



**Editor Responsável:** Rodrigo de Souza Gonçalves  
Andrea de Oliveira Gonçalves  
**Editor Associado:** Vitor Leone  
**Processo de Avaliação:** Double Blind Review pelo SEER/OJS

## A Liberdade Econômica Modera a Relação entre o Desempenho Econômico e a Estrutura de Capital?

### RESUMO

**Objetivo:** Analisar o efeito da Liberdade Econômica na relação entre o Desempenho Econômico e a Estrutura de Capital das companhias das Américas.

**Método:** Realizou-se pesquisa descritiva, documental com uma abordagem quantitativa por meio da Modelagem Linear Hierárquica. Os dados secundários referentes às empresas foram extraídos da *Refinitiv Eikon*, enquanto as informações de Liberdade Econômica foram coletadas da *The Heritage Foundation*. As relações foram verificadas à luz da *Pecking Order Theory* e *Trade-Off*, sendo que os países foram analisados conforme variável institucional da Liberdade Econômica. A população da pesquisa foi composta por países das Américas, os quais resultam uma amostra final de 4.068 empresas no período de 2014 a 2021.

**Originalidade/Relevância:** O estudo mostra que a Liberdade Econômica dos países pode alterar as decisões de financiamento das empresas.

**Resultados:** Sem considerar a Liberdade Econômica, há uma relação positiva e significativa entre o Desempenho Econômico e a Estrutura de Capital, conforme esperado pela *Trade-Off*, indicando que a empresa está se direcionando a uma meta definida de uma relação dívida/valor. Entretanto, ao reconhecer o efeito moderador da Liberdade Econômica, essa relação passa a ser negativa, como presume a *Pecking Order Theory*, já que há menores níveis de endividamento para as empresas mais rentáveis.

**Contribuições Teóricas/Metodológicas:** Indica a importância de o governo garantir a Liberdade Econômica dos indivíduos/empresários, de forma a diminuir as barreiras ao comércio, à corrupção e ao financiamento, promovendo uma estabilidade política por meio de indicadores de governança e institucionais.

**Palavras-chave:** Estrutura de Capital, Desempenho, Liberdade Econômica, *Pecking Order*, *Trade-Off*.

Lucas Benedito Gomes  
Rocha Ferreira   
Universidade de Blumenau,  
Santa Catarina, Brasil  
lucasbenegr@gmail.com

Adriana Kroenke   
Universidade de Blumenau,  
Santa Catarina, Brasil  
akroenke@furb.br

Recebido: Abril 20, 2023  
Revisado: Agosto 15, 2023  
Aceito: Outubro 03, 2023  
Publicado: Fevereiro 15, 2024



### How to Cite (APA)

Ferreira, L. B. G. R., & Kroenke, A. (2023). A Liberdade Econômica modera a relação entre o Desempenho Econômico e a Estrutura de Capital? *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 26 (3), 345-377.  
<http://dx.doi.org/10.51341/cgg.v26i3.3053>

## 1 INTRODUÇÃO

A Estrutura de Capital (EC) tem sido constantemente pesquisada em finanças, onde há uma abundância de estudos que tentam identificar seus determinantes. Entretanto, nos últimos anos, a literatura tem dedicado especial atenção à influência da estrutura legal e institucional nas finanças corporativas (Bernardo et al., 2018; Ferreira, 2022; Kayo & Kimura, 2011). Afinal, as escolhas de financiamento são determinadas por um ajuste de fatores que estão relacionados às características da empresa e ao seu ambiente institucional (Mendonça et al., 2019).

A relação entre o desempenho das empresas e a EC consiste em um dos temas de finanças que mais tem absorvido esforços de pesquisa. Ademais, destaca-se que, além do poder determinante do desempenho sobre a EC, a literatura reconhece que uma qualidade institucional mais forte facilita o acesso das empresas à dívida (Çam & Özer, 2021), e que o grau de Liberdade Econômica das instituições é capaz de influenciar as decisões de financiamentos das suas organizações (Rihab, 2012; Ferreira & Malanski, 2023).

A estabilidade monetária, as privatizações, a desburocratização, a expansão do crédito e do mercado consumidor estão entre as diversas transformações presentes em diferentes países (Blau, 2017). Nesse sentido, a Liberdade Econômica é um indicador que representa o quão relaxadas as políticas de um país são aos olhos dos participantes de uma economia específica (Harkati et al., 2019). Essa liberdade é um direito fundamental de todo ser humano controlar seu próprio trabalho e propriedade, pois os governos devem permitir que atividade econômica, o capital e os bens se movam livremente (*The Heritage Foundation*, 2021).

Estudos apresentam evidências de que os mercados acionários em países onde há níveis mais elevados de Liberdade Econômica apresentam maior crescimento econômico de longo prazo (Attílio, 2020) e maior lucratividade corporativa (Diniz et al., 2020). Além disso, Rihab (2012) assume que a liberdade e a flexibilidade da estrutura econômica de um país

explicam a estrutura de financiamento das empresas. Portanto, não considerar as particularidades existentes entre cada país, como as características da Liberdade Econômica, pode ocasionar a perda de informações importantes quanto as diferenças nas políticas tributárias, ambiente legal, importância e regulação das instituições financeiras, bem como a eficiência jurídica.

Para Pereira e Louvet (2011), os impactos da relação entre desempenho e EC dependem do grau de dinamismo ambiental do setor ou país no qual a empresa opera. Afinal, um país caracterizado por uma rigidez econômica é sobrecarregado por restrições que impedem o bem-estar das empresas, bem como a instabilidade econômica leva as empresas a estabelecer uma ordem hierárquica de financiamento (Rihab, 2012).

A literatura desse campo está polarizada por Myers e Majluf (1984) em duas correntes: a *Pecking Order Theory* (POT), que pressupõe uma relação negativa entre o desempenho e a EC; e a *Trade-Off*, que estabelece a existência de uma estrutura ótima de capital que maximize o valor da firma. Como as teorias de finanças se concentram em imperfeições de mercado, analisar as variações nos determinantes da EC conforme a Liberdade Econômica consiste em uma lacuna de pesquisa, já que o mercado se modifica conforme aspectos institucionais.

Sob a plataforma teórica POT, quando a economia está prosperando, as empresas recorrem a fontes internas, enquanto, na recessão, as empresas são forçadas a utilizar fontes externas de capital (Bastos et al., 2009). Nesse contexto, o recurso a diferentes fontes de financiamento é diretamente sensível ao nível do desenvolvimento do sistema de financiamento e ao grau de Liberdade Econômica (Rihab, 2012). Assim, o estudo centra atenção na seguinte questão de pesquisa: qual o efeito da Liberdade Econômica na relação entre o Desempenho Econômico (DE) e a EC das companhias listadas nas Américas?

Como há uma lacuna que diz respeito à possível influência moderadora da Liberdade Econômica, este estudo analisa o efeito da Liberdade Econômica na relação entre o DE e a EC das companhias listadas nas bolsas de valores das Américas. Portanto, essa pesquisa se justifica pela adoção de uma variável institucional, representando como a estabilidade política é capaz de envolver várias medidas de restrições políticas, indicadores de governança, de corrupção e os distintos aspectos de governança sobre as decisões de financiamento.

Por conta da influência institucional sobre o DE das firmas, tem-se observado maior número de estudos teóricos e empíricos que consideram não apenas empresas de um único país, mas também empresas de um bloco de países (Arévalo & Meurer, 2021; Bastos et al., 2009; Kayo & Kimura, 2011). Assim, conforme essa tendência, torna-se relevante investigar se existe influência da Liberdade Econômica sobre a relação entre o DE e a EC. Além disso, esse estudo possibilita apresentar novas formas de adequação dos processos de tomada de decisão de financiamento, assim como a relevância de compreender os efeitos desse processo em países economicamente distintos.

Como contribuição social, a regulamentação e a fiscalização podem incentivar a introdução de políticas públicas voltadas a promover uma Liberdade Econômica integrada às atividades empresariais, melhorando a dinâmica macroeconômica dos países. Para as empresas e os países, a pesquisa contribui ao analisar o contexto macro das relações comerciais e econômicas de países que representam mercados desenvolvidos e emergentes.

## **2 REVISÃO TEÓRICA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES**

Primeiramente, tem-se as considerações acerca da relação entre DE e EC. Posteriormente, são apresentados os conceitos e a importância sobre a Liberdade Econômica.

## 2.1 Desempenho Econômico e Estrutura de Capital

A POT oferece suporte teórico quanto às empresas não buscarem um nível de caixa ideal, em vez disso, este flutua em decorrência dos influxos financeiros das empresas (Artica et al., 2019). Entretanto, segundo a *Trade-Off*, a EC das empresas é marcada pela presença de dois elementos distintos, custos da falência e benefícios tributários, norteadores do processo decisório à obtenção de um nível ótimo de financiamento (Myers & Majluf, 1984).

No contexto da POT, Titman e Wessels (1988) sugerem que a lucratividade é um determinante da EC, já que reflete a quantidade de ganhos que pode ser possível reter pela empresa. Apesar de Fama e French (2002) adotar a *Trade-Off*, eles constatam que empresas com oportunidades de crescimento são menos endividadas por necessitarem menos do papel disciplinador da dívida. Portanto, esses estudos apontam que a dívida aumentará à medida que as necessidades de investimento forem maiores do que os lucros retidos.

Como a *Trade-Off* percebe que a empresa está se movendo em direção a uma meta definida de uma relação dívida/valor (Myers & Majluf, 1984), Forte e Botelho (2020) informam que a dívida é positiva para o desempenho até os benefícios fiscais superarem os custos da dívida e, a partir de certo ponto, o efeito será o oposto, constituindo uma relação de curva em forma de U invertido. Por outro lado, seguindo a perspectiva teórica da POT, as empresas também podem esgotar as fontes internas de financiamento antes de contrair dívidas, desencadeando um impacto negativo do DE sobre a EC (Artica et al., 2019).

Os determinantes da EC retratam aspectos internos da firma que podem influenciar as decisões de financiamento (Bittencourt & Albuquerque, 2018). A literatura aponta que entender os direcionadores dessas decisões permanece um desafio à academia e aos agentes do mercado (Bastos et al., 2009; Bernardo et al., 2018). Ademais, em um contexto globalizado, a relação entre o DE e a EC depende das influências relativas de fatores como

investimento estrangeiro direto, patrimônio líquido e dívida externa (Saccone & Deaglio, 2019).

## 2.2 Liberdade Econômica

Para Kayo e Kimura (2011), apesar de as variáveis em nível empresa apresentarem maior importância para determinar a EC das firmas de países desenvolvidos e emergentes, há evidências de influências das variáveis em nível país sobre a EC. Eles ressaltam que os gestores não devem ignorar a relevância do ambiente externo, o qual tem poder de influenciar as características internas das empresas.

A Liberdade Econômica, enquanto imagem de um país, desencadeia implicações na atração de investimentos e na EC a ser definida, pois esse índice está ligado a intervenção governamental no mercado e a boa ação judicial do governo quanto a corrupção (Saccone & Deaglio, 2019). A Liberdade Econômica envolve não só o crescimento econômico e o progresso (Attílio, 2020), mas também proporciona maior lucratividade corporativa (Diniz et al., 2020). No contexto empresarial, Mendonça et al. (2019) sugerem que as empresas em países com maior inflação (menor liberdade monetária) estão mais dispostas a utilizar dívidas do que empresas em países com menor taxa de inflação.

Apesar da maioria dos aspectos avaliados pela Liberdade Econômica estarem concentrados nas políticas de um país, existem elementos relacionados às interações de um país com o resto do mundo, como a extensão da abertura de uma economia ao investimento ou comércio global (*The Heritage Foundation*, 2021). Assim, Arévalo e Meurer (2021) constatam que há uma relação entre países com maior indicador de liberdade sendo compensados com taxas de crescimento mais elevadas na região.

Para Graafland (2019), os indicadores de Liberdade Econômica consistem uma ferramenta relevante na pesquisa científica para quantificar a estrutura institucional de um

país. Nesse contexto, a “Liberdade Econômica pode ser entendida pela limitação imposta pelo governo, por meio de leis, para a conduta individual” (Attílio, 2020, p. 24), sendo que o nível dessa liberdade depende da existência de um quadro institucional (Rihab, 2012).

### **2.3 Desenvolvimento das Hipóteses**

Bastos et al. (2009) analisam os determinantes da EC de companhias abertas da América Latina, considerando os fatores específicos da firma, bem como os macroeconômicos e institucionais de cada país. Para esses autores, a POT é a corrente teórica que explica de forma mais acentuada a EC. Ademais, eles evidenciam uma forte influência negativa das variáveis de liquidez corrente e do Retorno sobre o Ativo.

Uma relação negativa entre oportunidades de crescimento e EC pode refletir a singularidade das empresas (Kayo & Kimura, 2011). Assim, Brown et al. (2019) questionam, aos investidores, quais empresas são mais suscetíveis à influência dos investidores em relação às decisões de EC, sendo que as respostas sugerem que empresas menores, mais jovens e financeiramente restritas são propensas a experimentar um impacto no investidor.

As grandes empresas tendem a ter mais dívidas em sua EC, pois, geralmente, são mais diversificadas, têm melhor reputação nos mercados de dívida e possuem custos de informação mais baixos ao tomarem empréstimos (Frank & Goyal, 2003). Quanto à lucratividade, espera-se uma relação negativa entre lucros e EC, consistente com a POT, pois, quando uma empresa obtém lucros, a dívida é paga e a alavancagem cai automaticamente (Fama & French, 2002).

Kayo e Kimura (2011), ao testar se a relação entre as oportunidades de crescimento e a alavancagem é positiva ou negativa, evidenciam que: quando a economia está prosperando, as empresas recorrem a fontes internas de capital; no caso de uma recessão, quando os lucros estão anormalmente deprimidos, as empresas são forçadas a utilizar fontes externas de capital. Esse achado pode ser interpretado em defesa da POT, segundo Myers e Majluf (1984).

Sobre a relação entre as variáveis desempenho e alavancagem: enquanto a POT presume uma relação negativa entre as duas variáveis; a *Trade-Off* espera um sinal positivo, pois a maior lucratividade diminui os custos esperados de dificuldades financeiras e permite à firma aumentar os benefícios fiscais, ampliando a alavancagem (Myers & Majluf, 1984). Como essas teorias presumem sinais distintos para a relação proposta, este estudo optou por não anunciar um sinal entre as variáveis. Assim, assume-se que:

H<sub>1</sub>: Existe uma relação entre o Desempenho Econômico e a Estrutura de Capital.

Pamplona et al. (2021) evidenciam que a rentabilidade, além de apresentar maior influência, é o determinante que sofre mais oscilação na comparação entre os períodos de prosperidade e recessão econômica. Para esses autores, o desempenho perde impacto na recessão, pois a capacidade de gerar recursos internamente é reduzida nesse período, tornando o endividamento uma alternativa necessária.

Artica et al. (2019) relatam a existência de uma crescente tendência de liquidez de caixa corporativo em uma amostra de empresas latino-americanas entre 2000 e 2014, seguida por uma tendência decrescente da alavancagem e da dívida. Quanto ao impacto dos fatores macroeconômicos, eles verificam que o crescimento econômico afetou positivamente a demanda de caixa, o que pode envolver maiores oportunidades de investimento.

A literatura sobre finanças corporativas tem constatado que as imperfeições de mercado limitam o potencial de investimento das firmas (Pamplona et al., 2021; Rajan & Zingales, 1995). A magnitude dessas imperfeições depende, em parte, da efetividade do sistema legal e financeiro dos países, impactando a maneira como as firmas obtêm financiamentos para seus projetos de investimentos (Bastos et al., 2009).

Çam e Özer (2021) indicam que uma qualidade institucional mais forte e menores riscos fundamentais em um país facilitam o acesso das empresas à dívida e ao financiamento de ações. Assim, esses autores concluem que qualquer melhoria no ambiente institucional de



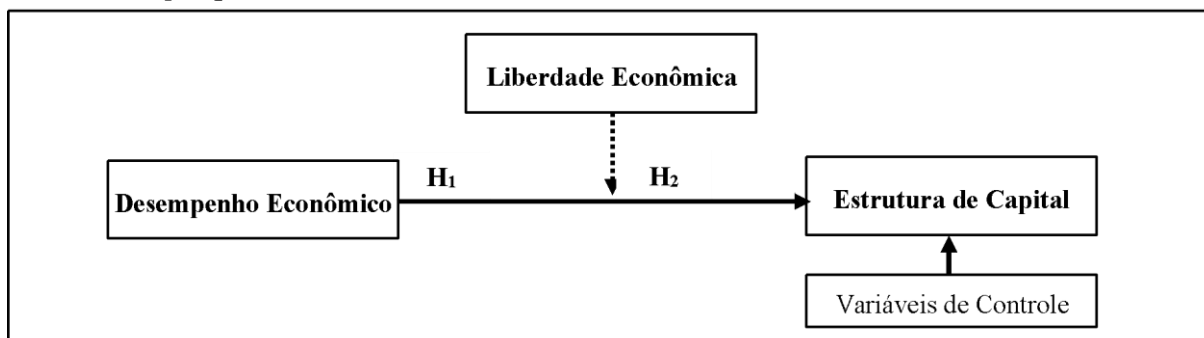
um país aumentará o acesso das empresas ao financiamento de longo prazo, promovendo o crescimento econômico dos países.

Ferreira e Malanski (2023) evidenciam que a Liberdade Econômica potencializa a relação entre as práticas Ambientais, Sociais, de Governança e a lucratividade das instituições financeiras das Américas. Assim, esses autores sugerem que a qualidade institucional de um país tem uma importante influência nas decisões corporativas. Dessa forma, postula-se que:

H<sub>2</sub>: A Liberdade Econômica modera a relação entre o Desempenho Econômico e a Estrutura de Capital.

A Figura 1 apresenta o desenho da pesquisa, com destaque para as hipóteses propostas. Destaca-se que a seta contínua testa o efeito direto do DE na EC, enquanto a seta tracejada analisa o efeito moderador da Liberdade Econômica na relação indicada. Além disso, destaca-se o uso de variáveis de controle, como o tamanho da empresa, a tangibilidade, o crescimento das vendas e o risco do negócio.

**Figura 1**  
*Desenho da pesquisa*



Bastos et al. (2009) evidenciam a rentabilidade, o tamanho e o risco do negócio como variáveis condizentes com o que a POT presume, enquanto o crescimento dos negócios suporta os constructos da *Trade-Off*. Ademais, Bittencourt e Albuquerque (2018) enfatizam o que pode influenciar as decisões de financiamento, como: tangibilidade, tamanho, rentabilidade, risco, oportunidade de crescimento e a dimensão macroeconômica.

A POT prevê que empresas de alto crescimento acabarão com elevados endividamentos devido à relutância do gestor em emitir ações (Myers & Majluf, 1984). De modo similar, quanto maior for a volatilidade dos resultados maior será o risco de não honrar os seus compromissos, tornando os credores mais inseguros quanto ao empréstimo de recursos, devido o custo financeiro ser maior para as empresas mais arriscadas (Correa et al., 2007).

Rajan e Zingales (1995) relatam que grandes empresas tendem a ter índices de endividamento maiores. Além disso, esses autores evidenciam a tangibilidade dos ativos como determinante da alavancagem, já que as instituições com altos índices de ativos tangíveis possuem maior alavancagem devido a sua menor probabilidade de *default*.

### 3 METODOLOGIA

Para investigar o objetivo proposto foi realizado um estudo quantitativo por meio de Modelagem Linear Hierárquica (MLH) com erros padrão robustos. Esta pesquisa se caracteriza como descritiva e documental, uma vez que a coleta de dados se deu por meio da base *Refinitiv Eikon*®, a qual proporciona informações anuais dos demonstrativos contábeis, bem como os dados referentes à Liberdade Econômica, advindos da *The Heritage Foundation*.

A população do estudo compreende as companhias listadas nas bolsas de valores das Américas com patrimônio líquido positivo, pois se entende que as empresas com passivo a descoberto não possuem decisões de financiamento. A partir dessa população da pesquisa, executou-se a composição da amostra, mediante painel desbalanceado. Quanto a composição da amostra final, observou-se que as 4.068 empresas investigadas representavam os setores de energia, materiais, industriais, consumo discricionário, bens de consumo, tecnologia da informação e serviços de comunicação.

Em relação à amostragem, foram retiradas empresas pertencentes aos territórios Bermudas, Ilhas Cayman e Porto Rico, por não possuírem o Índice de Liberdade Econômica. Ademais, foram excluídas as empresas dos setores financeiros, utilidade pública, saúde e as que não possuíam classificação setorial. Por fim, eliminou-se as empresas que correspondiam aos *outliers* da pesquisa, realizando a exclusão dos dados extremos ao nível de 5% a fim de corrigir possíveis problemas de *outliers*. Assim, a amostra final incluiu 4.068 empresas com 24.365 observações, entre 2014 e 2021, conforme a amostra exposta na Tabela 1:

**Tabela 1**  
*Composição da amostra da pesquisa*

<b>Etapas</b>	<b>Empresas</b>	<b>Observações</b>
= População da pesquisa	7.278	58.224
(-) Empresas pertencentes aos territórios	78	624
= Amostra Inicial – Países (América)	7.200	57.600
(-) Instituições Financeiras	1.081	8.648
(-) Utilidade Pública	892	7.136
(-) Saúde	589	4.712
(-) Sem classificação setorial	162	1.296
(-) <i>Outliers</i>	408	11.443
= Amostra Final	4.068	24.365

A Tabela 2 apresenta o número de empresas e de observações por país e as respectivas pontuações de Liberdade Econômica conforme os anos de análise.

**Tabela 2**  
*Composição da amostra da pesquisa por país e Liberdade Econômica conforme ano*

<b>Países</b>	<b>Empresas</b>	<b>Observ.</b>	<b>Índice de Liberdade Econômica</b>							
			<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Argentina	49	322	44,6	44,1	43,8	50,4	52,3	52,2	53,1	52,7
Brasil	192	1.159	56,9	56,6	56,5	52,9	51,4	51,9	53,7	53,4
Canadá	1.345	7.479	80,2	79,1	78	78,5	77,7	77,7	78,2	77,9
Chile	107	819	78,7	78,5	77,7	76,5	75,2	75,4	76,8	75,2
Estados Unidos	2.286	13.909	75,5	76,2	75,4	75,1	75,7	76,8	76,6	74,8
México	89	677	66,8	66,4	65,2	63,6	64,8	64,7	66	65,5
Total	4.068	24.365	67,1	66,8	66,1	66,2	66,2	66,5	67,4	66,6

Entre as empresas da amostra, a maioria (56,19%) corresponde aos Estados Unidos (EUA), sendo os países Argentina, México e Chile responsáveis pela menor representação estudada com, respectivamente, 1,2%, 2,19% e 2,63%. Em relação a Liberdade Econômica,

destaca-se que o Canadá obteve a maior pontuação em todos os anos de análise. Por outro lado, a Argentina e o Brasil apresentaram as menores pontuações no índice.

Em geral, há um leve decréscimo na média da Liberdade Econômica entre 2014 e 2018 (-0,9), seguido por uma recuperação entre 2019 e 2020 (1,2) e uma queda de 0,8 pontos na média desses países da amostra no ano de 2021. Além disso, a Tabela 3 evidencia as variáveis utilizadas neste estudo.

**Tabela 3**  
*Especificação das variáveis*

Variáveis	Definição	Fórmula	Coleta	Literatura relacionada
<b>Variável dependente – EC</b>				
ALAV_1	Alavancagem Contábil 1	$\frac{\text{Divida de Longo Prazo (valor contábil)}}{\text{Divida Total + Patrimônio Líquido}}$	Refinitiv Eikon ®	Kayo e Kimura (2011)
ALAV_2	Alavancagem Contábil 2	$\frac{\text{Divida Total (valor contábil)}}{\text{Ativo Total}}$	Refinitiv Eikon ®	Saccone e Deaglio (2019)
<b>Variáveis independentes – DE</b>				
ROA	Retorno sobre o Ativo	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	Refinitiv Eikon ®	Diniz et al. (2020)
ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Refinitiv Eikon ®	Fama e French (2002)
<b>Variáveis de controle</b>				
CRE	Crescimento das Vendas	$\frac{\text{Vendas}^t - \text{Vendas}^{t-1}}{\text{Vendas}^{t-1}}$		Kayo e Kimura (2011)
RIS	Risco do Negócio	$\frac{\text{Desvio padrão do EBITDA}}{\text{Ativo Total}}$	Refinitiv Eikon ®	Correa et al., (2007), Artica et al. (2019)
TAM	Tamanho da empresa	Logaritmo do ativo total.		Brown et al. (2019)
TAN	Tangibilidade	$\frac{\text{Ativo fixo (imobilizado)}}{\text{Ativo Total}}$		Pamplona et al. (2021)
<b>Variável moderadora – Liberdade Econômica</b>				
LE	Liberdade Econômica	De 0 a 100: Quanto mais próximo de 100, mais livre economicamente	The Heritage Found.	Graafland (2019), Arévalo e Meurer (2021)

Utilizou-se modelos de regressão multinível para dados em painel, pois considera as estruturas de dados aninhadas que “permitem a identificação e análise de heterogeneidades individuais e entre grupos aos quais esses indivíduos pertencem, tornando possível especificar componentes aleatórios em cada nível de análise” (Fávero & Belfiore, 2017, p. 855-856). Assim, aplicou-se modelos hierárquicos lineares de três níveis com medidas repetidas, onde o

primeiro nível caracteriza o modelo quanto a evolução temporal, enquanto o segundo nível retrata as empresas e o terceiro reconhece os fatores do país onde a empresa opera.

Além dessa técnica multivariada, adota-se a entropia informacional, como um método de apoio multicritério à decisão, para diagnosticar quais indicadores possuem maior peso de informação, ou seja, maior relevância (Aras & Yıldırım, 2021). Essa abordagem é capaz de reduzir a subjetividade ao oferecer pesos capazes de indicar a importância de cada informação, além de sintetizar as variáveis ROA e ROE em uma única dimensão de DE.

As equações seguintes evidenciam a influência da variável consolidada da dimensão DE na EC das empresas por meio de uma MLH com erros padrão robustos. A diferença entre essas duas equações se deve ao teste de sensibilidade, que mensura a EC por meio de outra fórmula com base na literatura evidenciada. Essa fase analisa somente a relação entre o DE e a EC, bem como subsidia a hipótese H<sub>1</sub>, em que o DE influencia a EC. Destaca-se, ainda, que todas as equações reconhecem a influência das variáveis de controle.

Equação 1

$$ALAV_{1tj} = \beta_{0tj} + \beta_{1tj}(YEAR_{tj}) + \beta_{2tj}(DE_{tj}) + \beta_{3tj}(CRE_{tj}) + \beta_{4tj}(RIS_{tj}) + \beta_{5tj}(TAM_{tj}) + \beta_{6tj}(TAN_{tj}) + e_{tj}$$

Equação 2

$$ALAV_{2tj} = \beta_{0tj} + \beta_{1tj}(YEAR_{tj}) + \beta_{2tj}(DE_{tj}) + \beta_{3tj}(CRE_{tj}) + \beta_{4tj}(RIS_{tj}) + \beta_{5tj}(TAM_{tj}) + \beta_{6tj}(TAN_{tj}) + e_{tj}$$

A evolução do modelo foi testada pelo *likelihood ratio test* (teste LR) e a estimação dos modelos foi calculada através da máxima verossimilhança restrita. Destaca-se que, diferentemente das Equações 1 e 2, as Equações 3 e 4 reconhecem o efeito moderador da Liberdade Econômica na relação entre DE e EC. De modo similar a Equação 2, a Equação 4 retrata um teste de sensibilidade, que se difere ao mensurar a Alavancagem por outra fórmula.

Equação 3

$$ALAV\_1_{tijk} = \beta_{0tijk} + \beta_{1tijk} (YEAR_{tijk}) + \beta_{2tijk} (DE_{tijk}) + \beta_{3tijk} (CRE_{tijk}) + \beta_{4tijk} (RIS_{tijk}) + \beta_{5tijk} (TAM_{tijk}) + \beta_{6tijk} (TAN_{tijk}) + \beta_{7tijk} (LE_{tijk}) + \beta_{8tijk} (LE_{tijk} \cdot DE_{tijk}) + e_{tijk}$$

Equação 4

$$ALAV\_2_{tijk} = \beta_{0tijk} + \beta_{1tijk} (YEAR_{tijk}) + \beta_{2tijk} (DE_{tijk}) + \beta_{3tijk} (CRE_{tijk}) + \beta_{4tijk} (RIS_{tijk}) + \beta_{5tijk} (TAM_{tijk}) + \beta_{6tijk} (TAN_{tijk}) + \beta_{7tijk} (LE_{tijk}) + \beta_{8tijk} (LE_{tijk} \cdot DE_{tijk}) + e_{tijk}$$

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 4.1 Apresentação dos Resultados

O software STATA® MP 16.0 foi utilizado para obter estatísticas descritivas, teste de heterocedasticidade, fator de inflação de variância e resultados de regressão hierárquica. Após a coleta dos dados, foram tabuladas estatísticas descritivas, conforme a Tabela 4.

**Tabela 4**

*Estatística descritiva das variáveis*

Variáveis	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo	Observações
ROA	-0,026	0,015	0,159	-1	0,288	24.365
ROE	-0,013	0,035	0,268	-0,999	1	24.344
DE	-0,018	0,028	0,213	-0,849	0,683	24.365
ALAV_1	0,427	0,448	0,251	-0,824	1	24.365
ALAV_2	0,207	0,132	0,228	0	1	24.355
CRE	0,162	0,155	0,320	-1	0,999	17.243
TAM	188,931	206,885	63,215	10,428	969,577	24.365
TAN	0,091	0,029	0,128	0	0,901	24.365
RIS	0,052	0,029	0,077	0	0,997	21.056
LE	74,922	76,2	6,105	43,8	80,2	24.365

As empresas geram um retorno negativo sobre o ativo de -0,026 (-2,6%), com mediana de 0,015, desvio padrão de 0,159, mínimo de -1 e máximo de 0,288. A efeito de comparação com outros estudos, pode-se considerar um baixo retorno médio sobre o ativo nessas empresas analisadas, uma vez que Kayo e Kimura (2011) encontram uma lucratividade (ROA) média de 3,2% em 40 países analisados entre 1997 e 2007, bem como Bernardo et al. (2018) apontam uma rentabilidade média de 7,3%, ao considerar as sete maiores economias da América Latina (Brasil, México, Argentina, Colômbia, Venezuela, Chile e Peru) no período entre 2009 e 2014.

Quanto ao ROE, verifica-se que, em média, as empresas geram retorno negativo sobre o capital próprio investido de -0,013 (-1,3%), com mediana de 0,035, desvio padrão de 0,268, mínimo de -0,999 e máximo de 1. Quanto ao DE, verifica-se uma média negativa de -0,018, com mediana de 0,028, desvio padrão de 0,213, mínimo de -0,849 e máximo de 0,683.

No tocante a Alavancagem Contábil 1 e 2, há uma média de 0,427 e 0,207, com mediana de 0,448 e 0,132 e desvio padrão de 0,251 e 0,228. Esses valores são superiores ao evidenciado por Kayo e Kimura (2011), os quais reportam uma média de 16,1%. De outro modo, o estudo de Bernardo et al. (2018) apresenta duas variáveis de alavancagem contábil com médias de 25,25% e 50,04%.

A Liberdade Econômica evidencia uma média de 74,92, uma mediana de 76,2, um desvio padrão de 6,1, valor mínimo de 43,8 e máximo de 80,2. Essa média dos 6 países das Américas analisados é superior ao que foi reportado no estudo de Harkati et al. (2019), ao apontar uma Liberdade Econômica de 69,32 durante o período de 2011 a 2017 na Malásia. Ademais, a Tabela 5 evidencia a média e o desvio padrão das variáveis conforme os países.

**Tabela 5**

*Média e Desvio Padrão das variáveis conforme os países*

Variáv.	Argentina		Brasil		Canadá		Chile		México		EUA	
	Média	DP	Média	DP	Média	DP	Média	DP	Média	DP	Média	DP
ROA	0,029	0,005	0,038	0,002	-0,113	0,002	0,026	0,002	0,037	0,002	0,009	0,001
ROE	0,052	0,013	0,089	0,005	-0,135	0,003	0,052	0,004	0,071	0,006	0,034	0,002
DE	0,045	0,009	0,067	0,004	-0,124	0,003	0,041	0,003	0,056	0,004	0,024	0,002
ALAV_1	0,565	0,112	0,567	0,006	0,266	0,003	0,489	0,007	0,551	0,007	0,489	0,002
ALAV_2	0,145	0,009	0,265	0,006	0,104	0,002	0,211	0,006	0,317	0,008	0,254	0,002
CRE	0,099	0,023	0,094	0,008	0,114	0,007	0,096	0,011	0,171	0,011	0,185	0,002
TAM	186,9	3,544	200,1	1,941	188,7	1,048	196,7	2,085	208,9	2,397	198,8	0,6
TAN	0,174	0,008	0,106	0,003	0,086	0,002	0,12	0,004	0,111	0,005	0,115	0,001
RIS	0,056	0,003	0,037	0,001	0,059	0,001	0,025	0,001	0,032	0,003	0,044	0,001
LE	49,23	0,22	53,96	0,59	78,37	0,01	76,73	0,05	65,36	0,04	75,77	0,01

O Brasil apresenta as maiores médias em quatro variáveis: ROA (0,038), ROE (0,089), DE (0,067) e ALAV\_1 (0,567). Por outro lado, o Canadá foi responsável pelas menores médias em cinco variáveis: ROA (-0,113), ROE (-0,135), DE (-0,124), ALAV\_2 (0,104) e TAN (0,086). Destaca-se, ainda, que o Canadá evidencia a maior pontuação de Liberdade

Econômica durante os oito anos analisados (78,37). Ademais, os Estados Unidos se destacam no Crescimento de Vendas, apresentando uma média de 0,185.

Quanto às médias da ALAV, destaca-se que o Brasil, Chile, Estados Unidos e México apresentam médias superiores nas duas variáveis adotadas ao comparar com o estudo de Kayo e Kimura (2011). Os países Argentina e Chile possuem apenas a variável ALAV\_1 com média superior quando comparados com os resultados de Kayo e Kimura (2011). Essas diferenças podem ser justificadas uma vez que os estudos desses autores retratam o período de 1997 a 2007, enquanto a presente pesquisa investiga o período entre 2014 e 2021.

Em relação ao indicador composto, LE, o Canadá, o Chile e os Estados Unidos apresentam as maiores pontuações em média com, respectivamente, 78,37, 76,73 e 75,77. Apesar desse resultado ser esperado, uma vez que dois dentre os três países são desenvolvidos, destaca-se o país emergente Chile, que evidencia uma média superior aos dos Estados Unidos conforme o período analisado. Por outro lado, Argentina, Brasil e México apresentam as menores médias, evidenciando, respectivamente, 49,23, 53,96 e 65,36. Esse resultado é semelhante ao reportado por Arévalo e Meurer (2021), que constata os países Argentina e Brasil como os que possuem os menores índices de LE.

Partindo para a análise da MLH, foram checados os seus pressupostos para a execução das regressões, os quais foram devidamente atendidos. Por meio das Equações 1 a 4 e da análise multivariada, as Tabelas 6 a 8 mostram os resultados do efeito fixo com interceptações aleatórias, o coeficiente de determinação, o Coeficiente de Correlação Intraclasse (ICC), LR *test* e o número de observações.

A Tabela 6 atesta a relação direta do DE na EC, conforme Equação 1. Analisa-se, primeiramente, a influência da evolução temporal (nível 1), coluna à esquerda, para, posteriormente, considerar as variáveis em nível empresa (nível 2), à direita.



**Tabela 6**  
*Resultados da Regressão da Equação 1*

Variáveis	Variável dependente: Alavancagem Contábil 1 (ALAV_1)			
	Nível Tempo		Nível Empresa	
Efeitos fixos	Coeficiente	Estatística z	Coeficiente	Estatística z
Nível 1 (tempo)				
Intercepto	0,403878***	111,62	0,405271***	53,19
YEAR	0,004990***	7,11	0,006890***	8,52
Nível 2 (empresa)				
DE	-	-	0,053559***	5,08
CRE	-	-	0,038515***	6,73
RIS	-	-	-0,700485***	-15,86
TAM	-	-	0,000401***	15,00
TAN	-	-	-0,002357	-0,21
Coeficiente de Determinação				
Nível 1 (tempo)				
R <sup>2</sup>	0,0021		-	
Nível 2 (tempo e empresa)				
R <sup>2</sup>	-		0,0786	
Coeficiente de correlação intraclasse				
	ICC	Erro-padrão	ICC	Erro-padrão
Nível 1 (tempo)	0,000754	0,000617	0,000754	0,000617
Nível 2 (empresa)	-	-	0,928979	0,006192
Teste Verificabilidade				
	Qui-quadrado	p-valor	Qui-quadrado	p-valor
Test LR (HLM3xLinear)	7,03	0,0040	18.789,31	0,0000
Observações				
	24.365		17.218	

Legenda: YEAR: Evolução Temporal; CRE: Crescimento das Vendas; RIS: Risco do Negócio; TAM: Tamanho; TAN: Tangibilidade; Níveis de significância: \*\*\* p < 0,01.

Os resultados da Tabela 6 evidenciam que, em relação à evolução temporal (nível 1), há uma influência positiva e significativa ao nível de 1%. Portanto, em relação ao período analisado, a Alavancagem Contábil 1 das empresas dessa amostra aumentou com o decorrer dos anos analisados. Esse resultado é coerente com os achados descritivos das variáveis quanto os anos de análise, pois houve uma evolução média da Alavancagem Contábil 1 de 0,415 em 2015 para 0,434 em 2021.

Além da análise do nível 1, a Equação 1 permite evidenciar os determinantes em nível empresa da ALAV\_1. Em relação ao DE, há uma relação positiva e significativa ao nível de 1%, indicando que a empresa está se direcionando a uma meta definida de uma relação dívida/valor, conforme esperado pela *Trade-Off*. Em termos econômicos, o aumento de um desvio padrão do DE (Tabela 4) é associado com um aumento de 2,67% na ALAV\_1 em relação à média  $[(0,213 \times 0,053559) / 0,427]$ . Esse resultado indica que as organizações estão

buscando uma estrutura ótima de capital, capaz de propiciar a maximização do valor da companhia (Brown et al., 2019; Titman & Wessels, 1988).

Quanto às variáveis de controle, o Risco do Negócio apresenta uma relação negativa e significativa ao nível de 1%. Esse achado é coerente com o que pressupõe a POT, pois, quanto maior for a volatilidade dos resultados maior será o risco de não honrar os seus compromissos, o que tornará os credores mais inseguros quanto ao empréstimo de recursos, tornando o custo financeiro maior para as empresas mais arriscadas (Correa et al., 2007).

Em relação ao Tamanho, evidencia-se uma relação positiva e significativa ao nível de 1% com a ALAV\_1, pois, conforme a POT, essas empresas são mais maduras, tendo uma reputação no mercado de dívida, e conseqüentemente, estão diante de baixos custos de agência (Frank & Goyal, 2009). Ademais, grandes empresas tendem a possuir um endividamento maior por serem diversificadas e possuírem baixo risco de inadimplência (Rajan & Zingales, 1995).

Quanto ao ICC, pode-se observar a importância relativa de cada nível na variância da Alavancagem Contábil 1. Assim, uma grande proporção da variância da ALAV\_1 se deve ao nível da empresa, aproximadamente 93%, sugerindo que as características intrínsecas das firmas são responsáveis por uma parcela significativa das decisões de financiamento. Ademais, a evolução temporal deteve um ICC por volta de 1% da variância da ALAV\_1.

Estudos anteriores, que se dedicam à análise em relação à influência das características em nível da empresa na EC, refletem essa influência relativamente alta do nível da empresa (Kayo & Kimura, 2011; Bernardo et al., 2018). Entretanto, um ponto importante que se pode derivar dos resultados é que os níveis mais baixos (tempo e empresa) são os principais responsáveis pela maioria da variância da alavancagem, que são mais propensos a mudar ao longo do tempo do que os níveis mais altos (país). As características da empresa, por outro lado, tendem a ser mais dinâmicas e voláteis.

O teste LR comprova a necessidade de descartar o uso de um modelo tradicional de regressão linear, pois o teste rejeitou a hipótese nula em todos os modelos ( $H_0: u_{00k} = r_{0jk} = 0$ ). Ademais, enquanto o primeiro modelo, que incluiu apenas a variável tempo, explicou uma pequena quantidade de variação da ALAV\_1 (0,21%), o segundo modelo (nível 2), que incluiu as variáveis em nível empresa, apresenta uma melhoria notável em relação ao primeiro modelo. Nesse sentido, o segundo modelo explicou aproximadamente 7,86% da variação na ALAV\_1.

A fim de fornecer maior confiabilidade aos resultados, a Tabela 7 atesta a relação direta entre o DE e a EC, conforme Equação 2. Tendo em vista o Modelo Hierárquico, analisa-se, primeiramente, a influência da evolução temporal (nível 1) na Alavancagem Contábil 2, coluna à esquerda, para, posteriormente, considerar as variáveis em nível empresa (nível 2), coluna à direita.

Os resultados, conforme Tabela 7, evidenciam o teste de sensibilidade por meio da variável dependente ALAV\_2, ao adotar outra fórmula que mensure a EC. Assim, em relação ao nível 1, também houve uma influência positiva e significativa ao nível de 1%. Ademais, quanto ao DE, também se evidencia uma relação positiva e significativa ao nível de 1%, conforme esperado pela *Trade-Off*. Em termos econômicos, o aumento de um desvio padrão do DE (Tabela 4) é associado com um aumento de 7,53% na ALAV\_2 em relação à média  $[(0,213 * 0,073229) / 0,207]$ .

Diferentemente da Equação 1, que não retrata relação significativa para a tangibilidade das empresas, a Equação 2 evidencia que todas as variáveis de controle apresentam relações significativas. Assim, apesar da teoria POT presumir que os ativos tangíveis são meios para oferecer garantia na medida em que as empresas captam recursos de terceiros (Myers & Majluf, 1984), a Tabela 7 apresenta uma relação negativa e significativa ao nível de 1% entre a tangibilidade e a ALAV\_2.

**Tabela 7**  
*Resultados da Regressão da Equação 2*

Variáveis	Variável dependente: Alavancagem Contábil 2 (ALAV_2)			
	Nível Tempo		Nível Empresa	
Efeitos fixos	Coefficiente	Estatística z	Coefficiente	Estatística z
Nível 1 (tempo)				
Intercepto	0,188605***	57,94	0,182715***	23,42
YEAR	0,004990***	7,11	0,004865***	5,78
Nível 2 (empresa)				
DE	-	-	0,073229***	6,93
CRE	-	-	0,012308**	2,32
RIS	-	-	-0,872361***	-22,79
TAM	-	-	0,000507***	17,60
TAN	-	-	-0,167269***	-13,82
Coeficiente de Determinação				
Nível 1 (tempo)				
R <sup>2</sup>	0,0016		-	
Nível 2 (tempo e empresa)				
R <sup>2</sup>	-		0,1047	
Coeficiente de correlação intraclassa				
	ICC	Erro-padrão	ICC	Erro-padrão
Nível 1 (tempo)	0,000684	0,000580	0,000684	0,000580
Nível 2 (empresa)	-	-	0,878472	0,003906
Teste Verificabilidade				
	Qui-quadrado	p-valor	Qui-quadrado	p-valor
Test LR (HLM3xLinear)	5,99	0,0072	22,081,03	0,0000
Observações				
	24.355		17.212	

Legenda: \*\* p < 0,05.

Quanto ao ICC, pode-se observar que uma grande proporção da variância da ALAV\_2 se deve ao nível da empresa, aproximadamente 88%, sugerindo que as características intrínsecas das firmas são responsáveis por uma parcela significativa das decisões de financiamento. Ademais, de forma semelhante a Equação 1, a evolução temporal deteve um ICC por volta de 1% da variância da ALAV\_2.

Conforme Tabela 7, o teste LR comprovou a necessidade de descartar o uso de um modelo tradicional de regressão linear, pois o teste rejeitou a hipótese nula em todos os modelos ( $H_0: u_{00k} = r_{0jk} = 0$ ), como aponta Fávero e Belfiore (2017). Ademais, enquanto o primeiro modelo (nível 1), que incluiu apenas a variável de tempo, explicou uma pequena quantidade de variação da ALAV\_2 (0,16%), o segundo modelo (nível 2), que incluiu as variáveis em nível empresa, apresenta uma melhoria notável em relação ao primeiro modelo, explicando aproximadamente 10,47% da variação na ALAV\_2.

Ao considerar as Equações 1 e 2, não se pode rejeitar a hipótese:  $H_1$ , pois há uma relação significativa entre o DE e a EC. De modo geral, os resultados indicam que, sem considerar os determinantes em nível país, a *Trade-Off* fornece maior suporte teórico para essa relação, já que espera um sinal positivo, pois a maior lucratividade diminui os custos esperados de dificuldades financeiras e permite à firma aumentar os benefícios fiscais, ampliando a alavancagem contábil.

Sem reconhecer o aspecto institucional dos países quanto a Liberdade Econômica, não se pode deixar de constatar que o resultado das Tabelas 6 e 7 pode ser explicado pela teoria *Trade-Off*, uma vez que as empresas rentáveis fazem maior uso do volume de dívidas, já que elas se beneficiariam da dedutibilidade tributária dos juros (Modigliani & Miller, 1963). Assim, mesmo com alto desempenho econômico, as empresas da amostra optam por não utilizar seus recursos internos (DE) para as decisões de financiamento, recorrendo ao recurso de terceiros.

A Tabela 8, além de reconhecer a influência da evolução temporal e dos determinantes em nível empresa na EC (ALAV\_1 e ALAV\_2), apresenta o efeito moderador da Liberdade Econômica nessa relação por meio das Equações 3 e 4. Esse processo permite verificar a robustez dos resultados ao adotar uma outra fórmula que represente a Alavancagem Contábil.

Quanto ao nível empresa, as Equações 3 e 4 indicam que o DE impacta negativamente ao nível de 1% na EC, achado semelhante ao reportado por Kayo e Kimura (2011), que evidenciam o suporte teórico da POT como explicação para os menores níveis de endividamento das empresas mais rentáveis. Quanto ao nível país, essas equações permitem observar que há moderação da Liberdade Econômica sobre a influência entre o DE e a EC. Assim, não se pode rejeitar a hipótese  $H_2$ , pois a Liberdade Econômica modera a relação entre o DE e a EC.

**Tabela 8**  
*Regressão das Equações 3 e 4*

Variáveis	Variável dependente: ALAV_1		Variável dependente: ALAV_2	
	Equação 3		Equação 4	
Efeitos fixos	Coefficiente	Estatística z	Coefficiente	Estatística z
Nível 1 (tempo)				
Intercepto	0,744737***	38,58	0,233698***	11,63
YEAR	0,006452***	8,04	0,004817***	5,72
Nível 2 (empresa)				
DE	-0,836437***	-6,22	-0,623619***	-4,43
CRE	0,044932***	7,93	0,013262***	2,49
RIS	-0,679997***	-15,63	-0,864155***	-22,69
TAM	0,000395***	14,87	0,000506***	17,57
TAN	-0,009460	-0,83	-0,168265***	-13,90
Nível 3 (país)				
LE	-0,004521***	-18,65	-0,000669***	-2,69
DE x LE	0,011660***	6,52	0,009248***	4,97
Coeficiente de Determinação				
Nível 3 (tempo, empresa e país)	0,0938		0,1060	
R <sup>2</sup>	0,0938		0,1060	
Coefficiente de correlação intraclasse	ICC	Erro-padrão	ICC	Erro-padrão
Nível 1 (tempo)	0,000754	0,000617	0,000684	0,000580
Nível 2 (empresa)	0,931817	0,008148	0,883089	0,006525
Nível 3 (país)	0,153128	0,09802	0,061974	0,043619
Teste de verificabilidade	Qui-quadrado	p-valor	Qui-quadrado	p-valor
Test LR (HLM3 x Linear)	21.830,09	0,0000	18.792,42	0,0000
Observações	17.218		17.212	

Em relação ao ICC observado na Equação 3, percebe-se que, a correlação entre a *ALAV\_1* das empresas das Américas, para um mesmo país, é de 15,31%. Esse achado é decorrente da heterogeneidade das firmas que compuseram a amostra analisada entre os países. A correlação entre a *ALAV\_1*, para uma mesma empresa de um determinado país foi de, aproximadamente, 93,18%. Ou seja, enquanto essa EC é pouco correlacionada entre os países, ela é moderadamente correlacionada para empresas provenientes de um determinado país.

Na Equação 3 e 4, os modelos que reconhecem o nível 3 (país) apresentam uma melhoria em relação aos primeiros modelos representados na Tabela 6 e 7, explicando aproximadamente 9,38% da variação na *ALAV\_1* e 10,60% da variação na *ALAV\_2*. Ao reconhecer o nível país, as Equações 3 e 4 permitem observar que as variáveis de controle em

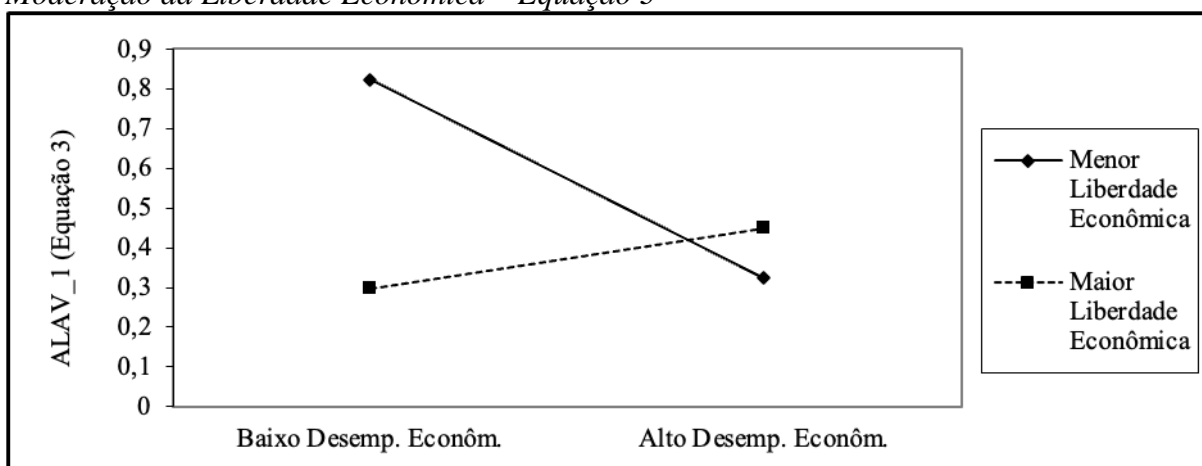
nível empresa mantém os sinais das relações reportadas no nível 2, conforme evidenciado na Tabela 8.

#### 4.2 Discussão dos Resultados

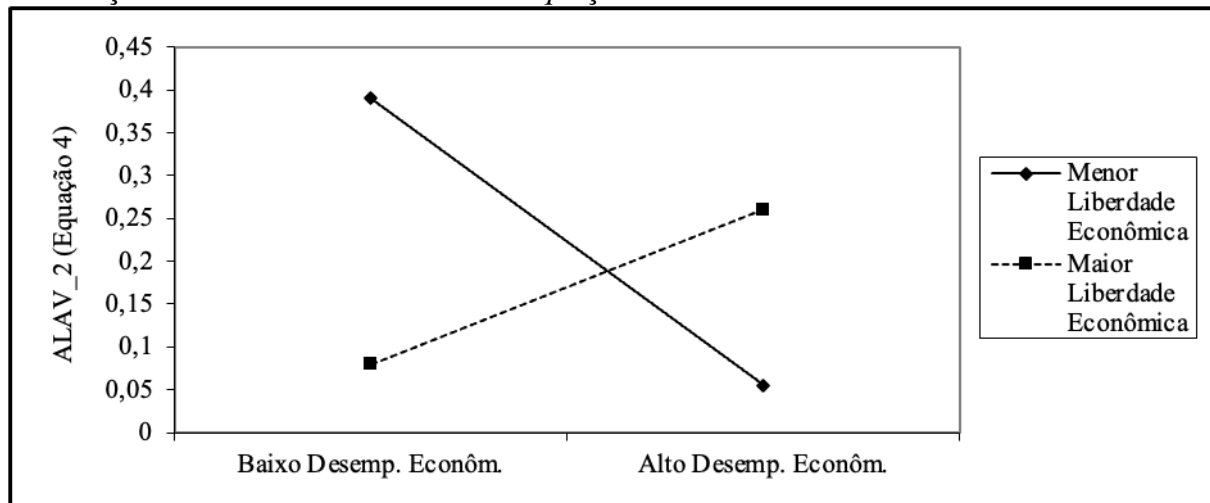
Conforme as Figuras 2 e 3, os resultados indicam que as empresas que operam em países com menor Liberdade Econômica provavelmente estão mais expostas a restrições de crédito e, conseqüentemente, preferem usar fundos internos ao invés de dívida para financiar suas opções de financiamento, conforme presume a POT (Myers & Majluf, 1984). Esse resultado reforça os achados de Bernardo et al. (2018), que ressaltam a importância do ambiente institucional e seus reflexos sobre as decisões financeiras das empresas.

Por outro lado, as organizações localizadas em países com maior Liberdade Econômica perseguem uma EC pré-estabelecida, isto é, quanto maior o DE das firmas, mais elas teriam motivos para recorrerem ao endividamento e com isso tentar diminuir a carga tributária, devido à dedutibilidade dos juros do lucro tributável (Fama & French, 2002). Esse resultado indica a importância de o governo garantir a Liberdade Econômica dos indivíduos/empresários, de forma a diminuir as barreiras ao comércio (Arévalo & Meurer, 2021).

**Figura 2**  
*Moderação da Liberdade Econômica – Equação 3*



**Figura 3**  
 Moderação da Liberdade Econômica – Equação 4



Através das Figura 2 e 3, observa-se que, em países de menor Liberdade Econômica, o incremento do DE é prejudicial à EC. Ademais, observa-se que empresas que operam em países com maior Liberdade Econômica conseguem inverter a influência dessa relação para um sinal positivo. Esses achados são estatisticamente significativos ao nível de 1%, sendo que a inversão dessa relação é potencializada na Equação 4 ao retratar a variável dependente Alavancagem Contábil 2 em relação a Equação 3.

Portanto, ao analisar as hipóteses propostas, ilustradas na figura 1, pode-se confirmar as hipóteses: H<sub>1</sub>, pois há uma relação significativa entre o DE e a EC (conforme estimativas da Equação 1 e 2); H<sub>2</sub>, pois a Liberdade Econômica modera a relação entre o DE e a EC (estimativas da Equação 3 e 4). Além disso, os achados evidenciados sugerem uma maior adequação à teoria *Trade-Off* quando não se considera o nível país. Entretanto, ao considerar a variável Liberdade Econômica, a POT fornece maior suporte teórico, já que as finanças internas são empregadas em primeira instância, mediante preferência hierárquica.

Os resultados fornecem robustez quanto a influência negativa da Liberdade Econômica na Estrutura de Capital, pois em todos os testes (Tabela 8) a relação manteve o sinal. De forma análoga, Kayo e Famá (2004) justificam que as empresas tendem a se



endividar menos quando existem boas oportunidades de crescimento. Como a Liberdade Econômica também é um indicador associado as oportunidades de negócios, acredita-se que empresas situadas em países mais livres economicamente possuem menor dependência de capital externo (Ferreira & Malanski, 2023).

A relevância da Liberdade Econômica enquanto imagem de um país desencadeia implicações na relação entre Desempenho Econômico e Estrutura de Capital, pois esse índice está ligado a intervenção governamental no mercado, bem como a boa ação judicial do governo para fazer frente a corrupção (Harkati et al., 2019; Mendonça et al., 2019). Assim, o ambiente institucional de um país, como a Liberdade Econômica, incentiva as empresas recorrerem a dívidas, enquanto, na repressão econômica, elas são forçadas a diminuir sua alavancagem contábil por meio da utilização de recursos internos (DE). Esse resultado é semelhante ao de Pamplona et al. (2021), que enfatizam a naturalidade da mudança no endividamento das organizações conforme a transição do período de prosperidade para de crise econômica.

Os resultados trazem luz às empresas sobre as vantagens de atuarem em ambientes de negócios propícios que promovam estratégias em relação as decisões de financiamento conforme aspectos mensurados pela Liberdade Econômica. Torna-se possível reconhecer que a Estrutura de Capital é constantemente impactada pela liberalização econômica e comercial, programas de privatização atraentes, a adoção de padrões internacionais de negócios e a melhoria na qualidade das instituições e no ambiente político. Portanto, esses achados são relevantes para os gestores e acionistas que demandam capital de terceiros para financiar suas atividades, assim como para os credores que necessitam reduzir seus riscos de crédito.

## 5 CONCLUSÕES

Este estudo teve por objetivo analisar o efeito da Liberdade Econômica na relação entre o DE e a EC das companhias listadas nas bolsas de valores das Américas. Enquanto os pressupostos teóricos da POT sugerem que o DE e a EC apresentam uma relação negativa, devido a hierarquia de fontes de financiamento, a *Trade-Off* espera uma relação positiva. Para investigar o sinal dessas relações, fez-se uso de informações econômicas, financeiras e de mercado referentes às empresas extraídas da *Refinitiv Eikon*, bem como de indicadores de Liberdade Econômica coletadas da *The Heritage Foundation*.

As referidas relações foram analisadas à luz das Teorias de Finanças de EC, em que se busca compreender as decisões de financiamento das empresas. Para tanto, as medidas adotadas mediante literatura de DE e de EC foram utilizadas para verificar o efeito moderador da Liberdade Econômica nas empresas de capital aberto das Américas.

Como principais resultados, verifica-se que, sem considerar a Liberdade Econômica, há uma relação positiva e significativa entre o DE e a EC, conforme esperado pela *Trade-Off*, indicando que a empresa está se direcionando a uma meta definida de uma relação dívida/valor. Entretanto, ao reconhecer o efeito moderador da Liberdade Econômica, essa relação passa a ser negativa, como presume a POT, já que há menores níveis de endividamento para as empresas mais rentáveis. Ademais, constata-se que as variáveis em nível empresa e as variáveis em nível país são importantes determinantes da EC das empresas. Contudo, as variáveis de firma explicam um maior percentual de variância da EC.

Quanto às variáveis de controle, empresas maiores e com maior crescimento de vendas possuem maior capacidade de financiamento e, conseqüentemente, maior alavancagem devido a sua menor probabilidade de *default*. Por outro lado, as empresas com maior tangibilidade e risco de negócios terão menor capacidade de financiamento, pois a variabilidade do lucro é uma estimativa da capacidade da empresa de pagar por suas obrigações fixas.

As regressões que reconhecem o nível país apresentam uma melhoria em relação aos primeiros modelos, explicando aproximadamente 9,38% da variação na ALAV\_1 e 10,60% da variação na ALAV\_2. Apesar da Liberdade Econômica possuir menor poder explicativo quanto comparado com as variáveis em nível empresa, Kayo e Kimura (2011) destacam a importância de considerar as características de países, pois apesar dessas características variam menos do que a alavancagem das firmas ao longo do tempo, ainda há muito a ser feito para análise dos efeitos de fatores institucionais e macroeconômicos sobre a EC das empresas.

O estudo indica a importância de o governo garantir a Liberdade Econômica dos indivíduos/empresários, de forma a diminuir as barreiras ao comércio, à corrupção e ao financiamento, promovendo uma estabilidade política por meio de indicadores de governança e de aspectos institucionais. Ademais, sugere-se que os Diretores Executivos exijam maior Liberdade Econômica para buscar junto aos *stakeholders* maiores oportunidades de crescimento, por meio da redução à exposição a riscos.

Este estudo não abordou a escolha da fonte da dívida, como dívida de títulos *versus* dívida bancária, bem como seu vencimento. Assim, as especificidades da escolha da EC conforme o desempenho e as questões macroeconômicas não foram intensamente investigadas, constituindo-se tema para novas pesquisas. Pesquisas futuras podem utilizar dados trimestrais, bem como estender o tempo analisado para abranger períodos turbulentos e de crescimento econômico.

Os resultados podem ser relevantes para os agentes do mercado de capitais, ao analisar os determinantes da EC considerando a Liberdade Econômica dos países, de forma a contribuir para a análise da geração de valor para os acionistas de companhias em diferentes países. Ademais, os achados apontam a importância de fortalecer os aspectos institucionais sobre a EC das empresas, fundamentando a elaboração de políticas que ampliem o acesso ao financiamento e a proteção aos credores, acionistas e investidores em geral.

## REFERÊNCIAS

- Aras, G., & Yildirim, F. M. (2021). Development of capitals in integrated reporting and weighting representative indicators with entropy approach. *Social Responsibility Journal*, 18(3), 551-572. <https://doi.org/10.1108/SRJ-11-2020-0447>
- Arévalo, J. L. S. & Meurer, R. M. (2021). O papel do indicador de liberdade econômica e corrupção na atração de investimento: uma abordagem para países de América do Sul. *Revista de Globalización, Competitividad y Gobernabilidad*, 15(1), 34-49. <https://doi.org/10.3232/GCG.2021.V15.N1.01>
- Artica, R. P., Brufman, L., & Saguí, N. (2019). Por que as empresas latino-americanas retêm muito mais caixa do que costumavam reter? *Revista Contabilidade & Finanças*, 30, 73-90. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201805660>
- Attílio, L. A. (2020). Liberdade Econômica e Crescimento (1970–2014). *Revista Brasileira de Economia*, 74(1), 23–48. <https://doi.org/10.5935/0034-7140.20200002>
- 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). <https://doi.org/10.1590/S1678-69712009000600005>
- Bernardo, C. J., Albanez, T., & Securato, J. R. (2018). Fatores macroeconômicos e institucionais, composição do endividamento e estrutura de capital de empresas Latino-Americanas. *BBR. Brazilian Business Review*, 15, 152-174. <https://doi.org/10.15728/bbr.2018.15.2.4>
- Bittencourt, W. R., & Albuquerque, P. H. M. (2018). Estrutura de capital: uma revisão bibliográfica das publicações dos periódicos nacionais. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(34), 94-114. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2018v15n34p94>

- Blau, B. (2017). Economic freedom and crashes in financial markets. *J. Int. Financ. Markets Inst. Money*, 47, 33–46. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.11.010>
- Brown, S., Dutordoir, M., Veld, C. & Merkoulova, Y. V. (2019). What is the role of institutional investors in corporate capital structure decisions? A survey analysis. *Journal of Corporate Finance*, 58(1), 270-286. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.05.001>
- Çam, İ., & Özer, G. (2021). Institutional quality and corporate financing decisions around the world. *The North American Journal of Economics and Finance*, 57, 101401. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2021.101401>
- Correa, C., Basso, L. C., & Nakamura, W. T. (2007). What determines the capital structure of the largest Brazilian firms? An empirical analysis using panel data. *An Empirical Analysis Using Panel Data*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.989047>
- Diniz, R. de C. de L., Formigoni, H., & Segura, L. C. (2020). Economic freedom and business profitability. *56th International Scientific Conference on Economic and Social Development*, 170-180. <https://search.proquest.com/openview/87d612578e42a561790b065f5d114a68/1?pq-origsite=gscholar&cbl=2033472>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33. <https://www.jstor.org/stable/2696797>
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017) *Manual de análise de dados: Estatística e Modelagem Multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. (1a. ed.) Rio de Janeiro: Elsevier.
- Ferreira, L. B. G. R. (2022). Liberdade Econômica e Estrutura de Capital: características bibliométricas na área de Negócios, Gestão e Contabilidade. *CONTABILOMETRIA - Brazilian Journal of Quantitative Methods Applied to Accounting, Monte Carmelo*,

9(2), 126-140.

<https://revistas.fucamp.edu.br/index.php/contabilometria/article/view/2628>

- Ferreira, L. B. G. R., & Malanski, L. K. (2023). Economic Freedom and Environmental, Social, Governance Practices: An Analysis of the Financial Sector in the Americas. *Brazilian Business Review*. <https://doi.org/10.15728/bbr.2021.1125.en>
- Forte, R., & Botelho, A. (2020). Debt–performance relationship and firms' international trade activities. *Managerial Finance*. <https://doi.org/10.1108/MF-04-2020-0162>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217-248. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00252-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00252-0)
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important? *Financial management*, 38(1), 1-37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>
- Graafland, J. (2019). Economic freedom and corporate environmental responsibility: The role of small government and freedom from government regulation. *Journal of Cleaner Production*, 218, 250-258. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.01.308>
- Harkati, R., Alhabshi, S. M., & Kassim, S. (2019). Influence of economic freedom and its subcomponents on risk-taking behavior: evidence from dual banking system of Malaysia. *Review of Behavioral Finance*. <https://doi.org/10.1108/RBF-09-2019-0119>
- Kayo, E. K., & Famá, R. (2004). A estrutura de capital e o risco das empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 39(2). <http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/V3902164.pdf>
- Kayo, E. K., & Kimura, H. (2011). Hierarchical determinants of capital structure. *Journal of Banking & Finance*, 35(2), 358-371. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.08.015>

- Mendonça, F. F., Martins, H. C., & Terra, P. R. (2019). Estrutura de Capital e Mecanismos de Governança Externos à Firma: Uma Análise Multipaís. *Revista de Administração Contemporânea*, 23, 765-785. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2019190109>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443. <https://www.jstor.org/stable/1809167>
- 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Pamplona, E., Nakamura, W. T., & da Silva, T. P. (2021). Determinantes da estrutura de capital de empresas industriais brasileiras nos períodos de prosperidade e crise econômica. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 40(2), 135-152. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v40i2.51874>
- Pereira, A. D., & Louvet, P. (2011). O efeito moderador do dinamismo ambiental sobre a relação entre estrutura de capital e rentabilidade. *Revista de Administração UNIMEP*, 49-72. <https://doi.org/10.15600/1679-5350/rau.v9n1p49-72>
- Rajan, R., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Rihab, B. A. (2012). Institutional determinants of financing decisions of firms: the case of transition economies. *Journal of Emerging Trends in Economics and Management Sciences*, 3(1), 51-63. <https://journals.co.za/doi/abs/10.10520/EJC132606>
- Saccone, D. & Deaglio, M. (2019). Poverty, emergence, boom and affluence: a new classification of economies. *Econ Polit*, 37, 267–306. <https://doi.org/10.1007/s40888-019-00166-4>

*The Heritage Foundation.* (2021). 2021 Index of Economic Freedom: After Three Years of Worsening Trade Freedom, Countries Should Recommit to Lowering Barriers.

<https://www.heritage.org/trade/report/2021-index-economic-freedom-after-three-years-worsening-trade-freedom-countries-should>

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>



## *Does Economic Freedom Moderate the Relationship between Profitability and Capital Structure?*

### **ABSTRACT**

**Objective:** To analyze the effect of Economic Freedom on the relationship between Profitability and Capital Structure of companies in the Americas.

**Method:** Descriptive, documentary research was conducted quantitatively through Hierarchical Linear Modeling. Secondary company data was taken from Refinitiv Eikon, while Economic Freedom information was collected from The Heritage Foundation. The relationships were verified considering the Pecking Order Theory and Trade-Off, and the countries were also analyzed according to the institutional variable of Economic Freedom. The research population consisted of countries in the Americas, which resulted in a final sample of 4,068 companies from 2014 to 2021.

**Originality/Relevance:** The study shows that the Economic Freedom of countries can change companies' financing decisions.

**Results:** Without considering Economic Freedom, there is a positive and significant relationship between Profitability and Capital Structure, as expected by the Trade-Off, indicating that the company is moving towards a defined target of a debt/value ratio. However, when recognizing the moderating effect of Economic Freedom, this relationship becomes negative, as the Pecking Order Theory presumes, since there are lower debt levels for the most profitable companies.

**Theoretical/Methodological contributions:** Indicates the importance of the government guaranteeing the Economic Freedom of individuals/entrepreneurs to reduce barriers to trade, corruption, and financing, promoting political stability through governance and institutional indicators.

**Keywords:** Capital Structure, Profitability, Economic Freedom, Pecking Order, Trade-Off.

---

Lucas Benedito Gomes  
Rocha Ferreira   
University of Blumenau,  
Santa Catarina, Brazil  
lucasbenegr@gmail.com

Adriana Kroenke   
University of Blumenau,  
Santa Catarina, Brazil  
akroenke@furb.br

---

Received: April 20, 2023  
Revised: August 15, 2023  
Accepted: October 03, 2023  
Published: February 15, 2024

