REMUNOM
ISSN 2178-6925

Received: 13/10/2026 - **Accepted:** 08/11/2026
Vol: 13.23
DOI: 10.66104/n6zcaj93
Pages: 1-22

GERAÇÃO DE CAIXA E ENDIVIDAMENTO DE EMPRESAS LATINO-AMERICANAS

CASH GENERATION AND LEVERAGE OF LATIN AMERICAN FIRMS

GENERACIÓN DE EFECTIVO Y ENDEUDAMIENTO DE EMPRESAS LATINOAMERICANAS

Claudia Lebre Rodrigues
Mestre, Universidade Presbiteriana Mackenzie, Brasil
E-mail: claudia.lebre@gmail.com

Wilson Toshiro Nakamura
Doutoranda, Universidade Presbiteriana Mackenzie, Brasil
E-mail: wilson.nakamura@mackenzie.br

Resumo

Este estudo examina a associação entre atributos da rentabilidade operacional e o endividamento bruto e líquido de companhias não financeiras listadas em seis países latino-americanos de 2016 a 2023. O EBIT dividido pelo ativo total (ROA) é utilizado como aproximação da capacidade de geração de recursos internos. Os modelos de painel com efeitos fixos de empresa utilizam 2.563 observações para a dívida bruta e 2.555 para a dívida líquida nas especificações completas. O ROA apresenta associação negativa com ambas as medidas de dívida. A volatilidade apresenta associação negativa com a dívida líquida sob erros-padrão convencionais, mas perde significância com o agrupamento por empresa. A associação negativa do ROA permanece significativa com o agrupamento e a inclusão de efeitos de ano. A razão de crescimento do ROA não é significativa nos modelos completos.
Palavras-chave: Geração de caixa; Endividamento; América Latina; Dados em painel.

Abstract

This study examines the association between operating profitability attributes and gross and net leverage among listed nonfinancial firms in six Latin American countries from 2016 to 2023. EBIT divided by total assets (ROA) serves as a proxy for internal funds generation capacity. The full firm fixed-effects models use 2,563 observations for gross leverage and 2,555 for net leverage. ROA is negatively associated with both leverage measures. Volatility is negatively associated with net leverage under conventional standard errors but loses significance with firm-clustered standard errors. The negative ROA association remains significant with firm clustering and year fixed effects. The ROA growth ratio is not significant in the full models.
Keywords: Cash generation; Indebtedness; Latin America; Panel data.

CC BY

REMUNOM
ISSN 2178-6925

Received: 13/10/2026 - **Accepted:** 08/11/2026
Vol: 13.23
DOI: 10.66104/n6zcaj93
Pages: 1-22

Resumen

Este estudio examina la asociación entre los atributos de la rentabilidad operativa y el endeudamiento bruto y neto de empresas no financieras cotizadas en seis países latinoamericanos entre 2016 y 2023. El EBIT dividido por los activos totales (ROA) se utiliza como aproximación a la capacidad de generación de recursos internos. Los modelos completos con efectos fijos de empresa utilizan 2.563 observaciones para la deuda bruta y 2.555 para la deuda neta. El ROA presenta una asociación negativa con ambas medidas de endeudamiento. La volatilidad se asocia negativamente con la deuda neta con errores estándar convencionales, pero pierde significación al agruparlos por empresa. La asociación negativa del ROA permanece significativa con el agrupamiento y los efectos fijos de año. La razón de crecimiento del ROA carece de significación en los modelos completos.
Palabras clave: Generación de efectivo; Endeudamiento; América Latina; Datos de panel.

1. Introdução

A decisión entre utilizar capital de terceiros ou capital próprio é uma escolha estratégica crucial para as empresas. Por um lado, o endividamento oferece a vantagem de um custo de capital reduzido e a possibilidade de incrementar os retornos aos acionistas, com base na premissa de que a empresa gera recursos suficientes para cobrir os juros das dívidas. Por outro lado, um elevado grau de endividamento eleva o risco de dificuldades financeiras, o que pode afetar negativamente os retornos aos acionistas.

Nakamura, Martin, Forte, Carvalho Filho, Costa e Amaral (2007) destacam que a busca por fatores explicativos do endividamento pressupõe a ideia de que existe um nível ótimo para a estrutura de capital, o qual deve ser definido e perseguido nas políticas financeiras das empresas. Determinantes clássicos, como rentabilidade, tangibilidade dos ativos, tamanho da empresa e oportunidade de crescimento, têm sido amplamente testados, tanto nacional quanto internacionalmente. Contudo, as observações empíricas sobre esses fatores são divergentes, como apontado por Frank e Goyal (2009), Correa, Basso e Nakamura (2013), Saif-Alyousfi, Md-Rus, Taufil-Mohd, Taib e Shahar (2020), Shahzad, Azeem, Nazir, Vo e Linh (2021), e Mohd Azhari, Mahmud e Shaharuddin (2022).

A rentabilidade operacional é uma aproximação da capacidade de geração de recursos internos. O fluxo de caixa mede entradas e saídas ao longo do período, enquanto caixa e equivalentes representam disponibilidades em uma data. A medida de dívida líquida deduz esse saldo da dívida bruta (Berk & DeMarzo, 2020).

CC BY

REMUNOM
ISSN 2178-6925

Received: 13/10/2026 - **Accepted:** 08/11/2026
Vol: 13.23
DOI: 10.66104/n6zcaj93
Pages: 1-22

Quanto maior a expectativa de geração de caixa, maior será a capacidade da empresa de honrar seus compromissos no longo prazo. Isso facilita os investimentos, mantém a empresa competitiva e proporciona a entrega de rentabilidade aos acionistas (Koller, Goedhart & Wessels, 2020).

Os três atributos da geração de caixa — magnitude, expectativa de crescimento e volatilidade — se complementam e auxiliam na explicação do grau de endividamento das empresas (Carleton & Silberman, 1977). Espera-se que as empresas que geram mais caixa (magnitude) e possuem uma maior expectativa de crescimento de seus fluxos de caixa futuros apresentem níveis mais elevados de endividamento. Em contrapartida, empresas com maior volatilidade na geração de caixa tendem a contrair menos dívidas, devido ao maior risco de enfrentarem dificuldades financeiras.

Pesquisas empíricas que relacionam a estrutura de capital e a volatilidade da geração de caixa das empresas ainda não apresentam resultados convergentes, o que abre espaço para novos estudos sobre o tema (Keefe & Yaghoubi, 2016).

Aguinis, Villamor, Lazzarini, Vassolo, Amorós e Allen (2020) afirmam que a América Latina apresenta características únicas que merecem ser exploradas. Por um lado, a região possui vastos recursos naturais, pouca diversidade linguística, facilitando a comunicação, além de baixos índices de conflitos militares, sociais e religiosos. Por outro lado, apresenta instituições vulneráveis, infraestrutura deficiente, alto nível de corrupção e elevados índices de desigualdade social e econômica. Segundo os autores, esses fatores tornam a América Latina uma área de interesse para testar teorias originalmente desenvolvidas em países desenvolvidos, que não apresentam essas peculiaridades.

O objetivo é examinar como o nível, a volatilidade e o crescimento observado do ROA se associam ao endividamento bruto e líquido. O ROA é definido como EBIT dividido pelo ativo total e empregado como aproximação da capacidade de geração de recursos internos.

A análise abrange companhias não financeiras listadas na Argentina, no Brasil, no Chile, na Colômbia, no México e no Peru, entre 2016 e 2023. A comparação das duas medidas permite examinar se o padrão das associações se mantém quando se deduz o saldo de caixa da dívida bruta.

CC BY

REMUNOM
ISSN 2178-6925

Received: 13/10/2026 - **Accepted:** 08/11/2026
Vol: 13.23
DOI: 10.66104/n6zcaj93
Pages: 1-22

2. Revisão da Literatura

De acordo com a teoria inicialmente desenvolvida por Durand (1952), é possível identificar uma estrutura ótima de capital que maximize o valor da empresa. O custo do capital de terceiros é inferior ao custo do capital próprio, devido aos benefícios fiscais proporcionados pelos juros das dívidas, à redução do custo de agência e ao menor risco para os credores. Assim, a empresa deveria se endividar até o ponto em que seu custo de capital atingisse o patamar mínimo. Desde o artigo seminal de Modigliani e Miller (1958), os determinantes da estrutura de capital das empresas têm sido amplamente investigados com o objetivo de compreender como esses fatores influenciam o valor das empresas.

A Teoria de *Trade-Off* postula que o nível ideal de endividamento é alcançado por meio de um equilíbrio entre os benefícios fiscais proporcionados pela dedução dos juros da dívida, que resulta em uma redução na carga tributária, e, por outro lado, os custos associados às dificuldades financeiras advindas do endividamento excessivo com credores (Myers, 1984; Stulz, 1990).

Em contrapartida, a Teoria de *Pecking Order*, ou teoria da hierarquia das fontes de financiamento, proposta por Myers e Majluf (1984), argumenta que não existe uma estrutura de capital ótima, pois o nível de endividamento é condicionado pelas oportunidades de financiamento disponíveis no momento da decisão. Nesse contexto, as empresas preferem, prioritariamente, utilizar seus recursos internos, seguidos pelo financiamento por meio de dívida e, por último, recorrem ao capital próprio.

Diversos estudos empíricos têm sido conduzidos com o intuito de testar as Teorias de *Trade-Off e Pecking Order*, visando compreender os fatores que influenciam as escolhas das empresas em relação à sua estrutura de capital (Gaud, Jani, Hoesli & Bender, 2005). Contudo, ainda persiste uma falta de consenso sobre os determinantes dessa estrutura, uma vez que as evidências observadas são frequentemente contraditórias.

O Quadro 1 demonstra os determinantes clássicos e seus impactos esperados em cada uma das teorias, *Trade-Off* e *Pecking Order*. Por sua vez, o Quadro 2 apresenta uma seleção de estudos empíricos relacionados ao tema, destacando seus principais achados.

CC BY

REMUNOM
ISSN 2178-6925

Received: 13/10/2026 - **Accepted:** 08/11/2026
Vol: 13.23
DOI: 10.66104/n6zcaj93
Pages: 1-22

Quadro 1 – Determinantes clássicos e impacto esperado no endividamento por teoria.

Fatores	**Teoria de *Trade-off***	**Teoria do *Pecking Order***
Tamanho	Positivo	Negativo
Tangibilidade	Positivo	Positivo
Rentabilidade	Positivo	Negativo
Oportunidade de crescimento	Negativo	Positivo

Fonte: Elaboração própria.

Quadro 2 - Estudos empíricos: impacto dos determinantes sobre o endividamento.

Fatores	**Positivo**	**Negativo**	**Inconclusivo**
Tamanho	Saif-Alyousfi et al. (2020); Mohd Azhari et al. (2022); Olson e Bartholdy (2025).	Titman e Wessels (1988); Nakamura et al. (2007).	Correa et al. (2013); Shahzad (2021).
Tangibilidade	Harris e Roark (2019); Saif-Alyousfi et al. (2020); Shahzad (2021).	Booth et al (2001); Vo et al (2022).	Titman e Wessels (1988); Mohd Azhari et al. (2022).
Rentabilidade	Carleton e Silberman (1977); Nunkoo e Boateng (2010).	Harris e Roark (2019); Saif-Alyousfi et al. (2020); Shahzad (2021).	
Oportunidade de crescimento	Nakamura et al. (2007); Mohd Azhari et al (2022).	Gaud et al. (2005); Saif_Alyousfi et al (2020).	Frank e Goyal (2009); Correa et al. (2013).

Fonte: Elaboração própria.

A política de disponibilidades integra as decisões financeiras das empresas (Opler et al., 1999). Empresas com a mesma razão de dívida bruta sobre ativos podem apresentar razões de dívida líquida distintas em função dos saldos de caixa.

Carleton e Silberman (1977) propuseram três atributos da geração de caixa que se complementam em um único modelo conceitual: magnitude, expectativa de crescimento e volatilidade. De acordo com os mesmos autores, o nível de endividamento das empresas é amplamente influenciado pela sua rentabilidade, levando em consideração a grandeza, a expansão e a instabilidade dos fluxos de caixa.

É razoável supor que empresas com maior capacidade de geração de caixa (magnitude) e maior perspectiva de crescimento de seus fluxos futuros tendem a ser mais endividadas. Por outro lado, empresas com maior volatilidade na geração de caixa

CC BY

REMUNOM
ISSN 2178-6925

Received: 13/10/2026 - **Accepted:** 08/11/2026
Vol: 13.23
DOI: 10.66104/n6zcaj93
Pages: 1-22

geralmente optam por níveis mais baixos de endividamento, devido ao maior risco de enfrentarem dificuldades financeiras (Stulz, 1990).

A volatilidade na geração de caixa aumenta a probabilidade de insolvência, elevando o custo associado a dificuldades financeiras e, consequentemente, limitando a capacidade de endividamento da empresa (Memon, Chen, Tauni & Ali, 2018).

As oportunidades de investimento e o crescimento observado do ROA representam dimensões distintas. A variação passada do indicador operacional pode sinalizar melhora da capacidade de pagamento, enquanto oportunidades de investimento podem elevar as necessidades de financiamento (Harris & Raviv, 1991).

O Quadro 3 sintetiza os mecanismos associados aos atributos do ROA. A previsão de H3 decorre da capacidade de pagamento. Na hierarquia de financiamento, maior disponibilidade de recursos internos pode reduzir a demanda por dívida, enquanto maiores necessidades de investimento podem elevá-la. Para volatilidade e crescimento observado do ROA, esses argumentos não estabelecem um sinal unívoco.

Quadro 3 – Relação esperada entre atributos da geração de caixa e endividamento.

Atributos da geração de caixa	**Sinal Esperado**	
	Teoria de *Trade-off*	**Teoria do *Pecking Order***
Nível do ROA	Positivo	Negativo
Volatilidade do ROA	Negativo	Sem previsão unívoca
Razão interanual do ROA	Positivo	Sem previsão unívoca

Fonte: Elaboração própria.

Estudos anteriores apresentam resultados variados sobre a relação entre os atributos da geração de caixa e o endividamento das empresas, como ilustrado no Quadro 4. Esses achados divergentes refletem a complexidade do tema e a diversidade de contextos nos quais as empresas operam, influenciando, assim, a forma como os atributos de geração de caixa impactam suas decisões de endividamento.

Quadro 4 – Resultados de estudos anteriores.

Atributos da geração de caixa	**Relação Positiva**	**Relação Negativa**	**Inconclusivo**
Magnitude	Stulz (1990); Nunkoo e Boateng (2010).	Frank & Goyal (2009); Bajaj et al (2021);	

CC BY

REMUNOM
ISSN 2178-6925

Received: 13/10/2026 - **Accepted:** 08/11/2026
Vol: 13.23
DOI: 10.66104/n6zcaj93
Pages: 1-22

		Shahzad et al (2021); Vo et al (2022).	
Volatilidade	Harris e Roark (2019).	Keefe e Yaghoubi (2016); Saif-Alyousfi et al. (2020).	Titman e Wessels (1988); Memon et al. (2018).
Crescimento	La Rocca et al (2011).	Keefe e Yaghoubi (2016); Saif-Alyousfi et al. (2020); Bajaj et al (2021).	

Fonte: Elaboração própria.

Ao combinar as informações dos Quadros 3 e 4, observa-se que os resultados encontrados são inconclusivos, ou seja, o impacto dos atributos de geração de caixa analisados não é suficiente para evidenciar de forma clara a teoria predominante, seja a de *Trade-Off* ou a de *Pecking Order*.

Empresas com maior flexibilidade financeira — ou seja, aquelas que possuem maior caixa e um menor grau de endividamento — têm uma capacidade ampliada de suportar financeiramente suas operações, o que reduz o impacto sobre o valor de suas ações no mercado financeiro. Além disso, essas empresas, ao apresentarem um nível de endividamento mais baixo, também enfrentam um risco reduzido de insolvência e menores custos associados a dificuldades financeiras (Fahlenbrach, Rageth & Stulz, 2021; Huang & Ye, 2021).

A hipótese positiva para o nível e o crescimento do ROA parte do argumento de capacidade de pagamento. Maior volatilidade pode aumentar a incerteza sobre essa capacidade, motivando a previsão negativa. A teoria da hierarquia das fontes de financiamento oferece uma previsão concorrente para o nível do ROA, pois a disponibilidade de recursos internos pode reduzir a demanda por dívida.

Dessa forma, as hipóteses de pesquisa são formuladas da seguinte maneira:

H1. O nível da rentabilidade operacional associa-se positivamente ao endividamento.

H2. A volatilidade da rentabilidade operacional associa-se negativamente ao endividamento.

H3. O crescimento observado da rentabilidade operacional associa-se positivamente ao endividamento.

3. Metodologia

CC BY

REMUNOM
ISSN 2178-6925

Received: 13/10/2026 - **Accepted:** 08/11/2026
Vol: 13.23
DOI: 10.66104/n6zcaj93
Pages: 1-22

A base inicial contém 4.544 observações empresa-ano de 568 companhias não financeiras listadas em seis países latino-americanos, de 2016 a 2023. Após a exclusão de observações com patrimônio líquido não positivo, a base contém 4.271 observações de 555 empresas. A replicação preserva as observações com patrimônio líquido ausente nessa etapa. Cada regressão utiliza registros com dados disponíveis para todas as variáveis da especificação.

Os modelos foram estimados no Stata com efeitos fixos de empresa e erros-padrão convencionais. As variáveis contínuas da análise foram winsorizadas anualmente nos percentis 5 e 95.

O endividamento bruto corresponde à dívida financeira total dividida pelo ativo total. O endividamento líquido corresponde à diferença entre a dívida financeira total e o saldo de caixa e equivalentes, dividida pelo ativo total. Os controles incluem tamanho, tangibilidade, oportunidades de crescimento e market-to-book.

Os Quadros 5 e 6 descrevem as variáveis dependentes e de interesse, respectivamente, adotados na pesquisa.

Quadro 5 – Variáveis Dependentes: Nível de Endividamento.

Variável dependente	**Sigla**	**Fórmula**	**Referência**
Endividamento Bruto	glev	$\frac{\text{Dívida Bruta Total}}{\text{Ativo Total}}$	Nakamura et al. (2007); Shahzad et al. (2021)
Endividamento Líquido	nlev	$\frac{\text{Dívida Bruta Total} - (\text{Caixa e equivalente})}{\text{Ativo Total}}$	Halling et al. (2016); Berk & DeMarzo, 2020)

Fonte: Elaboração própria.

Quadro 6 – Variáveis independentes: Atributos da geração de caixa.

Variável Independente	**Sigla**	**Fórmula**	**Descrição**	**Referência**
Magnitude da geração de caixa	roa	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Ativo Total}}$	ROA = Retorno sobre ativo	Frank & Goyal (2009); Saif-Alyousfi et al (2020); Shahzad et al (2021).
Volatilidade da Geração de Caixa	volat	DP amostral do ROA, de t−2 a t	Janela móvel de três anos por empresa	Keefe e Yaghoubi (2016); Memon et al. (2018).

CC BY

REMUNOM
ISSN 2178-6925

Received: 13/10/2026 - **Accepted:** 08/11/2026
Vol: 13.23
DOI: 10.66104/n6zcaj93
Pages: 1-22

Crescimento da Geração de Caixa	grow	ROA_t / ROA_{t-1}	Razão interanual do ROA	Miguel e Pindado (2001); Nakamura et al (2007)

Fonte: Elaboração própria.

As equações (1) e (2) apresentam os modelos completos. O termo α_i representa os efeitos fixos de empresa. A estimação utiliza a variação observada dentro de cada empresa ao longo do tempo.

$$glev_{it} \equiv \alpha_i + \beta_1 roa_{it} + \beta_2 volat_{it} + \beta_3 grow_{it} + \beta_4 size_{it} + \beta_5 tang_{it} + \beta_6 oppt_{it} + \beta_7 mtb_{it} + e_{it} \quad (1)$$

$$nlev_{it} \equiv \alpha_i + \beta_1 roa_{it} + \beta_2 volat_{it} + \beta_3 grow_{it} + \beta_4 size_{it} + \beta_5 tang_{it} + \beta_6 oppt_{it} + \beta_7 mtb_{it} + e_{it} \quad (2)$$

Sendo:

$glev_{it}$ = endividamento bruto da empresa “i” no momento “t”;

$nlev_{it}$ = endividamento líquido da empresa “i” no momento “t”;

roa_{i_t} = EBIT dividido pelo ativo total.

$volat_{i_t}$ = desvio-padrão amostral do ROA na janela móvel de três anos que termina em t. As janelas de dois mínimos distintos (dois ou três valores válidos) reproduzem os mesmos valores disponíveis, de modo que o mínimo original não pôde ser distinguido.

$grow_{i_t}$ = ROA_{i_t} / $ROA_{i,t-1}$, razão que reproduz os valores utilizados. Quando o ROA anterior é positivo, subtrair uma unidade converte a razão em taxa de variação. O denominador nulo torna a razão indefinida e um denominador negativo exige cautela na interpretação.

$size_{it}$ = tamanho da empresa “i” no momento “t”;

$tang_{it}$ = tangibilidade dos ativos da empresa “i” no momento “t”;

$oppt_{i_t}$ = mtb_{i_t} × $volat_{i_t}$ antes da winsorização. O indicador composto combina avaliação de mercado e volatilidade operacional.

mtb_{i_t} = valor de mercado do patrimônio líquido dividido pelo valor contábil do patrimônio líquido, em vezes.

Na planilha original, oppt é o produto de mtb por volat. A winsorização anual foi aplicada separadamente às três séries. Portanto, a coluna tratada de oppt pode diferir do produto das duas séries tratadas. A análise de sensibilidade retira esse indicador composto e mantém os componentes e a amostra de cada modelo.

G1 e N1 incluem simultaneamente os três atributos e os quatro controles. Os demais cenários examinam cada atributo isoladamente ou em pares, mantendo os controles conforme o Quadro 7. Os pares ROA–volatilidade e ROA–crescimento são

CC BY

REMUNOM
ISSN 2178-6925

Received: 13/10/2026 - **Accepted:** 08/11/2026
Vol: 13.23
DOI: 10.66104/n6zcaj93
Pages: 1-22

comparações exploratórias que preservam o nível do ROA e acrescentam, separadamente, a dispersão ou a variação intertemporal.

Quadro 7 – Modelos processados

Modelo	Variável Dependente	Variável Independente	Variável de Controle
G1	glev	roa, volat, grow	size, tang, oppt, mtb
G2	glev	roa	size, tang, oppt, mtb
G3	glev	volat	size, tang, oppt, mtb
G4	glev	grow	size, tang, oppt, mtb
G5	glev	roa, volat	size, tang, oppt, mtb
G6	glev	roa, grow	size, tang, oppt, mtb
N1	nlev	roa, volat, grow	size, tang, oppt, mtb
N2	nlev	roa	size, tang, oppt, mtb
N3	nlev	volat	size, tang, oppt, mtb
N4	nlev	grow	size, tang, oppt, mtb
N5	nlev	roa, volat	size, tang, oppt, mtb
N6	nlev	roa, grow	size, tang, oppt, mtb

Fonte: Elaboração própria.

4. Resultados e Discussão

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas e o número de valores disponíveis por variável. As regressões utilizam amostras menores em função da disponibilidade conjunta dos dados.

O endividamento bruto médio corresponde a 25,84% do ativo total, com desvio-padrão de 17,24 pontos percentuais. O endividamento líquido médio é de 18,61%, com desvio-padrão de 17,97 pontos percentuais. O valor mínimo negativo do endividamento líquido indica a presença de observações em que o caixa e seus equivalentes superam a dívida bruta. A rentabilidade operacional média é de 5,90%, e seu desvio-padrão é de 6,78 pontos percentuais. Como as variáveis estão expressas em escalas distintas, seus desvios-padrão não devem ser comparados diretamente para estabelecer qual apresenta maior variabilidade.

Tabela 1 - Análise descritiva das variáveis

Variável	N	Média	DP	Mínimo	Máximo
glev1	3.851	0,2584	0,1724	0,0000	0,6225
nlev1	3.822	0,1861	0,1797	−0,1872	0,5427

CC BY

REMUNOM
ISSN 2178-6925

Received: 13/10/2026 - **Accepted:** 08/11/2026
Vol: 13.23
DOI: 10.66104/n6zcaj93
Pages: 1-22

Variável	N	Média	DP	Mínimo	Máximo
roa	3.850	0,0591	0,0678	−0,0898	0,2324
volat	2.827	0,0365	0,0381	0,0025	0,1636
grow	3.334	0,9622	1,0219	−2,2082	4,4404
size	3.741	12,4603	2,0767	7,8239	16,3153
tang	3.781	0,3627	0,2766	0,0042	0,9296
oppt	2.679	0,0072	0,0182	0,0000	0,1154
mtb	3.518	0,2494	0,5067	0,0009	2,4089

Fonte: Dados da pesquisa.

As Tabelas 2 e 3 apresentam correlações de Pearson calculadas com registros completos para as variáveis de cada matriz. As amostras contêm, respectivamente, 2.563 e 2.555 observações.

Tabela 2 – Matriz de correlação das variáveis – Endividamento bruto

Variável	glev1	roa	volat	grow	size	tang	oppt	mtb
glev1	1,0000							
roa	0,0079	1,0000						
volat	−0,1635	0,1037	1,0000					
grow	−0,0408	0,2423	−0,0595	1,0000				
size	0,4373	0,2924	−0,1799	0,0396	1,0000			
tang	−0,0287	−0,0273	−0,1113	−0,0098	−0,1742	1,0000		
oppt	−0,0677	0,0360	0,2621	−0,0273	−0,1281	0,1020	1,0000	
mtb	−0,0177	−0,0036	−0,0067	0,0110	−0,1048	0,1762	0,7821	1,0000

Fonte: Dados da pesquisa.

Tabela 3 – Matriz de correlação das variáveis – Endividamento líquido

Variável	nlev1	roa	volat	grow	size	tang	oppt	mtb
nlev1	1,0000							
roa	−0,0529	1,0000						
volat	−0,2269	0,1074	1,0000					
grow	−0,0385	0,2445	−0,0620	1,0000				
size	0,3843	0,2939	−0,1824	0,0420	1,0000			
tang	0,0771	−0,0285	−0,1091	−0,0108	−0,1645	1,0000		
oppt	−0,0528	0,0360	0,2626	−0,0269	−0,1313	0,1050	1,0000	

CC BY

REMUNOM
ISSN 2178-6925

Received: 13/10/2026 - **Accepted:** 08/11/2026
Vol: 13.23
DOI: 10.66104/n6zcaj93
Pages: 1-22

Variável	nlev1	roa	volat	grow	size	tang	oppt	mtb
mtb	0,0206	−0,0037	−0,0070	0,0115	−0,1085	0,1802	0,7819	1,0000

Fonte: Dados da pesquisa.

A correlação entre crescimento do ROA e oportunidades de crescimento é −0,0273 na matriz de dívida bruta e −0,0269 na de dívida líquida. A correlação entre oportunidades de crescimento e market-to-book é de aproximadamente 0,78 nas duas amostras. Essa associação motiva cautela na interpretação dos coeficientes individuais desses controles.

Nos dois modelos completos, o teste F dos efeitos individuais e o teste LM de Breusch–Pagan rejeitaram as respectivas hipóteses nulas ($p < 0,001$). O teste de Hausman emitiu aviso sobre a matriz de diferença das variâncias em ambos os casos, o que limita sua interpretação. O estudo adota efeitos fixos de empresa para examinar as associações dentro das empresas ao longo do tempo.

A Tabela 4 apresenta os resultados dos modelos completos de endividamento bruto e líquido, que incluem simultaneamente os três atributos de interesse e as variáveis de controle. As Tabelas 5 e 6 sintetizam os sinais e a significância estatística nos cenários definidos no Quadro 7. A discussão distingue os coeficientes dos modelos completos dos padrões registrados nas sínteses dos cenários.

Tabela 4 - Resultados da regressão linear de efeitos fixos

Variável	**G1 coef.**	**G1 EP**	**G1 p**	**N1 coef.**	**N1 EP**	**N1 p**
roa	−0,323643	0,032918	<0,001	−0,399020	0,038115	<0,001
volat	0,040806	0,057616	0,479	−0,131524	0,066706	0,049
grow	−0,001048	0,001351	0,438	0,000087	0,001564	0,956
size	0,012740	0,003714	0,001	0,023367	0,004300	<0,001
tang	0,139464	0,023925	<0,001	0,268568	0,027699	<0,001
oppt	−0,085847	0,153401	0,576	−0,227007	0,177592	0,201
mtb	0,007832	0,009793	0,424	0,006824	0,011338	0,547
_cons	0,079847	0,047406	0,092	−0,164855	0,054943	0,003
Observações	2.563			2.555		
Empresas	494			492		
R^2 within	0,0736			0,1149		

CC BY

REMUNOM
ISSN 2178-6925

Received: 13/10/2026 - **Accepted:** 08/11/2026
Vol: 13.23
DOI: 10.66104/n6zcaj93
Pages: 1-22

Nota. EP representa o erro-padrão convencional. G1 e N1 são os modelos completos. R² within mede o ajuste para a variação dentro da empresa.
Fonte: Dados da pesquisa.

Tabela 5 – Resultados do modelo de endividamento bruto por cenário

Variável	G1	G2	G3	G4	G5	G6
roa	−0,3236 (0,0329) p <0,001	−0,3282 (0,0319) p <0,001	—	—	−0,3298 (0,0319) p <0,001	−0,3219 (0,0328) p <0,001
volat	0,0408 (0,0576) p 0,479	—	0,0026 (0,0589) p 0,965	—	0,0426 (0,0576) p 0,459	—
grow	−0,0010 (0,0014) p 0,438	—	—	−0,0043 (0,0013) p 0,002	—	−0,0011 (0,0013) p 0,421
size	0,0127 (0,0037) p 0,001	0,0125 (0,0037) p 0,001	−0,0012 (0,0035) p 0,733	0,0001 (0,0036) p 0,980	0,0127 (0,0037) p 0,001	0,0125 (0,0037) p 0,001
tang	0,1395 (0,0239) p <0,001	0,1394 (0,0239) p <0,001	0,1727 (0,0243) p <0,001	0,1676 (0,0243) p <0,001	0,1401 (0,0239) p <0,001	0,1387 (0,0239) p <0,001
oppt	−0,0858 (0,1534) p 0,576	−0,0475 (0,1460) p 0,745	−0,1318 (0,1571) p 0,401	−0,1443 (0,1492) p 0,334	−0,0822 (0,1533) p 0,592	−0,0528 (0,1461) p 0,718
mtb	0,0078 (0,0098) p 0,424	0,0063 (0,0096) p 0,515	0,0085 (0,0100) p 0,398	0,0094 (0,0098) p 0,342	0,0076 (0,0098) p 0,437	0,0066 (0,0096) p 0,496
_cons	0,0798 (0,0474) p 0,092	0,0841 (0,0470) p 0,074	0,2246 (0,0464) p <0,001	0,2141 (0,0461) p <0,001	0,0797 (0,0474) p 0,093	0,0840 (0,0470) p 0,074
Observações	2.563	2.563	2.563	2.563	2.563	2.563
Empresas	494	494	494	494	494	494
R² within	0,0736	0,0731	0,0255	0,0302	0,0734	0,0734

Nota. As células apresentam coeficiente, erro-padrão convencional entre parênteses e p-valor. O traço indica variável ausente da especificação.
Fonte: Dados da pesquisa.

Tabela 6 – Resultados do modelo de endividamento líquido por cenário

Variável	N1	N2	N3	N4	N5	N6
roa	−0,3990 (0,0381) p <0,001	−0,4034 (0,0369) p <0,001	—	—	−0,3985 (0,0370) p <0,001	−0,4047 (0,0380) p <0,001

CC BY

REMUNOM
ISSN 2178-6925

Received: 13/10/2026 - **Accepted:** 08/11/2026
Vol: 13.23
DOI: 10.66104/n6zcaj93
Pages: 1-22

Variável	N1	N2	N3	N4	N5	N6
volat	−0,1315 (0,0667) p 0,049	—	−0,1801 (0,0683) p 0,008	—	−0,1317 (0,0666) p 0,048	—
grow	0,0001 (0,0016) p 0,956	—	—	−0,0038 (0,0016) p 0,016	—	0,0002 (0,0016) p 0,893
size	0,0234 (0,0043) p <0,001	0,0240 (0,0043) p <0,001	0,0066 (0,0041) p 0,110	0,0083 (0,0041) p 0,044	0,0234 (0,0043) p <0,001	0,0240 (0,0043) p <0,001
tang	0,2686 (0,0277) p <0,001	0,2709 (0,0277) p <0,001	0,3079 (0,0282) p <0,001	0,3074 (0,0282) p <0,001	0,2685 (0,0277) p <0,001	0,2710 (0,0277) p <0,001
oppt	−0,2270 (0,1776) p 0,201	−0,3345 (0,1691) p 0,048	−0,2873 (0,1823) p 0,115	−0,4484 (0,1735) p 0,010	−0,2273 (0,1775) p 0,200	−0,3334 (0,1693) p 0,049
mtb	0,0068 (0,0113) p 0,547	0,0110 (0,0111) p 0,324	0,0079 (0,0116) p 0,498	0,0145 (0,0114) p 0,206	0,0068 (0,0113) p 0,546	0,0109 (0,0112) p 0,326
_cons	−0,1649 (0,0549) p 0,003	−0,1784 (0,0545) p 0,001	0,0107 (0,0539) p 0,843	−0,0146 (0,0537) p 0,786	−0,1648 (0,0549) p 0,003	−0,1784 (0,0546) p 0,001
Observações	2.555	2.555	2.555	2.555	2.555	2.555
Empresas	492	492	492	492	492	492
R^2 within	0,1149	0,1132	0,0649	0,0644	0,1149	0,1132

Nota. As células apresentam coeficiente, erro-padrão convencional entre parênteses e p-valor. O traço indica variável ausente da especificação.
Fonte: Dados da pesquisa.

Nos modelos completos, o ROA associou-se negativamente ao endividamento bruto (−0,3236, p < 0,001) e líquido (−0,3990, p < 0,001). Mantidos os demais regressores, um ponto percentual adicional de ROA corresponde a reduções estimadas de 0,32 e 0,40 ponto percentual nas respectivas razões de dívida sobre ativos. H1 não foi corroborada, pois previa associação positiva. O sinal é compatível com a teoria da hierarquia das fontes de financiamento.

A volatilidade associou-se negativamente ao endividamento líquido em N1 (p = 0,049), N3 (p = 0,008) e N5 (p = 0,048). Para a dívida bruta, a volatilidade não apresentou significância estatística nos cenários em que foi incluída. Sob erros-padrão convencionais, H2 recebeu apoio nas especificações indicadas de dívida líquida.

CC BY

REMUNOM
ISSN 2178-6925

Received: 13/10/2026 - **Accepted:** 08/11/2026
Vol: 13.23
DOI: 10.66104/n6zcaj93
Pages: 1-22

O apoio a H2 com erros-padrão convencionais é sensível à inferência. Em N1, o p-valor passa de 0,0488 para 0,1996 com o agrupamento por empresa e para 0,1577 com a inclusão de efeitos de ano. O coeficiente permanece negativo. A diferença de significância entre as medidas de dívida não estabelece uma diferença estatística entre os coeficientes.

O indicador de crescimento do ROA não apresentou significância estatística nos modelos completos. Nos cenários G4 e N4, em que foi incluído sem nível e volatilidade do ROA, a associação foi negativa (p = 0,002 e p = 0,016, respectivamente). H3 não foi corroborada.

O tamanho associou-se positivamente às duas medidas de endividamento nos modelos completos. A significância varia conforme o cenário, com associação positiva também em N4 (p = 0,044).

A tangibilidade apresentou associação positiva e significativa com o endividamento bruto e líquido na Tabela 4 e em todos os cenários sintetizados nas Tabelas 5 e 6. Esse resultado é compatível com a possibilidade de utilização de ativos tangíveis como garantias em operações de crédito. A associação, por si só, não permite distinguir qual teoria explica predominantemente as decisões de financiamento da amostra.

As variáveis oportunidade de crescimento e market-to-book não apresentaram significância estatística nos modelos completos da Tabela 4 nem nos cenários sintetizados nas Tabelas 5 e 6.

Tabela 7 – Sensibilidade ao agrupamento por empresa e aos efeitos fixos de ano

Modelo / variável	Modelo base	Agrupado por empresa	Agrupado + efeitos de ano
G1 · roa	−0,323643 (<0,001)	−0,323643 (<0,001)	−0,323937 (<0,001)
G1 · volat	0,040805 (0,4789)	0,040805 (0,6379)	0,001135 (0,9893)
G1 · grow	−0,001048 (0,4381)	−0,001048 (0,4875)	−0,001133 (0,4469)
G1 · size	0,012740 (0,0006)	0,012740 (0,0620)	0,015557 (0,0292)
G1 · tang	0,139464 (<0,001)	0,139464 (0,0206)	0,145535 (0,0136)
G1 · oppt	−0,085847 (0,5758)	−0,085847 (0,7005)	−0,288369 (0,2079)
G1 · mtb	0,007832 (0,4240)	0,007832 (0,6228)	0,017766 (0,2666)

CC BY

REMUNOM
ISSN 2178-6925

Received: 13/10/2026 - **Accepted:** 08/11/2026
Vol: 13.23
DOI: 10.66104/n6zcaj93
Pages: 1-22

Modelo / variável	Modelo base	Agrupado por empresa	Agrupado + efeitos de ano
G1 · observações	2.563	2.563	2.563
G1 · empresas	494	494	494
N1 · roa	−0,399020 (<0,001)	−0,399020 (<0,001)	−0,406738 (<0,001)
N1 · volat	−0,131524 (0,0488)	−0,131524 (0,1996)	−0,144818 (0,1577)
N1 · grow	0,000087 (0,9555)	0,000087 (0,9556)	0,000014 (0,9929)
N1 · size	0,023367 (<0,001)	0,023367 (0,0028)	0,018955 (0,0282)
N1 · tang	0,268568 (<0,001)	0,268568 (<0,001)	0,268013 (<0,001)
N1 · oppt	−0,227007 (0,2013)	−0,227007 (0,4290)	−0,333867 (0,2624)
N1 · mtb	0,006824 (0,5473)	0,006824 (0,7110)	0,010336 (0,5855)
N1 · observações	2.555	2.555	2.555
N1 · empresas	492	492	492

Nota. Coeficientes com p-valores entre parênteses. Os efeitos de ano foram conjuntamente significativos em G1 ($p < 0,001$) e N1 ($p = 0,0013$). O ROA permaneceu negativo e significativo nas duas medidas.

Tabela 8 – Sensibilidade à retirada do indicador composto oppt

Variável	G1 com oppt	G1 sem oppt	N1 com oppt	N1 sem oppt
roa	−0,323643 (<0,001)	−0,324340 (<0,001)	−0,399020 (<0,001)	−0,400863 (<0,001)
volat	0,040805 (0,4789)	0,031006 (0,5722)	−0,131524 (0,0488)	−0,157442 (0,0133)
grow	−0,001048 (0,4381)	−0,001024 (0,4480)	0,000087 (0,9555)	0,000149 (0,9243)
size	0,012740 (0,0006)	0,012662 (0,0007)	0,023367 (<0,001)	0,023160 (<0,001)
tang	0,139464 (<0,001)	0,140339 (<0,001)	0,268568 (<0,001)	0,270883 (<0,001)
mtb	0,007832 (0,4240)	0,004476 (0,5632)	0,006824 (0,5473)	−0,002049 (0,8193)
Observações	2.563	2.563	2.555	2.555
Empresas	494	494	492	492

CC BY

REMUNOM
ISSN 2178-6925

Received: 13/10/2026 - **Accepted:** 08/11/2026
Vol: 13.23
DOI: 10.66104/n6zcaj93
Pages: 1-22

Nota. Coeficientes com p-valores entre parênteses, com erros-padrão convencionais. Em N1, a retirada de oppt preserva a associação negativa da volatilidade (p = 0,0133). Esse resultado diz respeito à retirada do controle sob inferência convencional. A Tabela 7 mostra separadamente a sensibilidade ao agrupamento na especificação completa.

5. Conclusão

O estudo analisou a associação entre magnitude, volatilidade e crescimento, mensurados a partir da rentabilidade operacional, e o endividamento bruto e líquido de empresas não financeiras listadas na Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru, entre 2016 e 2023.

O ROA apresentou associação negativa com as duas medidas de endividamento nos modelos completos e nas especificações complementares em que foi incluído. Esse resultado é compatível com o uso preferencial de recursos internos, embora os modelos não identifiquem a ordem efetiva das decisões de financiamento.

A volatilidade apresentou associação negativa com a dívida líquida sob erros-padrão convencionais, mas perdeu significância no modelo completo com erros agrupados por empresa, inclusive com efeitos de ano. O crescimento do ROA permaneceu sem significância nos modelos completos.

Tamanho e tangibilidade apresentaram associações positivas com ambas as medidas de dívida nos modelos completos.

A tangibilidade apresentou associação positiva e significativa com ambas as medidas de endividamento em todos os cenários apresentados. O resultado é compatível com o papel dos ativos tangíveis como garantias, embora a análise não identifique causalmente o efeito das garantias sobre a contratação de dívida.

A comparação entre endividamento bruto e líquido mostra que a associação negativa do ROA é comum às duas medidas, enquanto a significância da volatilidade depende da medida e da especificação.

As conclusões se restringem às empresas e observações estudadas. O ROA aproxima a capacidade de geração de recursos internos, enquanto as disponibilidades deduzidas na dívida líquida correspondem a um saldo contábil. O desenho observacional permite estimar associações condicionais. A sensibilidade da volatilidade ao agrupamento recomenda cautela quanto ao apoio a H2.

Referências

CC BY

REMUNOM
ISSN 2178-6925

Received: 13/10/2026 - **Accepted:** 08/11/2026
Vol: 13.23
DOI: 10.66104/n6zcaj93
Pages: 1-22

Aguinis, Herman, et al. “Conducting Management Research in Latin America: Why and What’s in It for You?” *Journal of Management*, vol. 46, no. 5, 2020, pp. 615–36, https://doi.org/10.1177/0149206320901581.

Bajaj, Yukti, et al. “Economic Policy Uncertainty and Leverage Dynamics: Evidence from an Emerging Economy.” *International Review of Financial Analysis*, vol. 77, 2021, article 101836, https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101836.

Berk, Jonathan, and Peter DeMarzo. *Corporate Finance*. 5th ed., Pearson, 2020.

Booth, Laurence, et al. “Capital Structures in Developing Countries.” *The Journal of Finance*, vol. 56, no. 1, 2001, pp. 87–130, https://doi.org/10.1111/0022-1082.00320.

Carleton, Willard T., and Irwin H. Silberman. “Joint Determination of Rate of Return and Capital Structure: An Econometric Analysis.” *The Journal of Finance*, vol. 32, no. 3, 1977, pp. 811–21, https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1977.tb01990.x.

Correa, Carlos Alberto, et al. “A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: análise empírica das teorias de Pecking Order e trade-off, usando panel data.” *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, vol. 14, no. 4, 2013, pp. 106–33, https://doi.org/10.1590/s1678-69712013000400005.

Durand, David. “Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement.” *Conference on Research in Business Finance*, National Bureau of Economic Research, 1952, pp. 215–62, https://www.nber.org/books-and-chapters/conference-research-business-finance/costs-debt-and-equity-funds-business-trends-and-problems-measurement.

Fahlenbrach, Rüdiger, et al. “How Valuable Is Financial Flexibility When Revenue Stops? Evidence from the COVID-19 Crisis.” *The Review of Financial Studies*, vol. 34, no. 11, 2021, pp. 5474–521, https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa134.

CC BY

REMUNOM
ISSN 2178-6925

Received: 13/10/2026 - **Accepted:** 08/11/2026
Vol: 13.23
DOI: 10.66104/n6zcaj93
Pages: 1-22

Frank, Murray Z., and Vidhan K. Goyal. “Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?” *Financial Management*, vol. 38, no. 1, 2009, pp. 1–37, https://doi.org/10.1111/j.1755-053x.2009.01026.x.

Gaud, Philippe, et al. “The Capital Structure of Swiss Companies: An Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data.” *European Financial Management*, vol. 11, no. 1, 2005, pp. 51–69, https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2005.00275.x.

Halling, Michael, et al. “Leverage Dynamics over the Business Cycle.” *Journal of Financial Economics*, vol. 122, no. 1, 2016, pp. 21–41, https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.07.001.

Harris, Christopher, and Scott Roark. “Cash Flow Risk and Capital Structure Decisions.” *Finance Research Letters*, vol. 29, 2019, pp. 393–97, https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.09.005.

Harris, Milton, and Artur Raviv. “The Theory of Capital Structure.” *The Journal of Finance*, vol. 46, no. 1, 1991, pp. 297–355, https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x.

Huang, He, and Ye Ye. “Rethinking Capital Structure Decision and Corporate Social Responsibility in Response to COVID-19.” *Accounting & Finance*, vol. 61, no. 3, 2021, pp. 4757–88, https://doi.org/10.1111/acfi.12740.

Keefe, Michael O'Connor, and Mona Yaghoubi. “The Influence of Cash Flow Volatility on Capital Structure and the Use of Debt of Different Maturities.” *Journal of Corporate Finance*, vol. 38, 2016, pp. 18–36, https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.03.001.

Koller, Tim, et al. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 7th ed., Wiley, 2020.

CC BY

REMUNOM
ISSN 2178-6925

Received: 13/10/2026 - **Accepted:** 08/11/2026
Vol: 13.23
DOI: 10.66104/n6zcaj93
Pages: 1-22

La Rocca, Maurizio, et al. “Capital Structure Decisions during a Firm's Life Cycle.” *Small Business Economics*, vol. 37, no. 1, 2011, pp. 107–30, https://doi.org/10.1007/s11187-009-9229-z.

Memon, Zulfiqar Ali, et al. “The Impact of Cash Flow Volatility on Firm Leverage and Debt Maturity Structure: Evidence from China.” *China Finance Review International*, vol. 8, no. 1, 2018, pp. 69–91, https://doi.org/10.1108/CFRI-06-2017-0106.

Miguel, Alberto de, and Julio Pindado. “Determinants of Capital Structure: New Evidence from Spanish Panel Data.” *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, no. 1, 2001, pp. 77–99, https://doi.org/10.1016/s0929-1199(00)00020-1.

Modigliani, Franco, and Merton H. Miller. “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment.” *The American Economic Review*, vol. 48, no. 3, 1958, pp. 261–97, https://www.jstor.org/stable/1809766.

Mohd Azhari, N. K., et al. “Capital Structure of Malaysian Companies: Are They Different during the COVID-19 Pandemic?” *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, vol. 9, no. 4, 2022, pp. 239–50, https://doi.org/10.13106/jafeb.2022.vol9.no4.0239.

Myers, Stewart C. “The Capital Structure Puzzle.” *The Journal of Finance*, vol. 39, no. 3, 1984, pp. 574–92, https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x.

Myers, Stewart C., and Nicholas S. Majluf. “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have.” *Journal of Financial Economics*, vol. 13, no. 2, 1984, pp. 187–221, https://doi.org/10.1016/0304-405x(84)90023-0.

CC BY

REMUNOM
ISSN 2178-6925

Received: 13/10/2026 - **Accepted:** 08/11/2026
Vol: 13.23
DOI: 10.66104/n6zcaj93
Pages: 1-22

Nakamura, Wilson Toshiro, et al. “Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003.” *Revista Contabilidade & Finanças*, vol. 18, no. 44, 2007, pp. 72–85, https://doi.org/10.1590/s1519-70772007000200007.

Nunkoo, Pravish Kumar, and Agyenim Boateng. “The Empirical Determinants of Target Capital Structure and Adjustment to Long-Run Target: Evidence from Canadian Firms.” *Applied Economics Letters*, vol. 17, no. 10, 2010, pp. 983–90, https://doi.org/10.1080/17446540802599671.

Olson, Dennis, and Jan Bartholdy. “What Factors Are Economically Important in the Capital Structure Decision of European Firms?” *Applied Economics Letters*, vol. 32, no. 9, 2025, pp. 1326–29, https://doi.org/10.1080/13504851.2024.2302910.

Opler, Tim, et al. “The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings.” *Journal of Financial Economics*, vol. 52, no. 1, 1999, pp. 3–46, https://doi.org/10.1016/s0304-405x(99)00003-3.

Rodrigues, Claudia Lebre, et al. “Influência da geração de caixa no endividamento de empresas latinoamericanas e os impactos da COVID-19.” *Anais do Convibra 2023*. www.convibra.com.br/anais/adm.

Rodrigues, Claudia Lebre. “Influência de atributos da geração de caixa no endividamento das empresas latino-americanas e os impactos da covid-19”. 2022. Universidade Presbiteriana Mackenzie, dissertação de mestrado. *Repositório Institucional da Universidade Presbiteriana Mackenzie*, https://dspace.mackenzie.br/items/38774d11-6923-4164-bdb3-4d0b357e2880/full.

Saif-Alyousfi, Abdulazeez Y.H., et al. “Determinants of Capital Structure: Evidence from Malaysian Firms.” *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, vol. 12, no. 3/4, 2020, pp. 283–326, https://doi.org/10.1108/apjba-09-2019-0202.

CC BY

REMUNOM
ISSN 2178-6925

Received: 13/10/2026 - **Accepted:** 08/11/2026
Vol: 13.23
DOI: 10.66104/n6zcaj93
Pages: 1-22

Shahzad, Aamer, et al. “The Determinants of Capital Structure: Evidence from SAARC Countries.” *International Journal of Finance & Economics*, vol. 26, no. 4, 2021, pp. 6471–87, https://doi.org/10.1002/ijfe.2132.

Stulz, René M. “Managerial Discretion and Optimal Financing Policies.” *Journal of Financial Economics*, vol. 26, no. 1, 1990, pp. 3–27, https://doi.org/10.1016/0304-405x(90)90011-n.

Titman, Sheridan, and Roberto Wessels. “The Determinants of Capital Structure Choice.” *The Journal of Finance*, vol. 43, no. 1, 1988, pp. 1–19, https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x.

Vo, Thuy Anh, et al. “The Impact of COVID-19 Economic Crisis on the Speed of Adjustment toward Target Leverage Ratio: An International Analysis.” *Finance Research Letters*, vol. 45, 2022, article 102157, https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102157.

CC BY