispizúa (1989) destacam que a categorização é um processo que necessita ser compreendido em sua essência e seu propósito é reduzir os dados e facilitar a análise das informações.

A população da pesquisa compreendeu todos os artigos relacionados aos temas “estrutura de capital” e “rentabilidade” no período de 1990 a 2013. A amostra compreendeu os artigos das bases ISI, Spell, Scielo, Scopus e Science Direct diretamente relacionados ao tema, ou seja, 369 artigos, sendo 87 da base ISI, nenhum artigo da Spell, 25 artigos da Scielo, 217 pertencentes a Scopus e 40 da base Science Direct.

A expressão utilizada para realizar a busca foi “*capital structure and profitability*”,

selecionando o título, resumo e palavras-chave dos artigos das bases analisadas. Deste modo, dos 369 artigos localizados, 24 não apresentaram nenhuma ligação com o tema e 74 estavam duplicados, isto é, indexados em mais de uma base. Diante disso, a amostra foi composta por 271 artigos publicados em 159 periódicos diferentes.

#### 4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Com o propósito de atender ao objetivo da pesquisa, nesta seção apresenta-se a descrição e análise dos dados. Na Tabela 1 evidenciam-se os 10 periódicos de 159 que mais publicaram sobre os temas analisados e o número de artigos em cada período.

**Tabela 1 – Número de artigos sobre estrutura de capital e rentabilidade publicados por periódico no período de 1990 a 2013**

Periódico	1990-1995	1996-2001	2002-2007	2008-2013	Total	%
<i>International Research Journal of Finance and Economics</i>				14	14	5,17%
<i>Applied Financial Economics</i>			4	8	12	4,43%
<i>Journal of Financial Economics</i>		1	2	4	7	2,58%
<i>RAM. Revista de Administração Mackenzie</i>				6	6	2,21%
<i>Investment Management and Financial Innovations</i>			1	4	5	1,85%
<i>Review of Financial Studies</i>			2	3	5	1,85%
<i>African Journal of Business Management</i>				4	4	1,48%
<i>Applied Economics</i>			2	2	4	1,48%
<i>European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences</i>				4	4	1,48%
<i>Journal of Corporate Finance</i>		2		2	4	1,48%
<b>TOTAL</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>11</b>	<b>51</b>	<b>65</b>	<b>23,99</b>
<b>%</b>	<b>0%</b>	<b>1,11%</b>	<b>4,06%</b>	<b>18,82%</b>	<b>23,99%</b>	

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se por meio da Tabela 1 que nos quatro períodos analisados (1990 a 1995, 1996 a 2001, 2002 a 2007 e 2008 a 2013), as publicações na área vêm crescendo consideravelmente nestes dez periódicos que mais publicaram, assim como, considerando todos os periódicos que publicaram artigos sobre o tema. Percebe-se também que houve uma grande diferença entre os três períodos iniciais até o último período analisado de 2008 a 2013, visto que este apresentou 51 publicações nos dez periódicos.

Dentre os dez periódicos que mais publicaram artigos sobre estrutura de capital e rentabilidade foram o *International Research Journal of Finance and Economics* e o *Applied Financial Economics* com 14 e 12 artigos publicados respectivamente. Em relação ao tema estrutura de capital, Coelho et al. (2013) verificaram que há uma concentração de publicações em periódicos nacionais, com destaque para a Revista de Administração (RAUSP) com 8 artigos.

Já os periódicos que apresentaram menos publicações sobre o tema no período analisado foram: *African Journal of Business Management*, *Applied Economics*, *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences* e o *Journal of Corporate Finance*, todos com quatro publicações sobre o tema. Este resultado difere-se dos achados de Coelho et al. (2013), visto que os autores encontraram que a maioria das publicações da amostra analisada sobre estrutura de capital entre os anos de 2000 a 2008

refere-se a publicações nacionais.

Como a Tabela 1 limitou-se a apresentar apenas os dez periódicos com mais publicação, ressalta-se que dos demais periódicos, 110 apresentaram apenas 1 artigo publicado no período de análise, não sendo evidenciados nesta tabela. Além disso, vale destacar que dos 271 artigos analisados, 58,67% constavam em 159 periódicos diferentes.

A Tabela 2 apresenta a evolução das pesquisas que abordam o tema de estrutura de capital e rentabilidade ao longo dos anos analisados.

**Tabela 2 – Evolução das pesquisas sobre estrutura de capital e rentabilidade**

Anos	Frequência absoluta	Frequência relativa
1991	1	0,37%
1992	1	0,37%
1993	1	0,37%
1994	1	0,37%
1996	3	1,11%
1997	1	0,37%
1998	2	0,74%
1999	8	2,95%
2000	3	1,11%
2001	6	2,21%
2002	6	2,21%
2003	11	4,06%
2004	11	4,06%
2005	8	2,95%
2006	10	3,69%
2007	12	4,43%
2008	24	8,86%
2009	29	10,70%
2010	23	8,49%
2011	45	16,61%
2012	41	15,13%
2013	24	8,86%
<b>Total</b>	<b>271</b>	<b>100%</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir da Tabela 2 nota-se que os temas estrutura de capital e rentabilidade têm sido mais pesquisados nos últimos anos, destacando-se mais nos anos de 2011 e 2012, pois estes períodos registraram a quantidade de 45 e 41 artigos publicados respectivamente. Coelho et al. (2013) destacam a partir da realização do seu estudo, que tanto no cenário nacional quanto internacional, 2007 foi o ano de destaque sobre publicações a respeito do tema Estrutura de Capital. Dessa forma percebe-se o aumento do interesse dos pesquisadores para com o tema da Estrutura de Capital e Rentabilidade.

A primeira pesquisa encontrada, relacionada aos temas foi publicada em 1991 pelos autores Fombrun e Kumaraswamy, intitulado *Strategic alliances in corporate communities. The evolution of telecommunications 1980-1988* e publicado no periódico *Japan and The World Economy*. No que se refere aos anos que foram constatadas menos publicações, tem-se os anos de 1991, 1992, 1993, 1994 e 1997 com apenas uma



publicação em cada um destes anos.

A Tabela 3 apresenta os 25 estudos com maior número de citações, ou seja, aqueles estudos identificados na busca e que apresentam maior relevância em termos de citação na própria base analisada e, no caso da base Science Direct e Scielo, que não apresentam o número de citações, considerou-se as citações evidenciadas pelo Google Acadêmico.

**Tabela 3 – Estudos mais citados sobre estrutura de capital e rentabilidade**

Base	Título	Autores	Ano	Revista	Nº de Citações
Scopus	The debt-equity choice	Hovakimian, Opler e Titman	2001	Journal of Financial and Quantitative Analysis	330
Scopus	Ownership structure and economic performance in the largest European Companies	Thomsen e Pedersen	2000	Strategic Management Journal	256
Science Direct	A dynamic performance measurement system: evidence from small Finnish technology companies	Laitinen	2002	Scandinavian Journal of Management	231
Scopus	Do emerging market firms follow different dividend policies from U.S. firms?	Aivazian, Booth e Cleary	2003	Journal of Financial Research	182
Scopus	Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data	Michaelas, Chittenden e Poutziouris	1999	Small Business Economics	158
Science Direct	Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis	Joh	2003	Journal of Financial Economics	155
Scopus	Pecking order or trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies	Tong e Green	2005	Applied Economics	125
Scopus	Information asymmetry, monitoring, and the placement structure of corporate debt	Krishnaswami, Spindt e Subramaniam	1999	Journal of Financial Economics	107
ISI	Are the determinants of capital structure country or firm specific?	Psillaki e Daskalakis	2009	Small Business Economics	88
Scopus	Optimal security design and dynamic capital structure in a continuous-time agency model	DeMarzo e Sannikov	2006	Journal of Finance	80
Scopus	The determinants of capital structure: Evidence from China	Huang e Song	2006	China Economic Review	78
ISI	Small firm growth, access to capital markets and financial structure: Review of issues and an empirical investigation	Chittenden, Hall e Hutchinson	1996	Small Business Economics	77
Science Direct	Can real options explain financing behavior?	Tserlukevich	2008	Journal of Financial Economics	75
Scopus	Capital structure and its determinants in the UK - A decomposition analysis	Bevan e Danbolt	2002	Applied Financial Economics	72
Scopus	Do country or firm factors explain capital structure? Evidence from SMEs in France and Greece	Daskalakis e Psillaki	2008	Applied Financial Economics	71



Scielo	Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil	Brito, Corrar e Batistella	2007	Revista Contabilidade & Finanças	67
Science Direct	A logistic analysis of bankruptcy within the US local telecommunications industry	Foreman	2003	Journal of Economics and Business	66
Scopus	The determinants of capital structure: Capital market-oriented versus bank-oriented institutions	Antoniou, Guney e Paudyal	2008	Journal of Financial and Quantitative Analysis	66
Scopus	Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence	Cassar e Holmes	2003	Accounting and Finance	64
Scopus	How SME uniqueness affects capital structure: Evidence from a 1994-1998 Spanish data panel	Sogorb-Mira	2005	Small Business Economics	55
Scopus	Why have debt ratios increased for firms in emerging markets?	Mitton	2008	European Financial Management	55
Science Direct	An examination of the influence of industry structure on eight alternative measures of new venture performance for high potential independent new ventures	Robinson	1999	Journal of Business Venturing	48
Scopus	Does asymmetric information drive capital structure decisions	Bharath, Pasquariello e Wu	2009	Review of Financial Studies	45
ISI	Do Chinese publicly listed companies adjust their capital structure toward a target level?	Qian, Tian e Wirjanto	2009	China Economic Review	38
Science Direct	Capital structure with dividend restrictions	Wald	1999	Journal of Corporate Finance	36

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme a Tabela 3 pode-se notar que o artigo relacionado aos temas analisados que foi mais citado, teve 330 citações e está indexado na base Scopus, sendo este artigo é do ano de 2001 e intitulado “*The debt-equity choice*”. Dentre os 25 artigos mais citados, o estudo de Wald (1999) intitulado “*Capital structure with dividend restrictions*” foi o que apresentou menor número de citações, ou seja, foi citado 36 vezes, neste caso, pelo Google Acadêmico. Wald (1999) ressalta que as empresas mais rentáveis, apresentam uma estrutura de capital elevada e um capital próprio inferior. Thomsen e Pedersen (2000) salientam que a estrutura de capital apresenta um efeito positivo na concentração de propriedade sobre o valor do acionista e na rentabilidade das empresas.

O estudo desenvolvido por Coelho et al. (2013), difere-se dos resultados encontrados na presente pesquisa, visto que sobre a Estrutura de Capital o autor destaque foi o Rubens Famá da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo que publicou seis artigos. Ressalta-se ainda Eduardo Kazuo Kayo (Universidade Presbiteriana Mackenzie-SP), Fernanda Finotti Cordeiro Perobelli, (UFJF-MG e FEA-SP/USP) e Mauricio Ribeiro do Valle (FEA-RP/SP).

No que se refere as bases destes 25 artigos mais citados, percebe-se que a base Scielo apresentou apenas 1 artigo dentre os 25 mais citados. Já a base ISI teve 3 artigos, a Science Direct compreendeu 6 artigos entre os mais citados e, por fim, a base Scopus se destacou entre os 25 estudos mais citados sobre estrutura de capital e rentabilidade, contendo 15 artigos, como pode ser visualizado na Tabela 3.

A partir da Tabela 4 apresenta-se a categorização de área temáticas sobre os temas de estrutura de capital e rentabilidade.

**Tabela 4 – Áreas temáticas dos artigos**

Tema	Artigos	Tema	Artigos
Determinantes da estrutura de capital	65	Empréstimos, rentabilidade, risco e liquidez	1
Estrutura de capital e rentabilidade	43	Eficiência financeira e rentabilidade	1
Estrutura de capital	39	Emissão de capital, liquidez e rentabilidade	1
Estrutura de capital, alavancagem e Rentabilidade	15	Endividamento	1
Rentabilidade	14	Estrutura de capital e retorno de ações	1
Desempenho e estrutura de capital	7	Estrutura de capital nas cooperativas	1
Estrutura de capital - teorias	7	Estrutura de capital, rentabilidade e alavancagem	1
Estrutura de capital e alavancagem	7	Estrutura de governança e rentabilidade	1
Estrutura de capital e Política de dividendos	5	Estrutura de propriedade e desempenho da empresa	1
Governança corporativa e estrutura de capital	4	Fatores que influenciam as decisões de financiamento	1
Determinantes da estrutura de capital – teorias	3	Finanças, estrutura de propriedade e de capital	1
Financiamento e rentabilidade	3	Gestão de capital e estrutura de capital das empresas	1
Alavancagem	2	Grau de divulgação financeira e a Teoria da Agência	1
Alavancagem e rentabilidade	2	Estrutura de capital e financiamento	1
Decisões de financiamento e estrutura de capital	2	Estrutura de propriedade e desempenho econômico	1
Determinantes da estrutura financeira	2	Rentabilidade, desempenho e estrutura de capital	1
Estrutura de capital e financiamento	2	Incentivos para o endividamento: rentabilidade	1
Fatores que influenciam a estrutura de capital	2	Indicadores financeiros e a estrutura de capital	1
Modelos de Estrutura de capital	2	Investimentos e estrutura financeira: rentabilidade	1
Otimização da estrutura de capital	2	Lucratividade e tributação	1
Política de dividendos e estrutura de capital	2	Medição de desempenho	1
Políticas de financiamento e determinantes da estrutura de capital	2	Mercado de capitais e dividendos	1
Rentabilidade e alavancagem	2	Mercado de capitais e estrutura de capital	1
Alianças estratégicas	1	Mercado de capitais e estruturas financeiras	1
Decisões de financiamento	1	Padrões de financiamento	1
Decisões de investimento e financiamento	1	Propriedade corporativa e a estrutura de capital	1
Desempenho financeiro	1	Relação entre inovação e estrutura de capital	1
Mercado financeiro e escolha de financiamento	1	Relação entre estruturas de propriedade, capital e governança corporativa	1
Dívidas e determinantes financeiros: rentabilidade	1	Teorias e decisões de financiamento	1
Estrutura de propriedade e Teoria da Agência	1	<i>Trade Off</i> e alavancagem financeira	1

Fonte: Dados da pesquisa.

Após verificados os resumos dos artigos analisados, criou-se 60 diferentes áreas temáticas a partir da análise dos 271 artigos relacionados aos temas. Foram identificadas 65 abordagens sobre a área temática criada, determinantes da estrutura de capital. Além desta área temática, tem-se outras relevantes, como é o caso da estrutura de capital e rentabilidade que apresentou 43 estudos relacionados. Ainda, a estrutura de capital com 39 artigos, a temática estrutura de capital, alavancagem e rentabilidade com 15 artigos e, a rentabilidade com 14 estudos relacionados a essa área temática. Destaca-se também que 37 áreas temáticas apresentaram somente um estudo relacionado.

Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999) a partir de seus resultados evidenciaram que os determinantes: tamanho, rentabilidade, crescimento, riscos operacionais, estrutura de ativos, são relevantes para as empresas, no que tange a sua estrutura de capital. Huang e Song (2006) em relação a estrutura de capital, encontraram que a alavancagem em empresas chinesas aumenta com o tamanho da empresa e ativos fixos, e diminui com a rentabilidade.

Além disso, outros estudos como o de Chittenden, Hall e Hutchinson (1996) obtiveram relações significativas entre a estrutura financeira e rentabilidade, estrutura de ativos, tamanho, idade e a flutuação do mercado de ações. Brito, Corrar e Batistella (2007) indicaram que os fatores risco, tamanho, composição dos ativos e crescimento são determinantes da estrutura de capital das empresas, enquanto que o fator rentabilidade não é um determinante. Já para Psillaki e Daskalakis (2009) as pequenas e médias empresas gregas, francesas, italianas e portuguesas determinar a sua estrutura de capital de forma parecida e as suas diferenças estruturais provêm de fatos específicos de cada empresa.

Na Figura 1 apresentam-se as palavras que mais apareceram nos resumos dos 271 artigos analisados ao longo do período.

**Figura 1 – Nuvem de palavras**



Fonte: Dados da pesquisa.

Como verificado na Figura 1, o destaque a partir dos estudos analisados foi das palavras “*structure*” que significa estrutura e a palavra “*capital*”, seguidas das palavras “*firms*” que significa empresas, “*profitability*” lucratividade, “*leverage*” endividamento, “*debt*” dívida, “*companies*” companhias, “*size*” tamanho, “*financial*” financeiro,



“*determinants*” determinantes, “*growth*” crescimento, dentre outras palavras que se destacaram menos nestes estudos.

De acordo com Lunardi, Castro e Monat (2008), esta técnica objetiva proporcionar de forma rápida, um resumo do conteúdo do texto analisado, ou de um conjunto de textos. A nuvem apresenta as palavras frequentemente contidas nos resumos e é capaz de melhorar a compreensão dos resultados, quando há um número grande de resultados a serem observados. Além disso, por meio da apresentação de informações com variedade de formas, é possível perceber a relevância de determinada palavra, quando se compara com o todo.

Diante da análise realizada sob o panorama dos temas da Estrutura de Capital e Rentabilidade, Coelho et al. (2013) ressaltam que a partir dos estudos seminais de Franco Modigliani e Merton Miller criaram-se a referência que possibilitou a origem da discussão das principais teorias sobre a estrutura de capital que permeiam as decisões financeiras, isto é, esses autores desencadearam a maioria dos estudos desenvolvidos sobre o tema.

Frente às evidências encontradas neste estudo, nota-se que apesar das pesquisas versarem sobre estrutura de capital e rentabilidade, percebeu-se que nem todas as pesquisas se reportam para alguma das teorias abordadas sobre a Estrutura de Capital. Além disso, os pesquisadores dessa temática analisada, ainda desenvolvem estudos considerados embrionários na área, o que demonstra a existência de uma lacuna de pesquisa a ser preenchida pelas próximas pesquisas (COELHO et al., 2013). Entretanto, as pesquisas analisadas em sua grande maioria utilizam a ideia central da Estrutura de Capital e relacionam com a rentabilidade.

## 5 CONCLUSÕES

Este estudo objetivou analisar por meio da técnica de conteúdo, os estudos sobre estrutura de capital e rentabilidade publicados em periódicos no período de 1990 a 2013. Para a seleção dos artigos filtrou-se a expressão “*capital structure and profitability*” no título, resumo e palavras-chave, tendo assim um total de 369 artigos, das bases ISI, Spell, Scielo, Scopus e Science Direct. Destes, 24 artigos não eram relacionados aos temas e 74 artigos estavam duplicados, ou seja, estavam indexados em mais de uma base. Dessa forma, restaram para a amostra 271 estudos nacionais e internacionais. A técnica utilizada foi a análise categorial para se atingir o objetivo proposto.

Com relação aos periódicos que mais publicaram em todo período analisado tem-se o “*International Research Journal of Finance and Economics*” e o “*Applied Financial Economics*”, com 14 e 12 publicações respectivamente, sendo que o período de 2008 a 2013 foi o que mais apresentou publicações relacionadas aos temas. Ainda, dentre os anos com mais publicações, destacam-se os anos de 2011 e 2012. Já os anos de 1991, 1992, 1993, 1994 e 1997 tiveram apenas uma publicação em cada um destes períodos.

A partir da análise das citações, obteve-se como resultado que o número de citações dos artigos teve um impacto razoável frente à produção científica. Ainda, no que se refere às áreas temáticas mais recorrentes na análise tem-se os “determinantes da estrutura de capital”, “estrutura de capital e rentabilidade” e “estrutura de capital”. Verificou-se também que houve uma diversidade de áreas temáticas, visto que 37 áreas das 60 criadas incluíram apenas um estudo relacionado.

Constatou-se que a estrutura de capital e a rentabilidade são importantes para o desenvolvimento de pesquisas com abordagens diversificadas, estas que proporcionam o amadurecimento dos pesquisadores sobre os temas, o contato com outros pesquisadores e ainda, realização de parcerias.



Por fim, observa-se que a partir da técnica da nuvem de palavras utilizada nesta pesquisa é possível demonstrar que dos artigos analisados, ao longo do período, as palavras que se destacaram mais nos resumos foram “*structure*”, ou seja, estrutura, a palavra “*capital*”, “*firms*”, isto é, empresas e, a palavra “*profitability*” que significa lucratividade.

Ressalta-se ainda, que é interessante utilizar essa técnica, visto que permite a visualização de todas as palavras mais frequentes em uma mesma imagem.

Conclui-se a partir do objetivo proposto que ao longo do período analisado, ou seja, do ano de 1990 a 2013, estudos sobre estrutura de capital e rentabilidade publicados em periódicos tem aumentado nos últimos anos, o que demonstra que existe evolução dos temas estrutura de capital e rentabilidade. Além disso, no geral, identificaram-se diversos autores e periódicos no período analisado, que publicaram sobre os temas estudados na pesquisa, o que revela que ainda há lacunas a serem pesquisadas.

As limitações deste estudo consistem na utilização de apenas algumas bases que incluem artigos nacionais e internacionais, consideradas as mais relevantes na área de ciências sociais aplicadas. Outra limitação pode ser o período analisado na pesquisa, visto que a análise foi realizada de 1990 a 2013 e ainda, a busca pela expressão “*capital structure and profitability*” no título, resumo e palavras-chave, não buscando pelo artigo completo.

Para tanto, recomenda-se para trabalhos futuros a busca em outras bases, a ampliação ou alteração do período analisado, a busca incluindo o texto completo, permitindo a utilização deste estudo para fins de comparabilidade dos resultados.

## REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A. *Finanças corporativas e valor*. São Paulo: Atlas. 5. ed, 2010.

BARDIN, Laurence. *Análise de conteúdo*: edição revisada e atualizada. Lisboa: Edições, v. 70, 2010.

BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20 (50), 75-94, 2009.

BAUER, M.; GASKELL, G. Pesquisa qualitativa com texto, imagem e som: um manual prático. In: *Pesquisa qualitativa com texto, imagem e som: um manual prático*. Vozes. 2010.

BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade e Finanças USP*, (43), 9-19, 2007.

CAPOBIANGO, R. P.; ABRANTES, L. A.; FERREIRA, M. A. M.; FARONI, W. Desempenho financeiro: um estudo com empresas de três diferentes setores. *Revista de C. Humanas*, 12(1), 165-180, 2012.

CHITTENDEN, F., HALL, G., HUTCHINSON, P. Small firm growth, access to capital markets and financial structure: Review of issues and an empirical investigation. *Business Economics*, 8, 59-67. 1996.

COELHO, A. L. A. L., PAVÃO, Y. M. P., ALBERTON, A., MARCON, R. Estrutura de capital: um estudo bibliométrico em produções do Brasil e do exterior. *Revista de Informação Contábil*, 7(1), 73-93, 2013.

GITMAN, L. J. *Princípios de Administração Financeira*. São Paulo: Pearson. 10. Ed, 2006.

HUANG, G.; SONG, F. M. The determinants of capital structure: evidence from China. *China Economic Review*, 17(1), 14-36, 2006.

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C. da; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(1), 7-18, 2002.

LUNARDI, M. S.; CASTRO, J. M. F. de; MONAT, A. S. Visualização dos resultados do Yahoo em nuvens de texto: uma aplicação construída a partir de web services. *Info Design: Revista Brasileira de Design da Informação*, 5(1), 21-35, 2008.

MICHAELAS, N.; CHITTENDEN, F.; POUTZIOURIS, P. Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from company panel data. *Small business economics*, 12(2), 113-130, 1999.

MILLER, M. H. Debt and taxes. *The Journal of Finance*, 32 (2), 261-275, 1977.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297, 1958.

MOTA, A. G.; CUSTÓDIO, C. *Finanças da Empresa – Manual de informação, análise e decisão financeira para executivos*. Lisboa: Bnomics. 4. Ed, 2008.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. *The journal of finance*, 39(3), 574-592., 1984.

NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; FORTE, D.; CARVALHO FILHO, A. F.; COSTA, A. C. F.; AMARAL, A. C. 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, 2007.

OLABUENAGA, R.; ISPIZUA, M. A. La descodificacion de la vida cotidiana: metodos de investigacion cualitativa. Bilbao, *Universidad de Deusto*, 1989.

PSILLAKI, M., DASKALAKIS, N. Are the determinants of capital structure country or firm specific?. *Small Business Economics*, 33(3), 319-333, 2009.

RICHARDSON, R. J. *Pesquisa social: métodos e técnicas*. Atlas, 2014.

SCHIER, C. U. da C. *Custos Industriais*. Ibeplex, 2005.

SCHNORRENBERGER, D.; BORBA, J. da C.; GASPARETTO, V.; LUNKES, R. J. Estrutura de capital e rentabilidade: estudo longitudinal de empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Registro Contábil*, 5(1), 69-86, 2013.

SILVEIRA, A. D. M.; PEROBELLI, F. F. C.; CAMPOS B. L. A. B. de. Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(3), 763-788, 2008.

THOMSEN, S.; PEDERSEN, T. Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705, 2000.

WALD, J. K. How firm characteristics affect capital structure: an international comparasion. *The Journal of Finance Research*, 22(2), 161-187, 1999.