

Rentabilidade e alavancagem conservadora de empresas brasileiras¹

Profitability and conservative leverage of Brazilian companies

Camila Adam^{id}, Gleice C. L. Moreno^{id}, Matheus Andriani^{id} e Tarcísio Pedro Silva^{id}

Universidade Regional de Blumenau (Furb), Blumenau, SC, Brasil

Notas dos autores

Camila Adam é agora doutoranda em Ciências Contábeis e Administração pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau (Furb); Gleice C. L. Moreno é agora professora do Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Rondônia (Unir); Matheus Andriani é agora gerente administrativo na ARI Ltda.; Tarcísio Pedro Silva é agora professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Furb.

Correspondências sobre este artigo devem ser enviadas para Camila Adam, Rua Antônio da Veiga, 140, Itoupava Seca, Blumenau, Santa Catarina, Brasil, CEP 89030-903. *E-mail*: adam.camila1@gmail.com

Para citar este artigo: Adam, C., Moreno, G. C. L., Andriani, M., & Silva, T. P. (2023). Rentabilidade e alavancagem conservadora de empresas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie*, 24(4), 1–29. <https://doi.org/10.1590/1678-6971/eRAMF230278.pt>

¹ Agradecimentos à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (Capes) e ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq). O presente trabalho foi realizado com apoio da Capes – Código de Financiamento 001.



This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License.

This paper may be copied, distributed, displayed, transmitted or adapted for any purpose, even commercially, if provided, in a clear and explicit way, the name of the journal, the edition, the year and the pages on which the paper was originally published, but not suggesting that RAM endorses paper reuse. This licensing term should be made explicit in cases of reuse or distribution to third parties.

Este artigo pode ser copiado, distribuído, exibido, transmitido ou adaptado para qualquer fim, mesmo que comercial, desde que citados, de forma clara e explícita, o nome da revista, a edição, o ano e as páginas nas quais o artigo foi publicado originalmente, mas sem sugerir que a RAM endosse a reutilização do artigo. Esse termo de licenciamento deve ser explicitado para os casos de reutilização ou distribuição para terceiros.

Resumo

Objetivo: O estudo tem como objetivo analisar a relação entre a rentabilidade e a alavancagem conservadora das empresas brasileiras.

Originalidade/valor: O estudo contribui para a literatura ao investigar a rentabilidade como um determinante fundamental da alavancagem conservadora das empresas brasileiras, sendo possível entender se essa influência é baseada numa perspectiva de flexibilidade ou de restrição financeira.

Design/metodologia/abordagem: A pesquisa se caracteriza como descritiva, documental e quantitativa. A amostra do estudo foi constituída por 271 empresas de capital aberto e 8.823 empresas de capital fechado. Os dados foram coletados na base Refinitiv Eikon para o período entre 2012 e 2019 (oito anos). Para a análise dos dados, o estudo utilizou a regressão logística no *software* Stata.

Resultados: Os resultados indicam que, em média, 5,05% das empresas de capital aberto possuem alavancagem zero, e 29,08% das empresas de capital fechado possuem alavancagem contábil inferior a 5%. No contexto das empresas de capital aberto, quanto mais rentável a empresa, maior a probabilidade de apresentar alavancagem quase zero, corroborando a perspectiva da flexibilidade financeira. Já para as empresas de capital fechado que são menos rentáveis, há maior probabilidade de apresentarem alavancagem zero, o que coaduna com a perspectiva da restrição financeira.

Palavras-chave: rentabilidade, alavancagem conservadora, alavancagem zero, alavancagem quase zero, empresas brasileiras

Abstract

Purpose: The study aims to analyze the relationship between profitability and conservative leverage of Brazilian companies.

Originality/value: The study contributes to the literature by investigating profitability as a fundamental determinant of the conservative leverage of Brazilian companies, making it possible to understand whether this influence is based on a perspective of flexibility or financial constraint.

Design/methodology/approach: The research is characterized as descriptive, archival, and quantitative. The study sample consisted of 271 public companies and 8,823 private companies. Data were collected in the Refinitiv Eikon database between 2012 and 2019 (eight years). For data analysis, the study used logistic regression in Stata software.

Findings: The results indicate that, on average, 5.05% of public companies have zero leverage, and 29.08% of private companies have book leverage below 5%; in the context of public companies, the more profitable the company, the greater the probability of having almost zero leverage, corroborating the perspective of financial flexibility. Less profitable private companies are likelier to have zero leverage, which is consistent with the view of financial constraint.

Keywords: profitability, conservative leverage, zero leverage, almost zero leverage, Brazilian companies

INTRODUÇÃO

O número de empresas com alavancagem conservadora, ou seja, empresas sem dívidas ou com baixo nível de dívidas, aumentou consideravelmente nas últimas duas décadas, sendo um fenômeno considerado global (Bessler et al., 2013). Há algumas explicações para essa crescente prevalência de empresas com alavancagem conservadora, como a entrada de novas empresas no mercado de ações, que naturalmente têm menos dívidas (DeAngelo & Roll, 2015), e o aumento do risco de negócio das empresas, que, para não incorrerem em custos de emergência, procuram ficar livres de dívidas (Wei & Zhang, 2006; Bessler et al., 2013).

Na literatura, destacam-se dois principais motivos para o fenômeno da alavancagem conservadora: a flexibilidade financeira (Bessler et al., 2013; Huang et al., 2017) e a restrição financeira (Dang, 2013; Huang et al., 2017). Na perspectiva da flexibilidade financeira, a alavancagem conservadora pode ser entendida como uma posição conservadora da empresa com objetivo estratégico. Em contrapartida, pela restrição financeira a alavancagem conservadora é resultado de a empresa não ter capacidade de contrair empréstimos e enfrentar os custos da dívida (Moon et al., 2015).

A alavancagem conservadora pode ser entendida de duas formas: como um fenômeno de alavancagem contábil zero, ou seja, em que uma empresa não apresenta dívidas de longo e curto prazos, ou como um fenômeno de alavancagem contábil quase zero ou de baixa alavancagem, em que a empresa apresenta dívidas, mas com alavancagem contábil inferior a 5% (Strebulaev & Yang, 2013; Zhang & Gregoriou, 2019). Embora alguns estudos tenham apresentado informações relevantes sobre o assunto, como Strebulaev e Yang (2013), Bessler et al. (2013) e Dang (2013), faltam confirmações de quais fatores influenciam a ocorrência da alavancagem conservadora (Byoun & Xu, 2013).

Para compreender o comportamento da alavancagem em empresas europeias, Morais et al. (2021) estudaram o fenômeno da alavancagem conservadora, e as contribuições confirmaram que tanto a flexibilidade financeira quanto as restrições de acesso a crédito entre os diferentes países ocorrem quando a estrutura de capitais apresenta uma alavancagem conservadora.

Quando estudaram o ambiente das empresas norte-americanas, Devos et al. (2012) inferiram explicações de que as restrições de financiamento são determinantes para alavancagem conservadora, ao passo que as empresas com pouca dívida apresentam ativos totais menores, são mais jovens e possuem menos ativos intangíveis do que as alavancadas, sugerindo que ainda não desenvolveram uma reputação nos mercados de dívida.

Quando se analisa a perspectiva da flexibilidade financeira, a rentabilidade é um dos fatores-chave para a existência da alavancagem conservadora (Morais et al., 2021). Em seu estudo, Titman e Wessels (1988) estabeleceram empiricamente uma relação negativa entre rentabilidade e alavancagem. Corroborando essa ideia, Wong (2015) e Jermias e Yigit (2019) constataram que as empresas mais rentáveis são aquelas com menores níveis de alavancagem, pois a rentabilidade causa menor dependência de endividamento. Estudos que tratam especificamente sobre a alavancagem conservadora também apontam uma tendência de maior rentabilidade nas empresas com alavancagem conservadora em relação àquelas que são mais alavancadas (Byoun & Xu, 2013; Strebulaev & Yang, 2013; Devos et al., 2012).

Conforme dados do Banco Central do Brasil – BCB (2019), as empresas brasileiras possuem altos níveis de alavancagem, chegando, em média, a quase metade de seus ativos totais, apesar dos altos juros cobrados e do mercado acionário pouco desenvolvido se comparado a outros países. Para Bessler et al. (2013), é comum o maior nível de alavancagem das empresas em países onde a principal fonte de recursos são os bancos, como no caso do Brasil. A concentração bancária no país é alta: os cinco maiores bancos do Brasil detêm 81,2% dos ativos totais do segmento bancário comercial (BCB, 2019).

Apesar do alto índice de alavancagem das empresas brasileiras, as divulgações financeiras dos últimos anos indicam a ocorrência de alavancagem conservadora. Diante disso, com base nos estudos anteriores sobre a temática, que encontraram associação significativa e positiva entre a alavancagem conservadora e a rentabilidade, e dadas as características financeiras do país (sistema baseado em bancos), que indicam alta dependência de dívida, supõe-se que a alavancagem conservadora de uma empresa deva ser explicada por uma alta rentabilidade. Para tal argumento, utiliza-se a perspectiva da flexibilidade financeira, sendo um dos principais motivos indicados na literatura como influenciador da alavancagem conservadora em empresas de países emergentes, conforme Iliasov e Kokoreva (2018) e Yasmin e Rashid (2019).

Dado o exposto, com o entendimento de que existe relação entre a rentabilidade e a alavancagem conservadora, e considerando o contexto peculiar do Brasil, o objetivo do estudo é analisar a relação entre rentabilidade e alavancagem conservadora das empresas brasileiras. Para atender ao objetivo proposto, analisaram-se 271 empresas de capital aberto e 8.823 empresas de capital fechado brasileiras, num período de oito anos. Os dados foram analisados por meio de regressões logísticas no *software* Stata.

Os resultados da pesquisa indicam que, para as empresas de capital aberto, quanto maior a rentabilidade, maior a probabilidade da alavancagem



quase zero, suportando a perspectiva da flexibilidade financeira. As empresas de capital aberto, por estarem no contexto do mercado de ações, apresentam maior probabilidade de se tornarem empresas de alavancagem quase zero, visto que têm à sua disposição outras formas de financiar suas atividades, como a emissão de ações. Para as empresas de capital fechado, verificou-se que quanto menor a rentabilidade, maior a probabilidade da alavancagem zero, o que ampara a perspectiva da restrição financeira. Entende-se que empresas de capital fechado são mais dependentes de capital de terceiros e acabam não contraindo dívidas quando são restritas financeiramente.

Conforme El Ghouli et al. (2018), a alavancagem conservadora é mais proeminente em países desenvolvidos e de alta renda, pois apresentam condições favoráveis para tanto. Em virtude disso, a literatura sobre alavancagem conservadora está muito concentrada em países desenvolvidos, havendo poucos estudos abrangendo países emergentes, com destaque para Yasmin e Rashid (2019), que investigaram empresas do Paquistão, e Iliasov e Kokoreva (2018), que analisaram 21 países emergentes.

Diante disso, esta pesquisa procura fornecer evidências empíricas no contexto do Brasil como país emergente, escolhido por seu contexto divergir dos estudos anteriores, que investigaram países desenvolvidos, como Estados Unidos, Japão e países europeus (Strebulaev & Yang, 2013; Takami, 2016; Morais et al., 2021). Dessa forma, uma das justificativas deste estudo é o desenvolvimento da literatura empírica que trata sobre alavancagem conservadora e a rentabilidade em empresas de países emergentes, como o Brasil.

Destaca-se também que a literatura sobre alavancagem conservadora pesquisa em sua maioria empresas de capital aberto. Dessa forma, este estudo também contribui para a literatura ao trabalhar tanto com empresas de capital aberto quanto com empresas de capital fechado, mostrando as peculiaridades e as principais diferenças de cada tipo de empresa no que concerne à rentabilidade e ao fenômeno da alavancagem conservadora. Nesse contexto, é possível analisar o tipo de condição financeira promovido pelas características das empresas (capital aberto e fechado), ou seja, restrição financeira ou flexibilidade financeira, e como isso influencia a ocorrência da alavancagem conservadora.

FUNDAMENTOS DA HIPÓTESE DE PESQUISA

No contexto da estrutura de capitais, importantes estudos foram desenvolvidos (Modigliani & Miller, 1958, 1963; Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1984) com a expectativa de esclarecer quais teorias, razões ou critérios justi-



ficam uma política de financiamento em que as empresas possam reduzir os custos de transação e maximizar seus resultados.

A influente pesquisa desenvolvida por Modigliani e Miller (1958), que instigou outros pesquisadores a desenvolver estudos relativos à estrutura de capitais, apresentou que a maximização dos lucros e a maximização do valor de mercado da empresa independem dessa estrutura. Já o estudo de Modigliani e Miller (1963) reconhece a influência dos impostos na constituição da dívida e do lucro. Jensen e Meckling (1976) destacaram a influência dos custos de agência e dos conflitos de interesse decorrentes da existência de dívida na estrutura de capitais. Por sua vez, Myers (1984) menciona algumas reflexões sobre a estrutura de capitais, como a *static trade-off*, que busca balancear o risco de falência de altas cargas de dívidas com os benefícios fiscais do endividamento, e a *pecking order theory*, que ordena a preferência para financiar seus projetos internos, usando primeiro recursos próprios, segundo dívidas e por último a captação de recurso por meio da emissão de ações.

Na literatura, há certo entendimento de que as empresas com alavancagem conservadora não são consistentes com o que preconizam as teorias sobre estruturas de capitais (Dang, 2013; Lotfaliei, 2018). Conforme Bessler et al. (2013), nem a *trade-off theory* nem a *pecking order theory* são capazes de explicar por que tantas empresas adotam a alavancagem conservadora. No entanto, numa perspectiva alternativa, o estudo de Haddad e Lotfaliei (2019) indica que a teoria da *static trade-off* está alinhada com o fenômeno da alavancagem conservadora.

Em virtude da falta de apoio teórico proporcionado pelas principais teorias da estrutura de capitais para o fenômeno da alavancagem zero, os estudos sobre a temática têm utilizado abordagens alternativas para explicar o conservadorismo financeiro. Entre as principais vertentes investigadas, estão a restrição financeira e a flexibilidade financeira (Morais et al., 2020).

Em decorrência das contribuições empíricas, Strebulaev e Yang (2013) inferem que a alavancagem conservadora advém de empresas livres de dívidas ou com um nível de dívida reduzido durante certo período. Dessa forma, a alavancagem conservadora engloba dois conceitos de baixa alavancagem contábil: a alavancagem zero e a alavancagem quase zero. O fenômeno de alavancagem zero ocorre quando uma empresa não possui dívidas financeiras de curto ou longo prazo (Zhang & Gregoriou, 2019). Já o fenômeno de alavancagem quase zero ocorre quando uma empresa apresenta dívidas financeiras, no entanto em um nível muito baixo, com alavancagem contábil inferior a 5% (Strebulaev & Yang, 2013).



Strebulaev e Yang (2013), motivados pelo aumento do número das grandes empresas norte-americanas que encerravam o ano com ausência de dívidas de curto e longo prazos, concluíram que, em média, 10,2% delas seguem uma política de alavancagem zero. Ainda, encontraram evidências que sugere que as empresas sem dívidas são mais rentáveis que as demais, o que pode explicar a independência de endividamento. Para as empresas menores, a restrição ao crédito, como os altos juros cobrados pela ausência de um bom nível de ativos em garantia, também está associada à ausência de dívida.

Alinhado ao tema, Dang (2013) verificou que historicamente no Reino Unido o número de empresas com alavancagem zero é ainda maior que nos Estados Unidos. O seu principal achado foi que as empresas evitaram a contratação de dívida em anos em que os juros cobrados foram os mais altos. Estendendo a análise para uma amostra internacional composta por vários países, Bessler et al. (2013) constataram que o tipo do sistema jurídico dominante adotado no país influencia na adoção de uma política de alavancagem zero. Para países com sistema jurídico *common law*, cerca de 27% das empresas analisadas experimentaram, em algum dos anos analisados, a ausência de dívida, contra somente 10% nos países com sistema *civil law*.

Takami (2016), ao analisar o fenômeno no Japão, verificou que apenas 5,7% das empresas listadas experimentaram a alavancagem zero no período analisado. O seu principal achado foi que o sistema financeiro vigente no país tem relação direta com o fenômeno estudado. Em países com sistema financeiro baseado no mercado de capitais, ou seja, com o mercado acionário desenvolvido e com grande fluxo, como os Estados Unidos, o número de empresas sem dívida é maior do que nos países que têm nos bancos a principal fonte de contratação de dívidas, como o Japão.

De acordo com o BCB (2019), as empresas brasileiras estão, em média, com um endividamento na faixa de 47%. Esse número indica uma alta dependência das empresas brasileiras de crédito de todo tipo (bancário, subsidiado e de captação no mercado externo), apesar dos altos juros e do mercado acionário pouco desenvolvido no país. Como as empresas brasileiras apresentam um sistema financeiro baseado em bancos, é comum o maior nível de alavancagem (Bessler et al., 2013), contudo, mesmo com essa tendência, há indícios de alavancagem conservadora em empresas brasileiras.

Mais recentemente, Moraes et al. (2021), valendo-se de todos os achados dos estudos anteriores, verificaram que, entre os diversos países europeus, houve maior ocorrência do fenômeno da alavancagem zero em países que adotam o sistema jurídico *commow law* e possuem um sistema financeiro baseado no mercado de capitais. No que concerne às características das



organizações, a pesquisa verificou que tanto a restrição ao crédito causada pelo tamanho, pelo nível de tangíveis e pela flexibilidade financeira quanto os altos índices de rentabilidade estão associados à ocorrência da alavancagem zero.

Entre os estudos que tratam sobre a alavancagem conservadora, apontou-se uma tendência de maior rentabilidade nas empresas com alavancagem conservadora em relação àquelas que são alavancadas. No contexto de países desenvolvidos, Graham (2000) e Strebulaev e Yang (2013) trabalharam com empresas dos Estados Unidos e identificaram que aquelas com alavancagem conservadora são maiores e mais rentáveis. Investigando as empresas japonesas, Cui (2020) indicou que as empresas terão maior probabilidade de possuir alavancagem conservadora quando forem rentáveis e apresentarem ativos com menor tangibilidade.

Estudos com empresas de países emergentes também constataram relação entre a alavancagem conservadora e a rentabilidade. Em pesquisa desenvolvida em empresas de capital aberto da Turquia, o estudo de Jermias e Yigit (2019) constatou que a rentabilidade está negativa e significativamente associada à alavancagem, considerando que as empresas rentáveis tendem a usar menos financiamento por dívida, pois são capazes de acumular grande quantidade de lucros. E analisando as empresas do Paquistão, o estudo de Yasmin e Rashid (2019) verificou que as empresas com alavancagem conservadora também são mais rentáveis.

Dessa forma, o alinhamento desta pesquisa, utilizando a vertente da flexibilidade financeira, infere que a rentabilidade pode estar relacionada com a alavancagem contábil. Tal condição busca amparo na pesquisa de Titman e Wessels (1988), que afirmou haver relação negativa entre a rentabilidade e a alavancagem das empresas. No estudo de Wong (2015), também se considerou que existe uma relação inversa entre a alavancagem e a rentabilidade das empresas.

Com base nos resultados dos estudos anteriores realizados em outros países e considerando a dependência do crédito bancário pelas empresas brasileiras, supõe-se que somente as empresas com alto nível de rentabilidade podem ter tamanha flexibilidade financeira a ponto de se tornarem independentes de recursos externos, apresentando consequentemente alavancagem conservadora, como alavancagem zero ou alavancagem quase zero. Por isso, destacamos a seguinte hipótese de pesquisa:

- H1: A rentabilidade está positivamente relacionada à alavancagem conservadora das empresas brasileiras.

METODOLOGIA DA PESQUISA

A pesquisa se caracteriza como descritiva, documental e quantitativa. A população do estudo foi composta pelas 497 empresas de capital aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores B3 e por 39.320 empresas de capital fechado (empresas S. A. de capital fechado e empresas de grande porte) que possuem dados disponíveis na base Refinitiv Eikon.

Após a exclusão das empresas do setor financeiro, a amostra do estudo foi constituída por 271 empresas de capital aberto e 8.823 empresas de capital fechado. Obtiveram-se os dados sobre as empresas na base Refinitiv Eikon. Coletaram-se os dados para o período entre 2012 e 2019 (oito anos). O estudo trabalhou com dados desbalanceados, totalizando 22.687 observações.

Na Tabela 1, apresentam-se as variáveis utilizadas no estudo, bem como a descrição e definição delas.

Tabela 1
Especificação das variáveis

Variáveis	Definição	Autores-base
Variáveis dependentes		
Alavancagem contábil (AC)	Dívidas onerosas/ativo total	
Alavancagem zero (AZ)	<i>Dummy</i> (1 se AC for igual a zero em determinado ano, e 0 caso contrário)	
Alavancagem quase zero – até 1% (AQZ1)	<i>Dummy</i> (1 se AC for igual ou inferior a 1% em determinado ano, e 0 caso contrário)	Strebulaev e Yang (2013)
Alavancagem quase zero – até 5% (AQZ5)	<i>Dummy</i> (1 se AC for igual ou inferior a 5% em determinado ano, e 0 caso contrário)	
Variável independente		
Rentabilidade (RENT)	EBIT/ativo total	Strebulaev e Yang (2013) e Morais et al. (2021)
Variáveis de controle		
<i>Cash holdings</i> (CASH)	Caixa e investimentos de curto prazo/ativo total	El Ghoul et al. (2018)

(continua)

Tabela 1 (conclusão)
Especificação das variáveis

Variáveis	Definição	Autores-base
Variáveis de controle		
Crescimento das vendas (CRES)	$\left(\frac{\text{Vendas totais}_t}{\text{Vendas totais}_{t-1}} \right) - 1$	Ghose e Kabra (2016)
<i>Earnings volatility</i> (EVOL)	Volatilidade da rentabilidade (desvio-padrão de três anos)	Strebulaev e Yang (2013)
Tamanho (TAM)	Log ativo total	
Tangibilidade (TANG)	Ativo imobilizado líquido/ativo total	
<i>Uniqueness</i> (UNI)	Despesas com vendas, gerais e administrativas/vendas líquidas	Ghose e Kabra (2016)

Fonte: Elaborada pelos autores.

Conforme Tabela 1, as variáveis dependentes do estudo estão relacionadas à alavancagem conservadora, como alavancagem zero (AZ), alavancagem quase zero em até 1% (AQZ1) e alavancagem quase zero em até 5% (AQZ5). Para o cálculo da alavancagem contábil, o estudo considerou o valor das dívidas onerosas (empréstimos e financiamentos de curto e longo prazos, e debêntures) em razão dos ativos totais, conforme Strebulaev e Yang (2013). A variável independente do estudo é a rentabilidade (RENT), mensurada a partir do EBIT em razão do ativo total. Quanto às variáveis de controle, utilizaram-se *cash holdings* (CASH), crescimento das vendas (CRES), *earnings volatility* (EVOL), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG) e *uniqueness* (UNI).

Na análise dos resultados, utilizou-se como base o estudo de Moraes et al. (2021) para empregar as variáveis rentabilidade (RENT), *cash holdings* (CASH) e crescimento das vendas (CRES), como *proxy* para a flexibilidade financeira, e as variáveis tamanho (TAM) e tangibilidade (TANG), como *proxy* para a restrição financeira.

Utilizou-se o conceito de alavancagem conservadora com o intuito de trazer melhores análises ao estudo, visto que engloba três níveis de alavancagem conjuntamente (AZ, AQZ1 e AQZ5). E conforme Byoun e Xu (2013), empresas sem dívidas e com baixa alavancagem possuem características diferentes. O estudo de Strebulaev e Yang (2013) também trabalhou com mais de um nível de alavancagem conservadora além da alavancagem zero,

com o intuito de verificar se as empresas que não apresentam alavancagem zero também perseguem um nível baixo de alavancagem.

Quanto à análise dos dados, o estudo aplicou a regressão logística para o teste da hipótese, utilizando-se do *software* Stata. Para as regressões, foram consideradas algumas medidas de ajustamento do modelo, como o Pseudo R² e o Teste de Hosmer-Lemeshow (Fávero et al., 2009).

Para a regressão logística, utilizaram-se os seguintes modelos:

$$AZ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RENT_{i,t} + \beta_2 CASH_{i,t} + \beta_3 CRES_{i,t} + \beta_4 EVOL_{i,t} + \beta_5 TAM_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 UNI_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

$$AQZ1_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RENT_{i,t} + \beta_2 CASH_{i,t} + \beta_3 CRES_{i,t} + \beta_4 EVOL_{i,t} + \beta_5 TAM_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 UNI_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

$$AQZ5_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RENT_{i,t} + \beta_2 CASH_{i,t} + \beta_3 CRES_{i,t} + \beta_4 EVOL_{i,t} + \beta_5 TAM_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 UNI_{i,t} + \varepsilon \quad (3)$$

Para cada um dos modelos, equações 1, 2 e 3, realizaram-se três análises diferentes, considerando todas as empresas, apenas as empresas de capital aberto e apenas as empresas de capital fechado. Dessa forma, foi possível analisar se a relação estudada apresenta diferentes efeitos quando se consideram separadamente o contexto das empresas de capital aberto e o das empresas de capital fechado.

Além dessas análises, o estudo realizou o teste t para verificar se há diferenças entre empresas de capital fechado e de capital aberto quanto às variáveis analisadas. As análises adicionais foram motivadas também com o intuito de verificar se as empresas de capital fechado são mais conservadoras do que as empresas de capital aberto em relação à dívida, visto que essas não estão expostas ao ambiente do mercado de ações, não necessitando sinalizar ao mercado por meio do endividamento a perspectiva de investimentos futuros da empresa.

Em virtude do recorte utilizado, o estudo apresenta certas limitações metodológicas. Assim, os resultados deste estudo não podem ser generalizados para todas as configurações de empresa, apenas para as de capital aberto e fechado que apresentam alavancagem conservadora e sejam não financeiras.

ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta seção é destinada à análise dos resultados. A Tabela 2 apresenta o resultado do teste t entre as empresas que apresentam alavancagem conservadora (alavancagem zero e alavancagem quase zero) e aquelas que não apresentam.

Tabela 2
Estatística descritiva

	Com alavancagem conservadora (AZ, AQZ1 e AQZ5)	Sem alavancagem conservadora	Teste t
Variável	Média		
RENT	0,124	0,108	0,016***
CASH	0,176	0,144	0,031**
CRES	0,147	0,094	0,053***
EVOL	0,104	0,103	0,001
TAM	18,180	18,368	-0,187***
TANG	0,238	0,268	-0,030***
UNI	0,234	0,203	0,030***

Fonte: Elaborada pelos autores.

Nota. RENT: rentabilidade; CASH: *cash holdings*; CRES: crescimento das vendas; EVOL: *earnings volatility*; TAM: tamanho; TANG: tangibilidade; UNI: *uniqueness*.

Verifica-se que as empresas com alavancagem conservadora apresentam diferenças significativas ao nível de 1% com as empresas sem qualquer política financeiramente conservadora, em relação a rentabilidade, *cash holdings*, crescimento das vendas, tamanho, tangibilidade e *uniqueness*. Nesse sentido, empresas que adotam uma política de alavancagem conservadora (alavancagem zero ou quase zero) tendem a ser mais rentáveis, apresentam maior liquidez, oportunidade de crescimento e produtos mais especializados. Contudo, são empresas menores em relação aos ativos e menos tangíveis. Esses resultados corroboram os estudos de Ghose e Kabra (2016) e Morais et al. (2020), que apontam que as empresas financeiramente conservadoras são, em geral, menores, com menor tangibilidade, retêm mais caixa, apresentam taxa de crescimento superior e atuam de forma mais expressiva com produtos especializados.

Como o estudo trabalha com empresas de capital aberto e fechado, a Tabela 3 mostra a distribuição da amostra em relação ao tipo de empresa e as medidas de alavancagem contábil.

Tabela 3

Alavancagem conservadora por tipo de empresa

Tipo de empresa	AZ		AQZ1		AQZ5	
	N	%	N	%	N	%
Capital aberto (N = 1.723 observações)	87	5,05	127	7,37	219	12,71
Capital fechado (N = 20.964 observações)	260	1,24	1.474	7,03	6.096	29,08
Total (N = 22.687 observações)	347	1,53	1.601	7,06	6.315	27,84

Fonte: Elaborada pelos autores.

Nota. AZ: alavancagem zero; AQZ1: alavancagem quase zero (até 1%); AQZ5: alavancagem quase zero (até 5%).

Dentre o total de observações, 1,53% apresentou alavancagem zero; 7,06% apresentaram alavancagem quase zero (até 1%); e 27,84%, alavancagem quase zero (até 5%). Quanto às empresas de capital aberto, 5,05% apresentaram alavancagem zero, valor um pouco inferior ao verificado nas empresas norte-americanas (10,2%) (Strebulaev & Yang, 2013) e nas empresas do Reino Unido (12,18%) (Dang, 2013), que possuem um sistema financeiro baseado no mercado de capitais e são países desenvolvidos.

Em comparação com o Japão, que possui o mesmo sistema financeiro baseado em bancos do Brasil, a proporção da alavancagem zero das empresas brasileiras é muito parecida, e no Japão o percentual é de 5,7% (Takami, 2016). Ademais, 7,37% das empresas brasileiras de capital aberto apresentaram alavancagem quase zero (1%), e 12,71%, alavancagem quase zero (5%). Dessa forma, confirma-se o que traz o estudo de Bessler et al. (2013), que é comum o maior nível de alavancagem em empresas de países com sistema financeiro baseado em bancos, o que gera uma menor ocorrência de alavancagem zero.

Em relação às empresas de capital fechado, 1,24% apresentou alavancagem zero; 7,03% apresentaram alavancagem quase zero (1%); e 29,08%, alavancagem quase zero (5%). A partir desses resultados, verifica-se que, apesar de as empresas de capital fechado apresentarem em menor índice a

alavancagem zero, apresentam em maior proporção alavancagem contábil inferior a 5% do que as empresas de capital aberto.

Assim, pode-se entender que as empresas de capital aberto têm maior proporção de alavancagem zero por terem à disposição uma quantidade maior de fontes de recursos, como a capacidade de captar no mercado de capitais a partir da emissão de ações na Bolsa de Valores e, por isso, não dependem tanto de capital de terceiros, como é o caso das empresas de capital fechado, as quais dependem mais dos bancos para financiamento e empréstimos.

Com o propósito de verificar se há diferenças nas variáveis estudadas em companhias abertas e companhias fechadas, realizaram-se a análise descritiva e o teste t, conforme a Tabela 4.

Tabela 4

Análise descritiva e teste t das companhias abertas e fechadas

	Companhias fechadas		Companhias abertas		Teste t
	Média	Desvio-padrão	Média	Desvio-padrão	
AC	0,179	0,544	0,341	0,342	-0,161***
RENT	0,118	0,294	0,052	0,120	0,065***
CASH	0,108	0,141	0,122	0,111	-0,013***
CRES	0,153	0,790	0,160	1,178	-0,006
EVOL	0,109	0,409	0,045	0,080	0,063***
TAM	18,045	1,641	21,613	1,907	-3,568***
TANG	0,261	0,224	0,255	0,230	0,005
UNI	0,207	0,473	0,273	0,641	-0,066***
Observações		1.723		20.964	

Fonte: Elaborada pelos autores.

Nota. *** p < 0,01. AC: alavancagem contábil; RENT: rentabilidade; CASH: *cash holdings*; CRES: crescimento das vendas; EVOL: *earnings volatility*; TAM: tamanho; TANG: tangibilidade; UNI: *uniqueness*.

Observa-se que as empresas de capital fechado apresentam diferenças significativas ao nível de 1% com as empresas de capital aberto, em relação a alavancagem contábil, rentabilidade, *cash holdings*, *earnings volatility*, tamanho e *uniqueness*. Nesse sentido, empresas de capital fechado tendem a ser menos alavancadas e mais rentáveis e apresentam menor liquidez e rentabilidade mais instável. Quanto ao tamanho, as empresas de capital fechado tendem a ser menores e a apresentar menos singularidade nos produtos com que

trabalham. Destaca-se que as variáveis crescimento das vendas e tangibilidade não apresentaram diferenças significativas entre as empresas de capital aberto e fechado. A partir das diferenças apresentadas, verifica-se que o tipo da empresa (capital aberto ou fechado) pode influenciar nas variáveis estudadas.

Com o intuito de verificar se a alavancagem conservadora é um fenômeno duradouro nas empresas brasileira, realizou-se a análise da persistência da alavancagem zero e da quase zero para o período analisado, conforme a Tabela 5.

Tabela 5

Persistência da alavancagem conservadora

Duração (anos)	AZ		AQZ1		AQZ5	
	N	%	N	%	N	%
1	347	100	1.601	100	6.315	100
2	226	65,13	1.175	73,39	5.351	84,73
3	178	51,30	804	50,22	4.218	66,79
4	92	26,51	352	21,99	2.520	39,90
5	65	18,73	201	12,55	1.640	25,97
6	49	14,12	109	6,81	1.098	17,39
7	35	10,09	68	4,25	643	10,18
8	2	0,58	22	1,37	324	5,13

Fonte: Elaborada pelos autores.

Nota: AZ: alavancagem zero; AQZ1: alavancagem quase zero (até 1%); AQZ5: alavancagem quase zero (até 5%).

Verifica-se que maioria das empresas brasileiras adota a alavancagem conservadora por cerca de três anos a quatro anos consecutivos. Em relação às empresas que possuem alavancagem zero, cerca de 26% mantêm a política por quatro anos consecutivos e 10% por sete anos consecutivos. No que se refere às empresas que adotam a alavancagem quase zero em até 1%, cerca de 50% mantêm a política por quatro anos consecutivos e 1% mantêm por oito anos consecutivos. Sobre as empresas que possuem a alavancagem quase zero em até 5%, cerca de 40% mantêm a política por quatro anos consecutivos e 5% por oito anos consecutivos.

Desse modo, verifica-se que o fenômeno da alavancagem conservadora é atenuado com o passar do tempo, não sendo duradouro, em longo prazo, na maior parte das empresas brasileiras que adotam a política. No entanto, há

empresas, em menor número, que conseguem manter uma política de alavancagem conservadora por vários anos consecutivos, sendo provavelmente uma decisão estratégica pautada pela flexibilidade ou restrição financeira.

Com o intuito de verificar o fenômeno da alavancagem conservadora por setor, a Tabela 6 mostra a distribuição das empresas com alavancagem conservadora e a respectiva persistência por setor.

Tabela 6
Alavancagem conservadora por setor

Setor	AZ			AQZ1			AQZ5		
	N	%	P	N	%	P	N	%	P
Bens industriais (N = 7.951)	121	1,52	0,279	535	6,73	0,312	2.120	26,66	0,425
Consumo cíclico (N = 4.609)	68	1,48	0,436	331	7,18	0,369	1.364	29,59	0,452
Consumo não cíclico (N = 2.271)	18	0,79	0,222	128	5,64	0,298	516	22,72	0,414
Energia (N = 268)	4	1,49	0,125	25	9,33	0,280	85	31,72	0,404
Materiais básicos (N = 4.194)	42	1,00	0,262	289	6,89	0,324	1.319	31,45	0,462
Saúde (N = 746)	20	2,68	0,563	56	7,51	0,462	219	29,36	0,436
Tecnologia da informação (N = 1.357)	12	0,88	0,364	65	4,79	0,282	290	21,37	0,374
Utilidade pública (N = 839)	21	2,50	0,303	84	10,01	0,327	264	31,47	0,426
Imobiliário (N = 398)	40	10,05	0,644	84	21,11	0,473	128	32,16	0,494
Outros (N = 54)	1	1,85	0,125	4	7,41	0,500	10	18,52	0,425
Total	347	1,53		1.601	7,06		6.315	27,84	

Fonte: Elaborada pelos autores.

Nota. AZ: alavancagem zero; AQZ1: alavancagem quase zero (até 1%); AQZ5: alavancagem quase zero (até 5%). P: persistência média da alavancagem conservadora por setor. O cálculo da persistência foi baseado no estudo de Bessler et al. (2013), em que se analisa o maior período de alavancagem conservadora consecutiva da empresa em relação ao número de anos analisado. Na categoria "Outros", incluem-se as instituições, as associações e organizações, a atividade governamental e os serviços acadêmicos e educacionais.

Os resultados permitem inferir que o nível conservador de dívida tem maior representatividade nos setores imobiliário, de saúde, utilidade pública e energia. Por sua vez, os setores de consumo não cíclico e de tecnologia da informação foram os que apresentaram menor observação da alavancagem conservadora. Analisando a persistência da alavancagem conservadora nos setores, constata-se que os setores imobiliário, de materiais básicos e de saúde são os que mantêm por mais tempo, e de forma consecutiva, a política da alavancagem conservadora. Já os setores de energia, consumo não cíclico e tecnologia da informação são os que apresentam alavancagem conservadora de forma menos persistente ao longo dos anos.

Desse modo, os resultados coadunam com o estudo de Dang (2013), segundo o qual o conservadorismo extremo da dívida pode ser dependente do setor de atuação das empresas. Em relação aos setores imobiliário, de saúde e energia, o nível reduzido de dívidas pode ser explicado por lidarem com produtos exclusivos e especializados, conforme apontam Titman e Wessels (1988), pelo maior volume de reserva de caixa e por um cenário com maior oportunidade de crescimento (Morais et al., 2020). Além disso, políticas de fomento e de crédito podem ser explicações para os níveis diferenciados de conservadorismo de dívida entre os setores analisados, assim como sua persistência.

A Figura 1 apresenta a distribuição das empresas brasileiras com alavancagem conservadora por ano.

Observa-se que o fenômeno da alavancagem conservadora apresentou oscilações nas empresas brasileiras ao longo dos anos de 2012 a 2019. De forma geral, percebe-se uma tendência de crescimento da alavancagem conservadora entre os anos 2012 e 2016 e uma tendência de decréscimo entre os anos 2016 e 2019, principalmente quando se analisam a amostra total e as empresas de capital fechado.

Apesar de a alavancagem conservadora dar sinais de declínio nos últimos anos (2016-2019), verifica-se que o fenômeno teve períodos de constante crescimento nas empresas brasileiras, principalmente nas de capital fechado, o que coaduna com o observado em outros países, como Estados Unidos, Reino Unido, Japão e Paquistão (Strebulaev & Yang, 2013; Dang, 2013; Takami, 2016; Yasmin & Rashid, 2019).

O aumento do risco de negócio das empresas, ou seja, a volatilidade dos ativos, ocasionado pelo cenário de crise dos últimos anos, pode ser um fator que justifique o aumento da alavancagem conservadora nas empresas brasileiras, tanto para as de capital aberto quanto para as de capital fechado, que evitam a dívida para não incorrerem em custos de emergência (Wei & Zhang, 2006; Bessler et al., 2013).

Figura 1

Alavancagem conservadora por ano



Fonte: Elaborada pelos autores.

Nota: AZ: alavancagem zero; AQZ1: alavancagem quase zero (até 1%); AQZ5: alavancagem quase zero (até 5%).

A Tabela 7 mostra os resultados da regressão logística referentes aos modelos das equações 1, 2 e 3. Conforme os resultados, quando se analisam todas as empresas, constata-se que a alavancagem zero apresenta uma relação negativa (-0,563) e significativa ao nível de 1% com a rentabilidade. Quanto à alavancagem quase zero até 1%, constata-se uma relação negativa (-0,179) e significativa ao nível de 10% com a rentabilidade.

Tabela 7
Relação rentabilidade e alavancagem conservadora

	AZ ^a	AQZ1 ^a	AQZ5 ^a	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Variável independente												
RENT	-0,563*** (-2,950)	-0,291 (-0,360)	-0,404* (-1,860)	-0,179* (-1,890)	0,457 (0,680)	-0,137 (-1,400)	-0,058 (-1,020)	0,925* (1,700)	-0,027 (-0,470)			
Variáveis de controle												
CASH	2,643*** (8,920)	4,215*** (5,080)	2,066*** (5,980)	2,194*** (13,720)	3,605*** (4,870)	2,002*** (12,200)	2,713*** (24,600)	3,685*** (5,780)	2,664*** (23,840)			
CRES	-0,003 (-0,050)	-0,049 (-0,360)	-0,013 (-0,150)	0,059** (2,380)	-0,155 (-0,900)	0,065** (2,400)	0,057*** (3,320)	-0,180 (-1,210)	0,058*** (3,150)			
EVOL	0,008 (0,130)	-1,818 (-1,270)	0,035 (0,590)	0,027 (0,690)	0,322 (0,320)	0,034 (0,860)	-0,135* (-1,800)	1,937** (2,410)	-0,146* (-1,870)			
TAM	-0,083*** (-2,640)	-0,769*** (-9,150)	-0,026 (-0,680)	-0,054*** (-3,510)	-0,684*** (-10,220)	0,059*** (3,520)	-0,060*** (-6,510)	-0,509*** (-10,330)	0,063*** (6,350)			
TANG	-0,510* (-1,750)	-0,777 (-1,090)	-0,799** (-2,370)	-0,533*** (-3,930)	-0,007 (-0,010)	-0,687*** (-4,880)	-0,208*** (-2,820)	0,992*** (2,580)	-0,258*** (-3,450)			
UNI	0,163*** (3,400)	0,259** (2,450)	0,136** (2,200)	0,188*** (5,590)	0,211** (2,230)	0,186*** (5,240)	0,155*** (4,870)	0,172* (1,930)	0,166*** (4,690)			
Constante	-4,406*** (-5,100)	323,487*** (2,850)	-788,303*** (-11,280)	-2,590*** (-6,570)	154,062* (1,690)	-532,307*** (-17,930)	-0,328 (-1,410)	63,229 (0,910)	-314,393*** (-18,490)			

(continua)

Tabela 7 (conclusão)
Relação rentabilidade e alavancagem conservadora

	AZ ^a	2	3	4	5	6	7	8	AQZ5 ^a
1									9
Informações do modelo									
Efeitos fixos - setor	Sim			Sim					Sim
Efeitos fixos - ano	Sim			Sim					Sim
Observações	22.687	1.723	20.964	22.687	1.723	20.964	22.687	1.723	20.964
Prob > chi ²	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Pseudo R ²	0,1067	0,2931	0,0693	0,0663	0,2362	0,0538	0,0491	0,1687	0,0420

Fonte: Elaborada pelos autores.

Nota: * p < 0,1, ** p < 0,05, *** p < 0,01. ^a Variável *dummy*. As colunas 1, 4 e 7 apresentam os resultados para toda a amostra. As colunas 2, 5 e 8 apresentam os resultados para a subamostra das empresas de capital aberto. As colunas 3, 6 e 9 apresentam os resultados para a subamostra das empresas de capital fechado. AZ: alavancagem zero; AQZ1: alavancagem quase zero (até 1%); AQZ5: alavancagem quase zero (até 5%); RENT: rentabilidade; CASH: *cash holdings*; CRES: crescimento das vendas; EVOL: *earnings volatility*; TAM: tamanho; TANG: tangibilidade; UNI: *unicqueness*. O Teste de Hosmer-Lemeshow apresentou valor p superior a 0,05 para todos os modelos, indicando que não há diferenças significativas entre as frequências previstas e as observadas, ao nível de significância de 5%.

Dessa forma, quando se analisa toda a amostra, verifica-se que empresas com menor rentabilidade possuem maior probabilidade de apresentar alavancagem zero, ou seja, não ter endividamento financeiro. Os resultados são divergentes do estudo de Strebulaev e Yang (2013), que expõe que empresas que possuem alavancagem zero são mais rentáveis. No entanto, os resultados confirmam a vertente de restrição financeira dos estudos sobre a alavancagem zero, que considera que empresas que são restritas financeiramente têm maior probabilidade de ter alavancagem zero, visto que isso reduz as chances de conseguirem recursos com terceiros (Dang, 2013; Bessler et al., 2013; Morais et al., 2021).

Apesar de uma relação negativa e significativa ser encontrada entre alavancagem conservadora e rentabilidade para toda a amostra, constataram-se resultados distintos quando se analisaram as empresas de capital aberto e fechado separadamente. Para as empresas de capital aberto não houve relação significativa da alavancagem zero com a rentabilidade. Contudo, em relação à alavancagem quase zero até 5%, verificou-se uma relação positiva e significativa ao nível de 10% com a rentabilidade. Para as empresas de capital fechado, constatou-se relação negativa (-0,404) e significativa ao nível de 10% entre a alavancagem zero e a rentabilidade.

Dado o exposto, destaca-se que, para as empresas de capital aberto, a rentabilidade explica de forma significativa a ocorrência do fenômeno da alavancagem quase zero, indicando que quanto mais rentável a empresa, maior a probabilidade de apresentar alavancagem quase zero. Esse resultado coaduna com os estudos de Strebulaev e Yang (2013) e Morais et al. (2021), que verificaram, numa perspectiva de flexibilidade financeira, que a rentabilidade ajuda a explicar a ocorrência do fenômeno da alavancagem conservadora. Assim, as empresas de capital aberto apresentam alavancagem quase zero não por uma condição de restrição financeira, mas como uma escolha da gestão para preservar a capacidade de endividamento futura da empresa e assim conseguir investir em oportunidades futuras e manter uma boa reputação no mercado (Morais et al., 2020).

Além disso, essa relação positiva corrobora o entendimento de que os mercados de ações são mais favoráveis para as empresas sem ou com poucas dívidas, que é o caso das empresas de capital aberto (Byoun & Xu, 2013). Os achados também vão ao encontro do estudo de Huang et al. (2017), que descobriram que as empresas sem necessidades de financiamento externo têm maior probabilidade de se tornar empresas de alavancagem conservadora, sendo o caso das empresas de capital aberto, que têm à sua disposição outras formas de financiar suas atividades, como a emissão de ações.

Por sua vez, as empresas de capital fechado apresentam relação negativa e significativa entre a rentabilidade e a alavancagem zero, indicando que empresas menos rentáveis têm maior probabilidade de apresentar alavancagem zero. Tal resultado corrobora o estudo de Iliasov e Kokoreva (2018), que, apesar de investigar empresas de capital aberto, trabalhou com um contexto de 21 países emergentes e identificou que empresas com alavancagem conservadora são menos rentáveis.

A relação negativa entre rentabilidade e alavancagem conservadora nas empresas brasileiras de capital fechado pode ser explicada pelo sistema financeiro vigente no país, o bancário, que influencia na maior alavancagem das empresas, até porque os mercados de crédito são menos favoráveis para as empresas sem dívidas (Byoun & Xu, 2013). Como apenas empresas com restrições financeiras não seriam alavancadas, a alta rentabilidade incentiva o aumento da alavancagem nesse contexto (Bessler et al., 2013; Takami, 2016).

Dessa forma, os resultados quanto às empresas de capital fechado podem confirmar a vertente de restrição financeira da alavancagem conservadora, segundo a qual as empresas têm maior probabilidade de possuir alavancagem zero ou quase zero quando são restritas financeiramente, pois a capacidade de captação de recursos com terceiros dessas empresas é reduzida (Dang, 2013; Bessler et al., 2013; Morais et al., 2021). Nesse caso, empresas com baixa rentabilidade e menores teriam maior probabilidade de apresentar alavancagem conservadora, pois têm reputação inferior para contrair recursos de terceiros.

Além disso, as empresas de capital fechado diferem das empresas de capital aberto quanto à alavancagem conservadora, visto estas apresentam um maior custo de capital de dívida, gerando uma preferência por contratação de dívidas em relação ao financiamento do capital próprio. E como é mais custoso para as empresas de capital fechado reequilibrar seus índices de dívida, a alavancagem será mais sensível à rentabilidade (Brav, 2009).

Em relação às variáveis de controle, constatou-se que *cash holdings* apresentaram relação positiva e significativa com todos os modelos, indicando que empresas com maior liquidez têm maior probabilidade de apresentar alavancagem conservadora. Quanto ao crescimento das vendas, verificou-se uma relação positiva e significativa com a alavancagem quase zero até 1% e a alavancagem quase zero até 5%. Dessa forma, apresentar oportunidade de crescimento aumenta a probabilidade de as empresas apresentarem alavancagem conservadora, especialmente a alavancagem quase zero. O resultado dessas duas variáveis de controle corrobora a vertente da flexibilidade financeira. De acordo com a literatura, empresas com maior liquidez de caixa e

oportunidade de crescimento tendem a ser mais propensas a ser financeiramente conservadoras, com o intuito de terem condições de investir em boas oportunidades (Morais et al., 2020).

A variável *earnings volatility* apresentou relação negativa e significativa com a alavancagem conservadora quando se analisa toda a amostra ou as empresas de capital fechado. Contudo, verifica-se uma relação positiva quando se analisam as empresas de capital aberto. Nesse sentido, a instabilidade da rentabilidade aumenta a probabilidade de as empresas de capital aberto apresentarem alavancagem quase zero até 5% e reduz a probabilidade das empresas de capital fechado.

O tamanho e a tangibilidade apresentaram relação negativa e significativa com a alavancagem conservadora, indicando que quanto maiores o ativo total e os ativos fixos da empresa, menor a probabilidade de ocorrer o fenômeno da alavancagem conservadora. No entanto, algumas peculiaridades foram verificadas para as empresas de capital aberto e fechado. No que concerne às empresas de capital fechado, constatou-se que quanto maior o tamanho em relação aos ativos, maior a probabilidade de alavancagem quase zero. Para as empresas de capital aberto, constatou-se que quanto maior a tangibilidade, maior a probabilidade de alavancagem quase zero até 5%. De forma geral, os resultados quanto ao tamanho e à tangibilidade corroboram a vertente da restrição financeira. De acordo com a literatura, empresas maiores e com maior tangibilidade tendem a ser menos propensas a adotar políticas financeiramente conservadoras, pois apresentam condições mais favoráveis para a obtenção de dívidas (Morais et al., 2020). O estudo de Devos et al. (2012) constatou que as empresas com dívida zero são menores e com menos ativos intangíveis do que as alavancadas, sugerindo que essas empresas ainda não desenvolveram uma reputação nos mercados de dívida.

No tocante à variável *uniqueness*, constatou-se relação positiva e significativa com a alavancagem conservadora, indicando que empresas que trabalham com produtos muito singulares apresentam maior probabilidade de apresentar a alavancagem conservadora. Essa constatação corrobora os estudos de Titman e Wessels (1988) e Ghose e Kabra (2016), segundo os quais as empresas que trabalham com produtos exclusivos são mais propensas a adotar uma política financeiramente conservadora, pois buscam minimizar os altos custos de liquidação.

Dessa forma, a partir dos resultados, há indicativos para a aceitar parcialmente a hipótese 1, visto que, para empresas de capital aberto, a rentabilidade possui relação positiva com a alavancagem conservadora, no entanto, para as de capital fechado, há uma relação negativa. O estudo traz algumas



contribuições para a literatura, principalmente para o contexto das empresas de capital fechado. Apesar de pouco explorado, o ambiente das empresas que não possuem capital aberto é representativo no Brasil e de fundamental importância para o mercado brasileiro. Verifica-se que o estudo da alavancagem conservadora dessas empresas é interessante, ao passo que a forma de financiamento das atividades difere das empresas de capital aberto, que têm acesso a mais opções.

Além disso, a partir do estudo, é possível tratar de algumas lacunas descritas na literatura, por exemplo: como se caracteriza o comportamento relacionado ao financiamento com capital de terceiros nas empresas de capital fechado? Há diferenças entre as políticas financeiras das empresas de capital aberto e fechado? O que é significativamente diferente entre empresas de capital aberto e fechado? (Brav, 2009). Conforme os resultados do estudo, as empresas de capital aberto e as de capital fechado são distintas quanto à política de alavancagem conservadora, principalmente pelo tipo de mercado a que têm acesso (de crédito e ações) e pelos custos de capital. Assim, entende-se que as empresas brasileiras de capital aberto apresentam alavancagem conservadora numa perspectiva de flexibilidade financeira, enquanto as empresas brasileiras de capital fechado, numa perspectiva da restrição financeira.

CONCLUSÃO

Este estudo teve como objetivo analisar a relação entre rentabilidade e alavancagem conservadora das empresas brasileiras. Para tanto, recorreu a uma amostra de empresas brasileiras de capital aberto e fechado, cobrindo um período de oito anos (de 2012 a 2019). Em média, 5,05% das empresas de capital aberto possuem alavancagem zero e 29,08% das empresas de capital fechado possuem alavancagem contábil inferior a 5%.

Considerando pesquisas anteriores, a hipótese do estudo indicava que a rentabilidade seria um dos fatores explicativos para os casos de empresas com alavancagem conservadora. Entretanto, encontrou-se uma relação significativa, porém negativa, entre rentabilidade e alavancagem conservadora para as empresas brasileiras. Contudo, esse resultado dá suporte à perspectiva da restrição financeira sobre a alavancagem conservadora, pois constatou-se que a alavancagem zero está negativamente relacionada com a tangibilidade e o tamanho, evidenciando que empresas com dívida zero são menores e com menos ativos intangíveis do que as alavancadas, sugerindo que estas ainda não desenvolveram uma reputação nos mercados de dívida.



Por sua vez, quando se analisaram somente as empresas de capital aberto, com número de observações muito menor e características bem diferentes das empresas de capital fechado, como tamanho e tangibilidade, encontrou-se uma relação significativa e positiva, indicando que, no contexto das empresas de capital aberto, quanto mais rentável a empresa, maior a probabilidade de apresentar alavancagem quase zero. Dessa forma, o estudo traz indicativos de que, em virtude de suas peculiaridades, por estarem no contexto do mercado de ações, que é mais favorável às empresas com poucas dívidas, e por serem empresas sem necessidade de financiamento externo, elas têm maior probabilidade de se tornar empresas de alavancagem quase zero, visto que têm à sua disposição outras formas de financiar suas atividades, como a emissão de ações.

Por sua vez, as empresas de capital fechado apresentaram relação negativa e significativa entre a rentabilidade e a alavancagem zero. Isso indica que, para empresas de capital fechado que são menos rentáveis, há maior probabilidade de elas apresentarem alavancagem zero. De modo geral, a hipótese do estudo, que previa uma relação positiva entre rentabilidade e a alavancagem conservadora, foi parcialmente aceita, pois apenas as empresas de capital aberto apresentaram esse indicativo.

Este estudo apresenta algumas implicações para a comunidade científica. Primeiro, verificou-se que a alavancagem conservadora, tanto no nível de alavancagem zero quanto de alavancagem quase zero, é definida de alguma forma pela rentabilidade das empresas. Em algumas, a alta rentabilidade pode criar ambiente propício à vertente conservadora, já em outras é a baixa rentabilidade que leva a esse sentido. Assim, há indicativos de que a rentabilidade das empresas brasileiras é um determinante fundamental a ser considerado quando se analisa o fenômeno da alavancagem conservadora na estrutura de capitais.

Segundo, constatou-se que há diferenças entre empresas de capital aberto e de capital fechado quanto à relação entre rentabilidade e alavancagem conservadora. As evidências obtidas indicam que as empresas de capital fechado brasileiras que apresentam alavancagem conservadora possuem restrições financeiras, pois são menos rentáveis, menores e com menos ativos intangíveis. Por sua vez, as empresas de capital aberto apresentam alavancagem conservadora numa perspectiva de flexibilidade financeira.

Terceiro, o estudo traz contribuições para a literatura ao trabalhar com o fenômeno da alavancagem conservadora em um país emergente, visto que nesse contexto ainda há poucas pesquisas. Para as pesquisas futuras, sugere-se o uso de uma amostra mais ampla, como a dos países da América Latina,



para verificar se fatores macroeconômicos, como a taxa de juros, influenciam nos resultados encontrados.

REFERÊNCIAS

- Banco Central do Brasil (2019). *Relatório de Estabilidade Financeira*. <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ref>
- Bessler, W., Drobetz, W., Haller, R., & Meier, I. (2013). The international zero-leverage phenomenon. *Journal of Corporate Finance*, 23, 196–221. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.08.004>
- Brav, O. (2009). Access to capital, capital structure, and the funding of the firm. *Journal of Finance*, 64(1), 263–308. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01434.x>
- Byoun, S., & Xu, Z. (2013). Why do some firms go debt free? *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 42(1), 1–38. <https://doi.org/10.1111/ajfs.12009>
- Cui, W. (2020). Is debt conservatism the solution to financial constraints? An empirical analysis of Japanese firms. *Applied Economics*, 52(23), 2526–2543. <https://doi.org/10.1080/00036846.2019.1693019>
- Dang, V. A. (2013). An empirical analysis of zero-leverage firms: New evidence from the UK. *International Review of Financial Analysis*, 30, 189–202. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.08.007>
- DeAngelo, H., & Roll, R. (2015). How stable are corporate capital structures? *The Journal of Finance*, 70(1), 373–418. <https://doi.org/10.1111/jofi.12163>
- Devos, E., Dhillon, U., Jagannathan, M., & Krishnamurthy, S. (2012). Why are firms unlevered? *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 664–682. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.03.003>
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C., & Zheng, X. (2018). Zero-leverage puzzle: An international comparison. *Review of Finance*, 22(3), 1063–1120. <https://doi.org/10.1093/rof/rfw065>
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. L., & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: Modelagem multivariada para tomar decisões*. Elsevier.
- Ghose, B., & Kabra, K. C. (2016). What determines firms' zero-leverage policy in India? *Managerial Finance*, 42(12), 1138–1158. <https://doi.org/10.1108/MF-01-2016-0029>
- Graham, J. R. (2000). How big are the tax benefits of debt? *Journal of Finance*, 55(5), 1901–1941. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00277>



- Haddad, K., & Lotfaliei, B. (2019). Trade-off theory and zero leverage. *Finance Research Letters*, 31, 165–170. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.04.011>
- Huang, Z., Li, W., & Gao, W. (2017). Why do firms choose zero-leverage policy? Evidence from China. *Applied Economics*, 49(28), 2736–2748. <https://doi.org/10.1080/00036846.2016.1245845>
- Iliasov, D. V., & Kokoreva, M. S. (2018). Financial constraints versus financial flexibility: What drives zero-debt puzzle in emerging markets? *Russian Management Journal*, 16(3), 407–434. <https://doi.org/10.21638/spbu18.2018.305>
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jermias, J., & Yigit, F. (2019). Factors affecting leverage during a financial crisis: Evidence from Turkey. *Borsa Istanbul Review*, 19(2), 171–185. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2018.07.002>
- Lotfaliei, B. (2018). Zero leverage and the value in waiting to have debt. *Journal of Banking & Finance*, 97, 335–349. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.09.010>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. <http://www.jstor.org/stable/1809766>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53(3), 433–443. <https://www.jstor.org/stable/1809167>
- Moon, G., Lee, H., & Waggle, D. (2015). The effect of debt capacity on the long-term stock returns of debt-free firms. *Applied Economics*, 47(4), 333–345. <https://doi.org/10.1080/00036846.2014.959655>
- Morais, F., Serrasqueiro, Z., & Ramalho, J. J. S. (2020). The zero-leverage phenomenon: A bivariate probit with partial observability approach. *Research in International Business and Finance*, 53, 101201. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101201>
- Morais, F., Serrasqueiro, Z., & Ramalho, J. J. S. (2021). The zero-leverage phenomenon in European listed firms: A financing decision or an imposition of the financial market? *Business Research Quarterly*, 1–23. <https://doi.org/10.1177/23409444211024653>
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592. <https://doi.org/10.2307/2327916>

- Strebulaev, I. A., & Yang, B. (2013). The mystery of zero-leverage firms. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 1–23. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.02.001>
- Takami, S. (2016). Factors inhibiting Japanese firms from zero leverage: Financial constraints and bank relationships. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 23(2), 161–176. <https://doi.org/10.1080/16081625.2015.1012089>
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choices. *Journal of Finance*, 43(1), 1–19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Wei, S. X., & Zhang, C. (2006). Why did individual stocks become more volatile? *The Journal of Business*, 79(1), 259–292. <https://doi.org/10.1086/497411>
- Wong, K. P. (2015). A regret theory of capital structure. *Finance Research Letters*, 12, 48–57. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2014.12.001>
- Yasmin, A., & Rashid, A. (2019). On the mystery of financial conservatism: Insights from Pakistan. *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(12), 2904–2927. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1553158>
- Zhang, S., & Gregoriou, A. (2019). The price behavior around initial loan announcements: Evidence from zero-leverage firms in the UK. *Research International Business and Finance*, 50, 191–200. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.05.004>

CORPO EDITORIAL

Editor-chefe
Gilberto Perez

Editor associado
David Ferreira Lopes Santos

Suporte técnico
Gabriel Henrique Carille

PRODUÇÃO EDITORIAL

Coordenação editorial
Jéssica Dametta

Estagiária editorial
Vivória Andrade Rocha

Preparação de originais
Carlos Villarruel

Revisão
Paula Di Sessa Vavlis

Diagramação
Emap

Projeto gráfico
Libro