



Determinantes da Estrutura de Capitais do Setor do Calçado em Portugal

Ana Carolina Matos Coelho

Dissertação de Mestrado

Mestrado em Contabilidade e Finanças

Porto – 2014

INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DO PORTO

INSTITUTO POLITÉCNICO DO PORTO



Determinantes da Estrutura de Capitais do Setor do Calçado em Portugal

Ana Carolina Matos Coelho

**Dissertação de Mestrado
apresentado ao Instituto de Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção
do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças, sob orientação de Mestre Adalmiro
Álvaro Malheiro de Castro Andrade Pereira**

Porto – 2014

INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DO PORTO

INSTITUTO POLITÉCNICO DO PORTO

Resumo

Em 1958, Modigliani e Miller demonstraram que, perante um mercado perfeito, a estrutura de capitais é irrelevante para a criação de valor de uma empresa. Este trabalho despoletou novos estudos, onde foi comprovado o oposto. Neste sentido, através de vários modelos teóricos como a *trade-off theory* e a *pecking order theory*, foi demonstrado que a estrutura de capitais de uma empresa influencia o valor desta.

A presente dissertação tem como objetivo analisar e identificar as determinantes principais que influenciam a estrutura de capitais do setor do calçado em Portugal e, perceber quais as teorias sobre estrutura de capitais que o setor em análise segue. A amostra selecionada respeita a 725 empresas, de um total de 2.289 empresas, para o ano de 2012.

O método estatístico utilizado foi o modelo econométrico de regressão linear e permitiu concluir que a estrutura de capitais do setor do calçado é influenciada positivamente pelas variáveis tangibilidade, dimensão do volume de negócios, rendibilidade dos capitais próprios e prazo médio de recebimento, para um nível de significância de 1%. Por outro lado, esta estrutura é influenciada negativamente pelas variáveis da rendibilidade do ativo, da liquidez geral e da dimensão do ativo.

Os resultados sugerem ainda que, a fórmula de cálculo utilizada nas determinantes conduz a diferentes resultados na estrutura de capitais e, no caso específico deste estudo, a estrutura de capitais do setor do calçado baseia-se na conjugação da *trade-off theory* e *pecking order theory*.

Palavras-chave: estrutura de capitais, *trade-off theory*, *pecking order theory*, setor do calçado

Abstract

In 1958, Modigliani and Miller demonstrated the irrelevance of capital structure for the company's value, in a perfect market. This work triggered new studies, where was demonstrated the opposite. This way, through several theoretical models such as the trade-off theory and the pecking order theory, was demonstrated that capital structure of a firm influenced the value of this.

This thesis aims to analyze and identify the main determinants that influence the capital structure of the footwear industry in Portugal and also, understand which of the theories of capital structure this sector follows. The select sample regards 725 companies, in a total of 2.289 firms in 2012.

The econometric method used was the linear regression model and it allowed to conclude that the capital structure of companies in the footwear industry are positively influenced by the variable of tangibility, size of turnover, return on equity and the mean receipt timeframe, for a significance level of 1%. On the other hand, this structure is negative influenced by the variables of return on assets, of the current ratio and the size of the asset.

The results suggest still that, the formula for calculating used on determinants leads to different results in the capital structure and, in the specific case of this study, the capital structure of the footwear industry is based on a combination of trade-off theory and pecking order theory.

Key-words: capital structure, *trade-off theory*, *pecking order theory*, footwear industry

Agradecimentos

Ao meu orientador, Mestre Adalmiro Álvaro Pereira agradeço por toda a disponibilidade, paciência, orientação, ajuda e apoio ao longo da elaboração da presente dissertação.

Aos meus pais, Maria José e José Coelho, um agradecimento especial por todo o vosso apoio incondicional, paciência, força, exemplo pessoal e por me proporcionarem a minha formação académica. Sem estes, este trabalho não seria possível.

Ao Luís Cunha agradeço por todo o companheirismo, incentivo, força e apoio constante durante estes meses.

Agradeço, também, aos meus amigos pelo apoio e força demonstrados.

Obrigada a todos.

Lista de Abreviaturas

CAE – Classificação Portuguesa das Atividades Económicas

CAPM – *Capital Asset Price Model*

CMVMC – Custo Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas

CSC – Código das Sociedades Comerciais

DIMA – Dimensão do Ativo

DIMV – Dimensão do Volume de Negócios

EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*

END – Endividamento

F&A – Fusões e Aquisições

LIQG – Liquidez Geral

M&M – Modigliani e Miller

OT – Obrigações do Tesouro

PMI – Prazo Médio de Inventários

PMR – Prazo Médio de Recebimento

PSI – *Portuguese Stock Index*

ROA – Rendibilidade do Ativo

ROE – Rendibilidade dos Capitais Próprios

TANG – Tangibilidade dos Ativos

VAL – Valor Atual Líquido

VN – Volume Negócios

Índice geral

Resumo	ii
Abstract.....	iii
Agradecimentos	iv
Lista de Abreviaturas.....	v
Índice de quadros.....	viii
Índice de figuras	ix
INTRODUÇÃO.....	1
CAPÍTULO I – Estrutura de Capitais.....	4
1.1. Teoria Modigliani & Miller	6
1.1.1. Sem Impostos	6
1.1.2. Com Impostos.....	8
1.2. <i>Trade-Off Theory</i>	9
1.2.1. <i>Static Trade-Off Theory</i>	10
1.2.1.1. Impostos.....	10
1.2.1.2. Custos de Falência	11
1.2.2. Teoria da Agência.....	12
1.3. <i>Pecking Order Theory</i>	14
1.4. <i>Market Time Theory</i>	17
1.5. Teoria da Organização Industrial.....	17
1.6. Teoria baseada nas Razões de Controlo.....	18
CAPÍTULO II – Determinantes da Estrutura de Capitais	21
2.1. Tangibilidade dos Ativos	22
2.2. Benefícios Fiscais Não Decorrentes da Dívida.....	23
2.3. Oportunidades de Crescimento.....	24
2.4. Indústria	24
2.5. Dimensão	25

2.6.	Rendibilidade	25
2.7.	Liquidez	27
2.8.	Ciclo de Tesouraria	27
2.9.	Custos de Falência	28
CAPÍTULO III – Estudo Econométrico		31
3.1.	Desenho da Investigação	32
3.2.	Definição das Variáveis	34
3.2.1.	Variável Dependente	34
3.2.2.	Variáveis Independentes	34
3.3.	Caracterização da Amostra	36
3.3.1.	Enquadramento do Setor da Amostra	36
3.3.2.	Amostra	38
3.4.	Estatística Descritiva	39
3.5.	Análise de Estimação dos Resíduos	40
3.6.	Coefficiente de Correlação de Pearson	42
3.7.	Análise dos Resultados	43
CONCLUSÃO		48
Referências Bibliográficas		52

Índice de quadros

Quadro 1 – <i>Agency costs of equity</i> e formas de resolução segundo diferentes autores	14
Quadro 2 – Impacto das determinantes na Estrutura de Capitais	30
Quadro 3 – Hipóteses a testar	34
Quadro 4 – Sumário das variáveis utilizadas no presente estudo econométrico	35
Quadro 5 – Localização Geográfica por Distrito	37
Quadro 6 – Decomposição da Amostra.....	39
Quadro 7 – Resumo da estatística descritiva da amostra	39
Quadro 8 – Região de rejeição e não rejeição da autocorrelação entre resíduos	42
Quadro 9 – Análise de Durbin-Watson	42
Quadro 10 – Coeficiente de Correlação de Pearson	42
Quadro 11 – Sumário do modelo econométrico	43
Quadro 12 – Resultados do modelo	44

Índice de figuras

Figura 1 – Hierarquia da <i>Pecking Order Theory</i>	15
Figura 2 – Ciclo de tesouraria	28
Figura 3 – Gráfico Normal <i>Probability Plot</i>	41
Figura 4 – Histograma	47

INTRODUÇÃO

O estudo da problemática da definição da estrutura de capitais de uma empresa surgiu em 1958 com a publicação do trabalho de Modigliani e Miller, onde como menciona Augusto (2006), os autores introduzem a estrutura de capitais de uma empresa no centro da preocupação financeira.

Segundo o estudo de Modigliani e Miller, quando as empresas atuam num mercado perfeito e ausente de impostos, a sua estrutura de capitais apresenta-se como irrelevante para a criação de valor de uma empresa. Desta forma, os autores pretenderam demonstrar, perante a inexistência de falhas de mercado ou atritos, a independência entre a estrutura de capitais e a criação de valor de uma empresa. Todavia, esta teoria foi posteriormente questionada por diversos autores, sendo o principal argumento para a sua refutação, as imperfeições de mercado, nomeadamente a existência de tributação.

Em 1963, os próprios autores apresentaram uma correção do seu trabalho inicial incluindo neste, o efeito dos impostos. Ao contrário do defendido inicialmente, Modigliani e Miller demonstraram que as empresas obtinham vantagens em recorrer ao endividamento, devido a uma relação positiva entre o valor da empresa e a utilização dos benefícios fiscais decorrentes da dívida. Assim, no seu trabalho procuraram realçar a problemática da definição de estrutura de capitais na criação de valor de uma empresa, perante a existência de falhas de mercado.

Além das vantagens decorrentes do endividamento, outros autores identificaram ainda, os custos de falência e agência como uma falha de mercado, sendo estes a base da *trade-off theory*. Outras teorias como por exemplo, a *pecking order theory*, a *market time theory*, a teoria da organização industrial e a teoria baseada nas razões de controlo, surgiram para abordar esta problemática perante a existência de outras falhas de mercado.

Neste sentido, e através de uma metodologia qualitativa, a análise teórica abordará estas teorias e os seus contributos para a definição de estrutura de capitais de uma empresa.

Nos últimos anos, a evolução do setor do calçado em Portugal tem-se destacado dos restantes setores industriais, não só pelas taxas de crescimento apresentadas, mas também pela contribuição positiva para a balança de pagamentos. Numa fase em que a principal fonte de financiamento deste setor, capital alheio via instituições financeiras, se encontra a atravessar um período de crise, a relevância do estudo das determinantes da estrutura de capitais do setor ganha importância.

A presente dissertação pretende, com base nas teorias anteriormente referidas, analisar e identificar quais as determinantes principais que influenciam a estrutura de capitais no setor do calçado em Portugal. Assim sendo, foi utilizada uma metodologia quantitativa na análise prática, recorrendo-se a um modelo econométrico de regressão linear múltipla, com o intuito de analisar a relação existente entre a estrutura de capitais e as determinantes identificadas.

Definido o objetivo principal, podem destacar-se três objetivos secundários. Em primeiro lugar, expor quais as teorias base que existem sobre estrutura de capitais; em segundo identificar quais as principais determinantes que influenciam a estrutura de capitais de uma organização empresarial, tendo por base os estudos anteriormente realizados; e por último, perceber se as determinantes encontradas para o setor do calçado seguem uma teoria base, ou se, por outro lado, conjugam várias teorias.

A estrutura do presente trabalho encontra-se dividida em três capítulos. No primeiro, são apresentadas as principais teorias sobre estrutura de capitais, destacando-se as teorias de Modigliani e Miller, *trade-off theory* e *pecking order theory*. No segundo capítulo, decorrente de uma análise aos estudos anteriormente realizados sobre esta temática, são descritas, com base nos mesmos, as determinantes e o contributo destas na estrutura de capitais de uma empresa. Por último, o terceiro capítulo destina-se à análise prática da dissertação. Este inicia-se com o desenho da investigação, onde são apresentadas as hipóteses de estudo a testar. Posteriormente, são definidas as variáveis, realizada a caracterização da amostra e, por fim, analisados os resultados do modelo regredido.

CAPÍTULO I – Estrutura de Capitais

A estrutura de capitais de uma organização empresarial é definida pela combinação entre capitais próprios e alheios que financia os seus ativos.

Para Maquieira e Vieito (2010:249), a estrutura de capitais de uma empresa é definida pelo “peso relativo que o valor de mercado da sua dívida e do seu capital próprio têm no capital total dessa instituição”.

Como referem, Brealey, Myers e Allen (2007:445), “a composição da carteira dos diferentes títulos emitidos pela empresa é conhecida por Estrutura de Capital”. Neste sentido, esta estrutura pode ser definida como a estrutura de financiamento, uma vez que reflete as opções de financiamento realizadas. Brealey, Myers e Marcus (2003) definem estrutura de capitais como o conjunto de títulos de uma empresa, sendo que esta estrutura, de acordo com os autores, não é fixa e pode sofrer alterações ao longo do ciclo de vida da empresa, em função das decisões de financiamento tomadas pela sua equipa de gestão ao longo do tempo.

Teixeira (2012) afirma que, na teoria, será considerado como estrutura ótima de capitais a combinação de recursos internos e externos à organização empresarial, de forma a maximizar o seu valor¹ e, por conseguinte, minimizar os problemas financeiros da mesma, tais como a falta de liquidez.

Segundo Augusto (2006:22), até ao ano de 1958 “sustentava-se que, para toda a empresa, existia uma combinação de capitais próprios e alheios (estrutura de capital) que maximizava o seu valor de mercado”, defendendo-se, assim, a existência de uma estrutura ótima de capitais para cada empresa. Deste modo, as empresas deveriam orientar as suas escolhas de financiamento de acordo com a sua estrutura ótima.

¹ Valor – o valor da empresa é o valor dado pelo mercado do ponto de vista agregado de todas as suas fontes de financiamento, como acionistas e credores.

² Mercado perfeito – mercado onde os agentes são racionais e têm informação perfeita.

1.1. Teoria Modigliani & Miller

Em 1958, Modigliani e Miller (M&M) negaram a existência de uma estrutura ótima de capitais, através do seu trabalho “*The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment*” publicado no *The American Economic Review*, que teve como intuito estudar a relação existente entre custo de capital e estrutura de capitais.

1.1.1. Sem Impostos

M&M no seu trabalho, publicado em 1958, demonstraram que a definição de estrutura de capitais é irrelevante para a criação de valor de uma empresa, tendo presente, como mencionado por Augusto (2006), os seguintes pressupostos:

- Ausência de assimetrias de informação, isto é, todos os intervenientes no mercado têm igual acesso à informação;
- Inexistência de impostos e de custos de transação. Os investidores são racionais, ou seja, procuram maximizar o seu bem-estar;
- Recurso ao mercado de crédito efetuado com a mesma facilidade e a mesma taxa de crédito para todas as empresas;
- Inexistência de custos de agência, assumindo que o interesse dos gestores é maximizar a riqueza dos acionistas.

Assim, verificados os pressupostos acima referidos, M&M formularam duas importantes proposições.

- **Proposição I**

A proposição I de M&M refere que perante a inexistência de imperfeições de mercado, o valor de mercado de qualquer empresa é independente da sua estrutura de capitais e, é obtido através da atualização dos resultados esperados, ou seja, os *cash-flows* futuros. Este resultado é possível num mundo sem impostos uma vez que, o custo médio ponderado de capitais é independente da sua estrutura.

Segundo Maquieira e Vieito (2010:253), com esta proposição os autores pretendem demonstrar que o “valor de mercado de uma empresa só depende da sua capacidade futura de gerar *free cash-flow* e da sua política de investimento”.

$$V_u = V_l \quad (1)$$

Sendo:

$V_u = unlevered\ firm$ (valor da empresa não alavancada)

$V_l = levered\ firm$ (valor da empresa alavancada)

Um dos objetivos dos gestores de uma empresa é obter a combinação ótima de valores mobiliários que permita maximizar o valor da mesma. Contudo, de acordo com Brealey *et al.* (2007), M&M consideraram que esta não deve ser uma preocupação para os gestores dado que, num mercado perfeito², é irrelevante para a criação de valor da empresa.

- **Proposição II**

Na proposição II, M&M defenderam que o rendimento esperado de uma ação, e consequentemente o valor da empresa, numa empresa alavancada, é igual ao custo de capital de uma empresa financiada exclusivamente por capital próprio, acrescido de um prémio de risco relacionado com o seu nível de alavancagem. Assim, o valor de uma empresa é independente do seu nível de financiamento.

$$r_e = r_u + \frac{D}{E} * (r_u - r_d) \quad (2)$$

Sendo:

r_e - *expected rate of return* (custo de capital próprio de uma empresa alavancada)

r_u - *unlevered cost of capital* (custo de capital próprio de uma empresa não alavancada)

r_d – *rate of return on borrowings* (custo do endividamento)

$\frac{D}{E}$ - *debt-to-equity ratio* (rácio dívida-capital próprio)

Para Maquieira e Vieito (2010), M&M nesta segunda proposição quiseram demonstrar que o custo de capital próprio de uma organização empresarial aumenta em função do aumento do endividamento pois, quanto maior o endividamento da empresa, maior será a rendibilidade exigida pelos acionistas, dadas as possibilidades de investimento.

Estes autores, mencionaram ainda que, a taxa de rendibilidade exigida pelos acionistas será superior numa empresa alavancada, dado que nestas empresas os acionistas têm em

² Mercado perfeito – mercado onde os agentes são racionais e têm informação perfeita.

atenção o risco económico-financeiro³ e o risco de crédito⁴. Assim, estes exigem um prémio adicional que lhes permita cobrir estes riscos.

De acordo com Augusto (2006), nesta segunda proposição, M&M demonstraram que as opções tomadas pelas empresas relativamente à estrutura de capitais não terão influência nos acionistas, uma vez que, um aumento do rendimento esperado das ações, em resultado de um aumento do endividamento, não os beneficiará, mas apenas os compensará pelo aumento do risco financeiro.

Segundo Brealey *et al.* (2007), a taxa de rendibilidade esperada das ações aumenta com o aumento do rácio dívida-capital próprio. No entanto, este aumento é indiferente aos acionistas porque o aumento da taxa de remuneração esperada é compensado pela taxa de risco exigida pelos mesmos.

Trabalhos posteriores ao de M&M demonstraram que na presença de mercados imperfeitos⁵, a estrutura de capitais torna-se relevante para a definição de valor de uma empresa.

1.1.2. Com Impostos

M&M publicaram em 1963 um trabalho cujo objetivo, como os próprios indicaram, foi corrigir a ausência de impostos apresentada no seu trabalho inicial. Neste trabalho, “*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*” publicado pelo *The American Economic Review*, M&M admitiram a incidência de impostos sobre os rendimentos, e que as vantagens fiscais decorrentes do financiamento por capital alheio são maiores do que haviam sugerido anteriormente. Os autores reconheceram que existe um benefício fiscal resultante da dedução dos encargos financeiros nos lucros. Assim, e de acordo com Silva (2009:6), neste trabalho M&M demonstraram que, “quanto maior a alavancagem da empresa, menor o montante de impostos pagos para o mesmo lucro antes de impostos, o que evidencia o benefício proporcionado pelo endividamento”. Deste modo, a empresa terá vantagens em levar o endividamento até ao seu limite máximo. No entanto,

³ Risco económico-financeiro – este risco resulta da incerteza quanto à capacidade da entidade em produzir receitas operacionais futuras suficientes para cobrir os custos operacionais.

⁴ Risco de crédito – está relacionado com a capacidade da entidade gerar rendimentos futuros, *cash-flows*, suficientes para cobrir as obrigações financeiras.

⁵ Mercado Imperfeito – Ao contrário do mercado perfeito, neste tipo de mercado existem assimetrias de informação.

o endividamento máximo não é realizável, pois a empresa podia entrar em incumprimento e posteriormente, em falência.

Neste sentido, no caso da proposição I com impostos, o valor de mercado de uma empresa alavancada será igual ao valor de uma empresa não alavancada, acrescida dos benefícios fiscais decorrentes do endividamento.

$$V_l = V_u + t_c * D \quad (3)$$

Sendo:

t_c – *tax rate* (taxa imposto)

D – *debt* (endividamento)

$t_c * D$ - *tax-shield* (poupança fiscal)

No caso da proposição II com impostos, um aumento da alavancagem pressupõe um aumento do risco financeiro e, conseqüentemente, da rendibilidade exigida pelos acionistas, descontado pelo benefício fiscal da dívida.

$$r_e = r_u + \frac{D}{E} * (r_u - r_d) * (1 - t_c) \quad (4)$$

Apesar do importante contributo dos trabalhos de M&M, é importante realçar que existem outros elementos que influenciam a estrutura de capitais de uma empresa. Destacam-se, assim, os custos de falência, os custos de agência e os efeitos fiscais que serão abordados nos pontos seguintes.

1.2. Trade-Off Theory

Segundo Frank e Goyal (2009), a *trade-off theory* estabelece que a estrutura de capitais é determinada pelo equilíbrio entre os benefícios fiscais da alavancagem financeira e os custos desta, nomeadamente os custos de falência, de agência e os impostos. De acordo com Silva (2009), a proporção de capital próprio e de dívida altera o valor da organização empresarial, o que permite determinar qual a estrutura de capitais ótima que maximiza o valor da empresa.

Segundo Myers (1984), a empresa consegue maximizar o seu valor através de uma estrutura de capitais que otimize a relação entre os custos, no caso dos custos de falência, e os benefícios, no caso dos benefícios fiscais, provenientes do recurso ao capital alheio.

A *trade-off theory* apresenta dois modelos, o *static trade-off theory* baseado nos impostos e nos custos de falência e o modelo baseado nos custos de agência.

1.2.1. *Static Trade-Off Theory*

Como referido anteriormente, o *static trade-off theory* é baseado no valor dos benefícios fiscais e nos custos de falência. O endividamento permite às empresas por um lado, obter benefícios fiscais mas por outro, aumentar os seus custos financeiros.

Neste sentido, esta teoria tem como objetivo obter a estrutura de capitais ótima de uma empresa através da conjugação dos benefícios fiscais, proporcionados pelo endividamento, com os custos deste, como é o caso dos custos de falência, uma vez que, quanto maior o endividamento maior o risco de a empresa entrar em incumprimento.

1.2.1.1. Impostos

A relação dos impostos com a estrutura de capitais foi inicialmente estudada por Miller em 1977, no seu trabalho “*Debt and Taxes*” publicado no *Journal of Finance*. Além deste autor, também, DeAngelo e Masulis em 1980 estudaram esta relação.

Correia (2012) mencionou que M&M, em 1963, defenderam que o valor de uma empresa é maximizado quando o financiamento é feito exclusivamente por dívida, na presença de impostos sobre os rendimentos coletivos.

Em 1977, Miller apresentou um modelo onde expõe o impacto das diferentes taxas de imposto sobre os investidores na estrutura de capitais de uma organização empresarial. De acordo com o modelo, até determinado valor, os investimentos realizados pelos investidores estão isentos de risco, mas quando este valor é ultrapassado ficam sujeitos a tributação. Assim, apenas investem quando a taxa oferecida pela empresa os compensar pelo acréscimo de imposto a que ficam sujeitos. Segundo o autor, e considerando as decisões de investimento fixas, quando a poupança fiscal da empresa é superior ao prejuízo fiscal das pessoas singulares, a empresa consegue convencer os investidores a trocar ações por dívida. Esta troca termina quando a poupança fiscal da empresa igualar o custo fiscal dos indivíduos.

No entanto, este modelo é baseado no pressuposto de que o resultado da empresa antes de encargos é sempre positivo, de modo a que, os custos com o endividamento sejam

deduzidos na sua totalidade. Assim, não admite a existência de resultados inferiores ao valor total dos encargos a deduzir. Além disso, Miller (1977) no seu trabalho não admitiu a existência de outras fontes de proteção fiscal alternativas que não sejam as proporcionadas pelo endividamento.

Neste sentido, o estudo de DeAngelo e Masulis (1980) revelou que, à medida que o endividamento aumenta, a probabilidade de o resultado ser inferior ao esperado cresce, pelo que, os benefícios proporcionados pelo endividamento poderão não ser utilizados. Desta forma, demonstraram que, a utilização de fontes de proteção fiscal alternativas são suficientes para que a empresa consiga diminuir o peso do endividamento na sua estrutura de capitais, como é o caso da utilização das depreciações. As depreciações são um custo aceite fiscalmente e, conseqüentemente, ao utilizá-las a empresa consegue obter um resultado inferior antes de imposto, pelo que, o valor de imposto a pagar será menor. Deste modo, o peso do endividamento na estrutura de capitais diminui derivado do acréscimo destas fontes, pois a empresa obtém benefícios fiscais sem necessitar de recorrer ao endividamento.

1.2.1.2. Custos de Falência

Os custos de falência, também denominados como custos de insolvência financeira, resultam do não cumprimento das empresas perante as suas obrigações. Estes podem ser classificados como diretos e/ou indiretos. Os diretos são os custos associados ao processo de falência da empresa, ou seja, os custos com advogados, os custos administrativos e os custos legais. Os custos indiretos são todos aqueles que a empresa suporta quando existe uma forte possibilidade de falência num futuro próximo.

De acordo com Baxter (1967), o risco de falência aumenta perante o aumento da alavancagem financeira que, conseqüentemente, eleva a taxa de retorno exigida pelos investidores.

A probabilidade de uma empresa entrar em falência depende da capacidade desta em conseguir obter *cash-flows* operacionais suficientes que satisfaçam o serviço da dívida, nomeadamente o pagamento de juros e os reembolsos de capital.

Em 1977, Warner apresentou o primeiro trabalho sobre custos de falência. O autor focou o seu estudo nos custos de falência diretos e concluiu que o peso destes é reduzido, mas que estes valores não devem ser ignorados na discussão sobre as decisões da estrutura de

capitais. Posteriormente, Altman (1984) reconhecendo a importância dos custos indiretos de falência, apresentou uma metodologia que tinha como objetivo identificar e medir empiricamente estes custos, pois, segundo o autor, estes têm uma importância acrescida nas decisões de estrutura de capitais e valorização da empresa. Neste sentido demonstrou que, quer os custos diretos quer os indiretos, representam pelo menos 20% do valor de uma empresa. Assim, concluiu que o seu peso na seleção de formas alternativas de financiamento é relevante.

Estes custos são vistos como um obstáculo à opção de financiamento através de capital alheio, pois o aumento do endividamento traduz-se num aumento dos custos de falência.

1.2.2. Teoria da Agência

A teoria da agência surge da relação entre os gestores e os acionistas da entidade, onde aos primeiros é delegada autoridade para tomar decisões em nome dos segundos. No entanto, verifica-se que o interesse de ambos não é coincidente. Enquanto o objetivo do gestor é maximizar o valor do seu bem-estar, o do acionista é maximizar o seu investimento.

Para Maquieira e Vieito (2010:328), entende-se por relação de agência “a que se estabelece entre o(s) principal(s) e os agente(s), sendo que os primeiros delegam nos segundos a elaboração de um conjunto de atividades”. E “os problemas de agência surgem quando os interesses destas partes divergem, tentando o agente maximizar a sua riqueza pessoal, em detrimento do bem-estar dos acionistas”. Augusto (2006), afirma que os custos de agência provocam ineficiências que afetam o valor da entidade.

Para Maria Hélder (n.d.:402) os conflitos de interesse surgem “porque, de acordo com a teoria do comportamento, o “agente” actuará no seu próprio interesse, isto é, não investirá o seu melhor “esforço” a menos que o seu investimento seja consistente com a maximização do seu bem-estar”. Segundo a autora, a teoria de agência preocupa-se em demonstrar quais os conflitos que podem surgir entre *stakeholders* e gestores e, quais os mecanismos de controlo que devem existir na empresa, de modo a que, estes sejam minimizados.

Jensen e Meckling (1976) foram os primeiros autores a estudar este tema, e segundo estes, a relação de agência é estabelecida através de um contrato entre o acionista e o gestor, onde ao gestor é delegada autoridade para agir em nome do acionista. No entanto, as decisões tomadas pelo gestor, que tem como objetivo maximizar o valor do seu bem-estar,

nem sempre coincidem com a do acionista, cujo objetivo é maximizar o capital próprio. Os autores identificaram dois tipos de custos de agência que afetam negativamente o valor da empresa:

- *agency costs of equity* (custos de agência do capital próprio); e
- *agency costs of debt* (custos de agência da dívida)

Os *agency costs of equity* resultam do conflito de interesses entre os acionistas e os gestores. O quadro 1 mostra os principais trabalhos desenvolvidos nesta área sobre os referidos custos e qual a proposta para eliminar os mesmos.

Por outro lado, os *agency costs of debt* resultam do conflito de interesse entre acionistas e credores da empresa, pois os acionistas tendem a investir em projetos de risco elevado quando estes são financiados por credores. Neste sentido, os credores, de modo a cobrir a sua posição, exigem taxas de remuneração mais elevadas e contratos de empréstimos onde a sua posição seja protegida. De acordo com Park (2000), a estrutura de endividamento permite reduzir os *agency costs of debt* uma vez que, o recurso ao endividamento de curto prazo, onde os contratos são renegociados frequentemente, possibilita um melhor acompanhamento por parte dos credores e, permite diminuir os *cash-flows* disponíveis para a gestão.

Jensen e Meckling (1976), sustentam uma estrutura ótima de capitais onde os dois tipos de custos de agência são minimizados. De acordo com Augusto (2006), os mecanismos apresentados para minimizar os custos de agência, como por exemplo, o recurso ao endividamento, a diminuição da maturidade dos contratos de endividamento e os planos de compensação dos administradores, permitem diminuir estes custos e, conseqüentemente obter uma estrutura ótima de capitais.

Trabalho	Tipo de Conflito	Meio proposta para a sua resolução	Vantagens do meio proposto	Desvantagens do meio proposto
Jensen e Meckling (1976)	Deslocação dos recursos da empresa para o consumo privado dos administradores	Recursos ao endividamento	Redução dos recursos que podem ter uma utilização discricionária por parte dos administradores	Problemas de "substituição de ativos"
Jensen (1986)	Problema de sobre-investimento	Recursos ao endividamento	Redução do <i>free cash-flow</i>	-
Grossman e Hart (1982), Williamson (1988) e Harris e Raviv (1990)	Possibilidade de liquidar ou reorganizar a empresa	Recursos ao endividamento	Permite a liquidação da empresa	Custos de produção e divulgação de informação
Stulz (1990)	Problemas de sobre-investimento	Recursos ao endividamento	Redução do <i>free cash-flow</i>	Problemas de sub-investimento
Barnea et al. (1990)	Atitude discricionária por parte dos administradores face aos recursos da empresa	Plano <i>stock options</i> conjugado com a distribuição de parte do <i>free cash-flow</i>	Incentiva os administradores e reduz o <i>free cash-flow</i>	-
Haugen e Senbet(1987) e Narayanan (1988)	-	Emissão de títulos híbridos	Combina as vantagens do endividamento com as do capital próprio	-

Quadro 1 – *Agency costs of equity* e formas de resolução segundo diferentes autores (Fonte: Augusto(2006))

1.3. *Pecking Order Theory*

Segundo Huang e Ritter (2004), na *pecking order theory* as empresas optam pelos recursos internos e apenas recorrem aos recursos externos quando os internos são insuficientes.

Na *pecking order theory* existe uma hierarquia quanto às formas de financiamento devido às assimetrias de informação⁶ entre gestores e investidores. Teixeira (2012) advoga que, segundo esta teoria, as fontes de financiamento devem seguir uma ordem hierárquica de acordo com o risco desta fonte. Assim, as empresas têm ao seu dispor três formas de financiamento: autofinanciamento, endividamento e capital próprio.

⁶ Assimetria da informação – A informação detida pelos gestores é superior à informação conhecida pelos investidores externos, em relação à situação de uma entidade.



Figura 1 – Hierarquia da *Pecking Order Theory* (Fonte: Elaboração própria)

No seu estudo sobre as práticas de financiamento das empresas americanas, Donaldson (1961) concluiu que estas optam, em primeiro lugar, pelo autofinanciamento, uma vez que o recurso ao financiamento externo expõe as empresas às influências do mercado de capitais e, também, à observação por parte da concorrência. Deste modo, apenas recorrem ao financiamento externo quando os fundos internos se tornam insuficientes. Este comportamento designa-se por *pecking order hypothesis*.

É de realçar que, a *pecking order theory* apenas consolidou a sua base teórica com o trabalho de Myers e Majluf (1984). Para os autores, quando os gestores detêm mais informação sobre os ativos e oportunidades de investimento que os investidores, as ações da empresa podem ser mal avaliadas pelo mercado. Esta assimetria de informação pode originar uma subavaliação das ações, ou seja, que estas apresentem um valor inferior ao que na realidade valem. De acordo com Augusto (2006: 141) “a subavaliação pode ser de tal ordem que o recurso a um aumento do capital próprio, para financiar um novo projecto, leve os novos investidores a obterem mais do que o valor actual líquido (VAL) do mesmo, ao adquirem ações subvalorizadas, o que resulta num prejuízo líquido para os antigos accionistas ou rejeição do projecto, mesmo que o VAL seja positivo”. Assim, os autores demonstraram que na presença de assimetrias de informação, as empresas financiam os seus projetos recorrendo, em primeiro lugar, ao autofinanciamento.

Também para os autores Jong, Verbeek e Verwijmeren (n.d.), na *pecking order theory*, em consequência das assimetrias de informação, as empresas apresentam uma ordem hierárquica na escolha das fontes de financiamento. A preferência destas recai, em primeiro lugar, sobre o financiamento interno em detrimento do externo.

Leary e Roberts (2005), e posteriormente Frank e Goyal (2009), defenderam que as empresas para evitarem os problemas de assimetrias de informação, optam por usar os fundos internos aquando das decisões de financiamento. No entanto, quando estes se tornam insuficientes, estas recorrem numa primeira instância ao endividamento e por

último à emissão de capital próprio. Neste sentido, e como mencionam os autores, a *pecking order theory* prevê que as assimetrias de informação entre gestores e investidores crie preferências relativamente às fontes de financiamento, optando em primeiro lugar pelo autofinanciamento, posteriormente por dívida e por último recorrem ao capital próprio. A opção por esta hierarquia prende-se com a minimização dos custos, pois no recurso ao endividamento e à emissão de capital próprio estes apresentam-se superiores para a empresa. Além disso, o recurso ao autofinanciamento permite atenuar os custos de agência porque os gestores irão aplicar os *cash-flows* disponíveis na melhor alternativa de investimento.

O autofinanciamento é o meio de que a empresa dispõe para financiar os seus investimentos futuros. Ao recorrer ao endividamento e à emissão de capital próprio a empresa fica sujeita a custos, como os juros, os custos de falência e agência e o custo de capital próprio, respetivamente. O custo de capital próprio consiste na remuneração exigida pelos titulares de capital tendo em consideração os níveis de risco por si suportados, sendo o modelo mais conhecido que permite calcular este custo, o *Capital Asset Price Model* (CAPM). Este modelo permite determinar qual a taxa de retorno esperada pelos investidores, face ao risco a que estão expostos e, conhecer a taxa de retorno mínima dos investimentos que a empresa deverá apresentar, de forma a satisfazer as expectativas dos investidores.

$$R_j = R_f + (R_m - R_f) * \beta_j \quad (5)$$

Sendo:

R_j = *required return of equity* (rentabilidade do ativo para os acionistas)

R_f = *risk free rate* (rentabilidade ativo sem risco- OT)

R_m = *expected market return* (rentabilidade do mercado, por exemplo PSI20)

β_j = *beta of the security* (sensibilidade do retorno do ativo em relação aos do mercado)

Para Augusto (2006:136), a estrutura de capitais na *pecking order theory* é “interpretada ao nível de cada empresa e em cada momento”. Como refere o mesmo autor, nesta teoria a rentabilidade passada da empresa ganha importância, uma vez que permite determinar qual a capacidade de autofinanciamento da empresa, pois os dados passados assumem-se como previsões da avaliação futura.

1.4. *Market Time Theory*

Na *market time theory* a decisão pelo tipo de financiamento irá depender da análise feita pelo gestor às condições do mercado de capitais, ou seja, se é preferível recorrer à emissão de capital próprio ou, por outro lado, à emissão de dívida.

Segundo Huang e Ritter (2004), esta teoria baseia-se no custo de capital próprio. Assim, quando este custo é baixo as empresas preferem recorrer ao financiamento através da emissão de capital próprio, optando apenas pela emissão de dívida, quando este for elevado.

Miglo (2010) defendeu que a emissão de capital próprio depende da performance do mercado, assim, quando esta for favorável as empresas emitem capital próprio. Para o autor, esta decisão está relacionada com o desempenho do valor das ações, optando por emitir apenas quando o retorno é elevado.

Por último, Baker e Wurgler (2002) apontaram que, a intenção dos gestores deve ser explorar as flutuações do custo de capital próprio. Desta forma e, segundo os mesmos, os gestores recorrem à emissão de capital próprio para financiar os seus projetos quando a performance do mercado é alta e, quando o custo de capital próprio é baixo.

1.5. Teoria da Organização Industrial

A teoria da organização industrial, que se baseia na *trade-off theory*, tem como objetivo estudar a relação existente entre a estrutura de capitais e a estratégia de mercado adotada pelas organizações empresariais.

O estudo pioneiro de Brander e Lewis (1986) assenta nos pressupostos da existência de custos de agência; de um mercado duopólio⁷; de curvas da procura lineares e resultados incertos. Neste sentido, têm como objetivo estudar a relação entre os níveis de endividamento de uma empresa e as decisões desta sobre o volume de produção. Os autores provaram que o aumento do rácio de endividamento incentiva as empresas a aumentar a sua produção relativamente à sua concorrente, pois permite aumentar o *output* e consequentemente, o resultado esperado. No entanto, a volatilidade da empresa aumenta também.

⁷ Mercado duopólio – mercado onde apenas existem duas entidades concorrentes e dominantes.

Por outro lado, Bolton e Scharfstein (1990) demonstraram que o uso excessivo do endividamento por parte da empresa, permitia à sua concorrente obter vantagens periódicas ao nível do financiamento, uma vez que no futuro a empresa terá mais dificuldade com o refinanciamento.

Outros autores, seguindo uma linha de investigação diferente, estudaram a relação existente entre a estrutura de capitais e a estratégia de diversificação no mercado do produto usada pela empresa. Segundo Balakrishnan e Fox (1993), esta estratégia apresentou um efeito positivo na estrutura de capitais, pois permitiu à empresa reduzir o seu risco operacional⁸ e melhorar a sua capacidade de endividamento.

Por sua vez Kochhar e Hitt (1998), concluíram que a estratégia de diversificação utilizada pela empresa influencia a opção de financiamento. Desta forma, quando a empresa opta por um plano de diversificação conexa, onde as estratégias estão ligadas entre si, recorre ao financiamento através de capital próprio. Por outro lado, quando as estratégias de diversificação não se relacionam, a escolha de financiamento recai sobre o endividamento.

O estudo de Titman (1984) relacionou a estrutura de capitais com as características dos produtos e serviços da empresa. Para o autor, as entidades com produtos e serviços únicos e de grande qualidade recorrem menos ao endividamento, uma vez que incorrem em custos superiores e, no caso de falência, estes são transferidos para os *stakeholders*.

1.6. Teoria baseada nas Razões de Controlo

De acordo com Augusto (2006), a estrutura de capitais de uma empresa pode ser influenciada pelas designadas operações de controlo, que consistem em operações de fusão, aquisição e *takeover*⁹.

Em 1988, Harris e Raviv, analisaram qual o comportamento dos administradores perante uma operação de *takeover*. Nesse sentido, e para proteger a sua posição, o administrador tenta adquirir ações junto dos investidores recorrendo à emissão de dívida. Como menciona Augusto (2006:193) “a particular resistência dos administradores face à perda de controlo para um rival leva-os a aumentar o rácio de endividamento da empresa,

⁸ Risco operacional – risco associado ao processo de negócios da entidade. Segundo o Comité de Basel a definição deste risco é “o risco de perda que resulta de processos internos, pessoas, sistemas ou processos externos, que falham ou são inadequados.”

⁹ Uma operação de *takeover* consiste na aquisição de capital de uma empresa, designada empresa alvo, quando a empresa alvo não quer ser adquirida ou o seu conselho de administração não tem conhecimento desta operação.

nomeadamente quando esta é alvo de uma tentativa de *takeover*”. Desta forma, e como refere o mesmo autor, o controlo de uma empresa influencia a sua estrutura de capitais, uma vez que os administradores têm a capacidade de alterar esta estrutura de modo a manterem a sua posição.

Berger, Ofek e Yermarck (1997), demonstraram com o seu estudo que após uma tentativa de *takeover*, o rácio de endividamento das empresas aumentou cerca de 13%. Nesta linha de raciocínio, Safieddine e Titman (1999), na análise a 573 empresas norte americanas, compreendidas entre 1982 e 1991, demonstraram que após uma tentativa de *takeover* o rácio de endividamento passou de 59,8% para 71,5%. Além disso, comprovaram ainda, que estas empresas aumentaram a sua eficiência de gestão e melhoraram significativamente os seus *cash-flows* operacionais.

Para além das operações de *takeover*, as fusões e aquisições são também operações de controlo que podem influenciar a estrutura de capitais.

Como refere Carvalho (2007:38) “as aquisições visam o controlo total ou parcial de uma empresa – a empresa alvo ou adquirida – por parte de outra enquanto que as fusões se caracterizam pelo facto de serem voluntárias”.

Para Gaughan (1999; citado por Barros 2011), uma fusão corresponde à junção de duas empresas numa só, pelo que, apenas uma empresa sobrevive, deixando de existir a empresa incorporada. O mesmo autor refere ainda que a aquisição consiste em adquirir uma empresa na sua globalidade ou apenas uma participação de controlo desta.

De acordo com o art.º 97 do código das sociedades comerciais (CSC) a fusão é definida como a reunião de duas ou mais sociedades numa só e esta modalidade pode ser realizada de duas formas: i) pela transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra; neste caso falamos de fusão incorporação ou absorção; ii) pela constituição de uma nova sociedade onde são transferidos os patrimónios das sociedades fundidas; neste caso estamos perante uma fusão corporação.

Segundo Carvalho (2007:45) as empresas recorrem às operações de fusão e aquisição (F&A) porque é “mais rápido e rentável de aumentar a sua capacidade, obter novas competências, penetrar em novas áreas ou reafectar os recursos ao controlo de uma gestão mais eficiente”.

Para Ferreira (2002) são motivos para operações de F&A as vantagens fiscais, a redistribuição de recursos e a exploração de eficiência entre as empresas.

Nas operações de F&A, a sociedade resultante pode originar três grupos designados por:

- F&A horizontais. Segundo Ferreira (2002), esta modalidade resulta entre empresas que atuam no mesmo setor e indústria, e têm como objetivo criar uma organização com maior dimensão.
- F&A verticais, de acordo com Carvalho (2007), resultam da junção de empresas que operam em diferentes estádios da produção de um produto ou serviço. Ferreira (2002), menciona que para isso é preciso conhecer bem a indústria e os estádios de produção da mesma.
- F&A conglomerado. Esta modalidade de F&A ocorre em empresas de diferentes setores. Como menciona Ferreira (2002:178-181), as F&A conglomerado podem ser divididas em (i) controlo financeiro, que resultam da reunião das empresas ao nível do planeamento e da gestão estratégica e empresarial; e (ii) em empresariais, estratégicos ou de administração que “desempenham as funções de nível de topo, estratégicos ou empresariais para além de assumirem a responsabilidade e o controlo financeiro”.

CAPÍTULO II – Determinantes da Estrutura de Capitais

Segundo Frank e Goyal (2007), apesar da quantidade de estudos sobre as teorias da estrutura de capitais e quais as determinantes que influenciam a mesma, não existe um modelo que seja unânime.

As determinantes a apresentar neste capítulo, têm como base as teorias estudadas no capítulo anterior e que podem influenciar a escolha da estrutura de capitais, como é o caso da rendibilidade, dos benefícios fiscais não decorrentes da dívida, da tangibilidade dos ativos, das oportunidades de crescimento, da indústria, da dimensão da empresa, da liquidez, do ciclo de tesouraria e dos custos de falência.

2.1. Tangibilidade dos Ativos

A maior parte das teorias sobre estruturas de capitais argumenta que o tipo de ativo detido pela empresa afeta a sua escolha sobre a estrutura de capitais, conforme referiram Titman e Wessels (1988). Os autores mencionaram ainda que, as empresas podem usar os ativos como forma de garantir o cumprimento da dívida.

Scott (1977; citado por Proença 2012) mencionou que, as empresas cujos ativos tangíveis podem ser usados como garantia, devem emitir mais dívida. As empresas com um elevado número de ativos tangíveis apresentam um valor de liquidação superior e, conseqüentemente, uma maior capacidade de endividamento.

Bradley, Jarrell e Kim (1984); Frank e Goyal (2007) e Noulas e Genimakis (2011) consideram existir uma relação positiva entre alavancagem e ativos fixos tangíveis de uma empresa. Os primeiros sugeriram que, as empresas que investiram em ativos tangíveis demonstraram uma alavancagem financeira superior, ou seja, os investimentos foram efetuados com recurso a capitais alheios, em detrimento do recurso a capitais próprios. Frank e Goyal (2007), partilhando a mesma ideia, acrescentaram ainda que, os agentes externos à organização empresarial têm mais facilidade em avaliar os ativos das empresas, dado o menor nível de subjetividade associado à validação dos mesmos. Deste modo, são esperados menores custos de falência e menores problemas de agência relacionados com a dívida, uma vez que, os agentes têm capacidade de realizar avaliações mais precisas. Por sua vez, Noulas e Genimakis (2011) mencionaram que, os ativos tangíveis são vistos como garantia da dívida, dado permitirem diminuir o risco de não cumprimento perante os credores e, ainda, aumentar a alavancagem das empresas.

Para todos os autores é consensual a existência de uma relação positiva pois, quanto maior a proporção de ativos tangíveis da empresa, maior a capacidade de alavancagem desta.

2.2. Benefícios Fiscais Não Decorrentes da Dívida

Segundo Miller (1977), as empresas apresentam vantagens em recorrer ao endividamento, pois os encargos, como os juros, daí decorrentes, podem ser deduzidos ao valor de imposto a pagar. Frank e Goyal (2007) consideram que as elevadas taxas de imposto proporcionam um aumento dos benefícios fiscais provenientes da dívida. Dessa forma, a *trade-off theory* prevê que as empresas, de modo a aproveitar estes benefícios, recorram mais ao endividamento quando as taxas forem elevadas.

Pelo contrário, DeAngelo e Masulis (1980), demonstraram que, as empresas através de fontes de proteção fiscal alternativas, como as depreciações, conseguem diminuir o peso do seu endividamento. Além disso, e segundo os mesmos, com o aumento do endividamento a probabilidade de estas utilizarem os benefícios fiscais diminui. Neste sentido, empresas com um elevado valor de fontes de proteção fiscal alternativas, apresentam uma parcela menor de endividamento. Assim, os benefícios fiscais não decorrentes da dívida variam em sentido oposto ao incentivo ao endividamento. Noulas e Genimakis (2011), que inicialmente seguiram o raciocínio destes autores, esperam que as empresas ao utilizarem os benefícios fiscais não decorrentes da dívida, apresentem uma estrutura de capitais pouco alavancada. Neste sentido, é esperada uma relação negativa entre estes benefícios e o endividamento. No entanto, o seu estudo demonstrou, contrariamente ao esperado, uma relação positiva entre o endividamento e os benefícios fiscais não decorrentes da dívida.

Por sua vez, Ozkan (2001), Pindado e Miguel (2000) nos seus trabalhos vêm reforçar a ideia de que existe uma relação inversa entre alavancagem e benefícios fiscais não decorrentes da dívida. Segundo os autores, quando a alavancagem aumenta, os benefícios fiscais não decorrentes da dívida diminuem, mas quando estes benefícios aumentam a empresa apresenta menos alavancagem.

O cálculo desta determinante está relacionado com a tangibilidade dos ativos, uma vez que, se a empresa apresentar reduzida tangibilidade, os benefícios não decorrentes da dívida serão também reduzidos. Mas, caso o valor dos ativos tangíveis seja elevado, os benefícios também o serão.

2.3. Oportunidades de Crescimento

Proença (2012) mencionou que as oportunidades de crescimento estão relacionadas com a capacidade da empresa em investir, e que estas oportunidades permitem aos investidores, credores e acionistas avaliarem a empresa.

Ross (1977; citado por Proença 2012) concluiu existir uma relação positiva entre endividamento e crescimento, uma vez que, este último permite avaliar a probabilidade de falência da empresa.

No entanto, para Stulz (1990; citado por Noulas e Genimakis 2011) as empresas com maiores oportunidades de crescimento estão associadas a níveis mais elevados de falência, defendendo por isso, uma relação negativa entre oportunidades de crescimento e endividamento. Temos como exemplo as *start-ups*, as quais têm dificuldades na obtenção de financiamento apesar das elevadas oportunidades de crescimento, devido à sua reduzida tangibilidade e elevado risco operacional. Titman e Wessels (1988), tal como Stulz (1990), defenderam que os custos de agência entre os diversos *stakeholders* são superiores em empresas presentes em mercados em crescimento. Posto isto, o endividamento de longo prazo estará negativamente relacionado com as oportunidades de crescimento.

2.4. Indústria

Os rácios de alavancagem variam de indústria para indústria, conforme refere Frank e Goyal (2007).

Harris e Raviv (1991; citado por Noulas e Genimakis 2011) mencionaram que empresas do mesmo setor apresentam estruturas de capitais semelhantes. Além disso, o nível de alavancagem de uma empresa e, conseqüentemente a sua estrutura de capitais, é ajustado para o nível de alavancagem do setor onde estas se encontram inseridas.

No seu estudo, Titman e Wessels (1988) demonstraram que a atividade operacional de uma empresa influencia o seu custo de capital, defendendo que, empresas de produção de maquinaria e equipamento apresentam menores níveis de endividamento.

Jordan, Lowe e Taylor (1998; citados por Proença 2012) têm uma opinião contrária à apresentada anteriormente. Para estes, cada empresa tem o seu nível de endividamento, sendo que, o setor onde se encontra inserida não influencia a sua estrutura de capitais.

2.5. Dimensão

Segundo Noulas e Genimakis (2011), é esperada uma relação positiva entre a dimensão da empresa e a sua alavancagem, uma vez que, grandes empresas apresentam uma elevada diversificação de produtos e serviços e, conseqüentemente, menores custos de falência. Assim, a diversificação das suas atividades permite às empresas reduzir o grau de risco de falência, e por seu turno, melhorar as suas capacidades de investimento.

Esta ideia foi também defendida por Titman e Wessels (1988); Rajan e Zingales (1995); Ozkan (2001) e Frank e Goyal (2007), os quais referiram que empresas de grande dimensão apresentam uma maior diversificação e, conseqüentemente, são menos propensas à falência. Os últimos autores consideram que empresas de maior dimensão apresentam menores riscos de incumprimento e ainda que, empresas mais experientes no mercado da dívida, têm melhores capacidades de cumprir com as suas obrigações.

Segundo Ozkan (2001), os custos sobre as decisões de financiamento podem ser irrelevantes para grandes empresas, uma vez que, em virtude da sua diversificação e conseqüentemente, reduzido risco de falência, conseguem obter vantagens na obtenção de financiamento no mercado de capitais, nomeadamente através de taxas de juro mais rentáveis e maturidades superiores.

2.6. Rendibilidade

A rendibilidade traduz-se na capacidade da empresa em produzir rendimento e, esta pode ser calculada através de vários indicadores, tais como a rendibilidade das vendas, a rendibilidade do ativo (ROA) e a rendibilidade dos capitais próprios (ROE). A análise da rendibilidade das vendas é determinada pela relação entre o lucro obtido e as vendas realizadas num determinado período. Por outro lado, a ROA exprime a capacidade de uma empresa em gerar resultados com os ativos que tem à sua disposição. Por último, a rendibilidade dos capitais próprios espelha a relação entre o resultado líquido e os capitais próprios e permite medir a capacidade e eficácia dos mesmos.

Com base na *trade-off theory*, a rendibilidade apresenta uma relação positiva com o endividamento, dado que, quanto maiores os resultados tributáveis, maior o incentivo ao endividamento, de modo a aumentar os benefícios fiscais decorrentes da dívida. Por outro lado, a rendibilidade apresenta uma relação negativa considerando os pressupostos da

pecking order theory, uma vez que quanto maiores os *cash-flows* disponíveis, maior a capacidade de autofinanciamento.

Para os autores Myres (1984; citado por Titman e Wessels 1988); Titman e Wessels (1988); Rajan e Zingales (1995); Ozkan (2001); Frank e Goyal (2007) e Noulas e Genimakis (2011), a rentabilidade apresenta uma relação negativa com o endividamento. De acordo com os primeiros autores, as empresas preferem recorrer primeiro aos fundos internos e posteriormente aos externos e, os resultados acumulados de uma empresa podem ser uma determinante importante na sua estrutura de capitais. Ozkan (2011), acrescentou ainda que, empresas altamente rentáveis têm uma capacidade superior de autofinanciamento. Neste sentido, reforça a ideia de que a rentabilidade apresentada por uma empresa é inversa ao seu nível de alavancagem, pelo que quando o nível de rentabilidade é elevado a empresa apresenta baixos níveis de alavancagem, por sua vez para baixos níveis de rentabilidade a empresa apresenta uma elevada alavancagem. Noulas e Genimakis (2011), mencionaram que uma menor rentabilidade pode provocar problemas financeiros, obrigando as empresas a recorrer ao endividamento.

Frank e Goyal (2007), inicialmente defenderam que as empresas mais rentáveis enfrentam custos de falência mais baixos e, assim, conseguem obter benefícios fiscais mais valiosos. No entanto, os autores concluíram que estas tornar-se-ão menos alavancadas ao longo do tempo, corroborando assim a *pecking order theory*.

Jensen (1986), defendeu uma posição contrária à apresentada, considerando existir uma relação positiva entre rentabilidade e endividamento. O autor realça que, uma das soluções para reduzir os custos de agência existentes entre gestores e acionistas é o recurso à emissão de dívida, dado que, desta forma, é reduzido o poder discricionário dos gestores sobre o *free cash-flow* disponível.

2.7. Liquidez

Segundo Ozkan (2001), os rácios de liquidez apresentam um impacto misto sobre a estrutura de capitais. Por um lado, as empresas com um elevado rácio de liquidez podem alavancar-se, dado que apresentam uma boa capacidade financeira para cumprir os seus compromissos. Assim, existiria uma relação positiva entre liquidez e alavancagem. Mas, por outro lado, a relação entre liquidez e alavancagem é negativa quando as empresas utilizam os seus ativos líquidos, como recurso, para financiar os seus investimentos, respeitando os pressupostos da *pecking order theory*. Neste sentido, no seu estudo o autor encontrou evidência de que esta determinante apresenta uma relação negativa com o endividamento.

Para Proença (2012), o índice de liquidez mede a capacidade da empresa em cumprir as suas obrigações de curto prazo, e conseqüentemente, testar a solvabilidade de uma empresa no curto prazo. Segundo o autor, existe uma relação negativa entre liquidez e alavancagem uma vez que, as empresas que seguem a *pecking order theory* utilizam a elevada liquidez disponível para investir nos seus projetos.

2.8. Ciclo de Tesouraria

“O ciclo de negócios ou de exploração deduzido do tempo médio de pagamento e acrescido do tempo médio de recebimento é igual ao ciclo de tesouraria” conforme referiu Brandão (2008:50).

Sá Silva (2010:178) referiu que o ciclo de tesouraria corresponde ao “ciclo de exploração acrescido do prazo médio de recebimento e deduzido do prazo médio de pagamento”. E, “quanto menor for o ciclo de tesouraria menores serão as necessidades de financiamento”.

O ciclo de tesouraria poderá ter influência na estrutura de capitais, uma vez que a empresa pode ter necessidade de recorrer ao financiamento de modo a colmatar o desfasamento temporal entre os recebimentos e os pagamentos.

Os prazos médios de recebimento, de pagamento e inventário constituem os rácios de funcionamento. Estes rácios, também conhecidos como rácios de atividade, permitem conhecer de que modo as decisões tomadas no ciclo de exploração afetam a sua estrutura de capitais. Assim temos que:

- Prazo médio de recebimento, período médio entre as vendas e o recebimento das mesmas;
- Prazo médio de pagamento, período médio que a empresa demora a cumprir as suas obrigações junto dos seus fornecedores;
- Prazo médio de inventários, tempo médio de duração dos inventários em armazém.

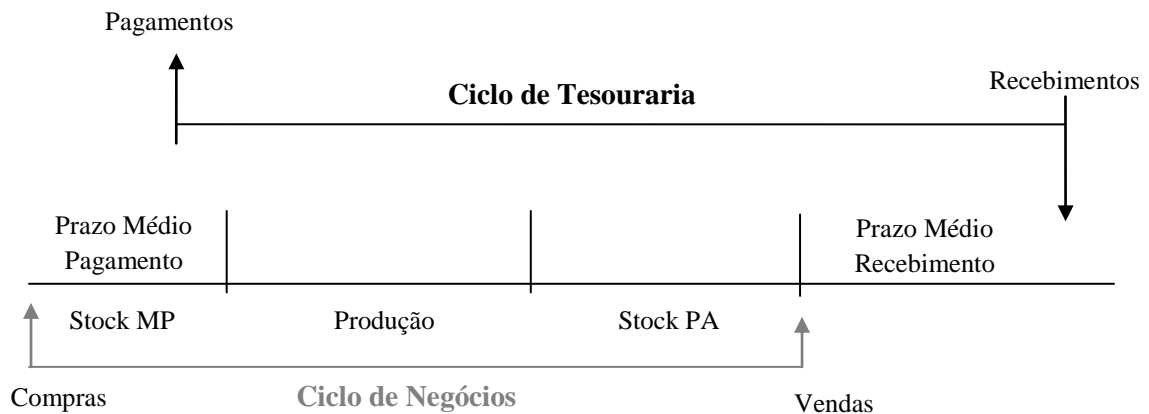


Figura 2 – Ciclo de tesouraria (Fonte: Brandão (2008))

2.9. Custos de Falência

A estrutura de capitais de uma empresa pode ser influenciada pelos seus custos de falência ou insolvência financeira, uma vez que, estes estão relacionados diretamente com a alavancagem. Como referido no capítulo anterior, os custos de falência variam no mesmo sentido que a alavancagem, ou seja, um aumento da alavancagem origina um aumento destes custos.

Como referiu Augusto (2006:64) “a consideração dos custos de insolvência, bem como da probabilidade da mesma ocorrer (que é uma função crescente com o rácio de endividamento) poderiam fornecer alguma explicação para a disparidade das estruturas de financiamento observadas entre as empresas”.

Dias (2012:12) mencionou que “a probabilidade de falência aumenta quando as empresas utilizam capital alheio sem ter em conta a sua dimensão e a estabilidade dos fluxos de caixa operacionais”.

Segundo Brandão (2008:228) “o endividamento excessivo é frequentemente avançado como sendo o responsável pela falência das empresas”. Neste sentido, vários autores

dedicaram os seus estudos na previsão dos custos de falência. Destes, destaca-se o método de *Z-score* de Altman (1968). Este método consiste em, através da ponderação de um conjunto de rácios, obter o *Z-score* de uma empresa comparando-o depois com um valor crítico. Caso o *Z-score* se situe abaixo do valor crítico a empresa é considerada uma candidata à falência.

De acordo com Titman (1984), os custos de falência não são iguais para todas as empresas, isto é, segundo o mesmo existe uma relação entre a indústria onde a empresa se encontra e os custos de falência. Para o autor as empresas com serviços especializados apresentam custos de falência mais elevados e, nesse sentido estas recorrem menos ao financiamento externo.

Além da indústria, os custos de falência apresentam uma relação com a composição dos ativos. Para Scott (1977; citado por Augusto 2006) a importância dos custos de falência que a empresa impõe aos credores é influenciada pelo ativo da empresa, dado que este é frequentemente utilizado como garantia ao endividamento. Assim como refere Augusto (2006:77) “é de esperar que as empresas cujos ativos possuem um maior valor colateral recorram mais ao capital alheio, pois possuem uma maior capacidade relativa de endividamento devido à base que aqueles ativos proporcionam para fazer face a eventuais custos de insolvência”.

Determinantes	Impacto na EC	Autores
Tangibilidade dos ativos	Positivo	Scott (1977); Bradley, Jarrell e Kim (1984); Titman e Wessels (1988); Frank e Goyal (2007); Noulas e Genimakis (2012)
Benefícios Fiscais não decorrentes da dívida	Negativo	DeAngelo e Masulis (1980); Pindado e Miguel (2000); Ozkan (2001)
	Positivo	Noulas e Genimakis (2011);
Oportunidades de Crescimento	Positivo	Ross (1977)
	Negativo	Titman e Wessels (1988); Myers e Majluf (1984); Stulz (1990)
Indústria	Positivo/Negativo	Titman e Wessels (1988); Harris e Raviv (1991); Jordan, Lowe e Taylor (1998); Frank e Goyal (2007)
Dimensão	Positivo	Titman e Wessels (1988); Rajan e Zingales (1995); Ozkan (2001); Frank e Goyal (2007); Noulas e Genimakis (2011)
Rendibilidade	Positiva	Jensen (1986)
	Negativa	Myres (1984); Titman e Wessels (1988); Rajan e Zingales (1995); Ozkan (2001); Frank e Goyal (2007); Noulas e Genimakis (2011)
Liquidez	Negativa	Ozkan (2001); Proença (2012)
Ciclo de Tesouraria	Positiva	Brandão (2008); Sá Silva (2010)
Custos de Falência	Positiva	Altman (1968); Scott (1977); Augusto (2006); Dias (2012)

Quadro 2 – Impacto das determinantes na Estrutura de Capitais (Fonte: Elaboração própria)

CAPÍTULO III – Estudo Econométrico

O objetivo do presente capítulo é, através de uma análise econométrica, responder ao objeto de estudo da dissertação que consiste em analisar e identificar as determinantes principais da estrutura de capitais do setor do calçado em Portugal. Neste sentido, primeiro é definido o desenho da investigação e a amostra a estudar. Posteriormente, serão analisados os resultados obtidos e apresentadas as respetivas conclusões.

3.1. Desenho da Investigação

Quivy e Campenhoudt (2003) mencionaram que a orientação da investigação apenas é conseguida se inicialmente for definido o problema a estudar. Por conseguinte, é necessário definir, em primeiro lugar, qual o objetivo que o estudo empírico em análise pretende responder.

A presente dissertação tem como objetivo analisar e identificar as determinantes principais que influenciam a estrutura de capitais do setor do calçado em Portugal, a partir da análise das seguintes hipóteses de estudo:

H1: Existe uma relação positiva entre tangibilidade dos ativos e endividamento.

Como analisado no capítulo anterior, os estudos de Titman e Wessels (1988); Noulas e Genimakis (2011) e Bradley, Jarell e Kim (1984) revelam existir uma relação positiva entre a tangibilidade dos ativos e o recurso ao financiamento por capitais alheios, dado que estes ativos podem ser utilizados como garantia da dívida.

H2: Existe uma relação positiva entre dimensão e endividamento.

Para Noulas e Genimakis (2011); Rajan e Zingales (1995) e Frank e Goyal (2007) as empresas de grande dimensão apresentam menor risco de incumprimento, e consequentemente, maior capacidade de endividamento. Ozkan (2001) mencionou que as empresas, em virtude da diversificação das suas atividades, apresentam uma reduzida probabilidade de entrar em incumprimento, pelo que é esperado que apresentem uma relação positiva entre o recurso ao financiamento por capitais alheios e a dimensão da empresa.

H3: Existe uma relação negativa entre rentabilidade e endividamento.

Segundo os autores Ozkan (2001); Titman e Wessels (1988); Rajan e Zingales (1995); Noulas e Genimakis (2011) e Frank e Goyal (2007), as empresas preferem recorrer em primeiro lugar aos recursos internos em detrimento dos recursos externos, corroborando a *pecking order theory*. Desta forma, é de esperar que, as empresas mais rentáveis apresentem uma relação negativa com o financiamento através de capitais alheios.

H4: Existe uma relação negativa entre liquidez e endividamento.

De acordo com Proença (2012) e Ozkan (2001), as empresas utilizam a liquidez disponível para solver os seus compromissos, ou ainda, para financiar os seus investimentos. Assim, espera-se que exista uma relação negativa entre liquidez e endividamento.

H5: Existe uma relação positiva entre prazo médio de recebimento e endividamento.

Sá Silva (2010) referiu que as empresas com menores ciclos de tesouraria apresentam menores necessidades de financiamento. Desta forma, empresas com prazos médios de recebimento elevados apresentam maiores necessidades de recorrer ao financiamento, de modo a financiarem a sua atividade operacional. Assim, é esperada uma relação positiva entre prazo médio de recebimento e endividamento, pois não conseguirão financiar-se de forma recorrente junto dos seus fornecedores.

H6: Existe uma relação positiva entre prazo médio de inventários e endividamento.

Tal como na hipótese anterior, quando as empresas apresentam prazos médios de inventário elevados é expectável que as suas necessidades de financiamento, também, sejam elevadas. Posto isto, é de esperar uma relação positiva entre endividamento e prazo médio de inventários.

O quadro seguinte resume as hipóteses a testar.

Hipóteses	Determinante	Relação esperada com a variável dependente
H1	Tangibilidade	Positiva
H2	Dimensão	Positiva
H3	Rendibilidade	Negativa
H4	Liquidez	Negativa
H5	Prazo Médio de Recebimento	Positiva
H6	Prazo Médio de Inventários	Positiva

Quadro 3 – Hipóteses a testar (Fonte: Elaboração própria)

3.2. Definição das Variáveis

3.2.1. Variável Dependente

No presente estudo empírico, a variável dependente corresponde ao rácio de endividamento (END), sendo apurada pelo quociente entre passivo total e o total do ativo, conforme os estudos de Rajan e Zingales (1995); Vieira e Novo (2010); Oliveira (2012) e Rogão (2006).

3.2.2. Variáveis Independentes

De acordo com as hipóteses de estudo anteriormente definidas, as variáveis independentes a utilizar no modelo são as seguintes:

- Tangibilidade (TANG), que é apurada pelo quociente entre ativos fixos tangíveis e total do ativo, como referido por Proença (2012) e Frank e Goyal (2007);
- Dimensão do volume de negócios (DIMV), que é calculada pelo logaritmo neperiano do volume dos negócios, como mencionado por Ozkan (2001);
- Dimensão do ativo (DIMA), que é calculada pelo logaritmo neperiano do ativo, de acordo com o estudo de Frank e Goyal (2007);
- Rendibilidade do ativo (ROA), determinada pelo quociente entre EBITDA e total do ativo, como referido por Noulas e Genimakis (2011), Ozkan (2001) e Titman e Wessels (1988);

- Rendibilidade dos capitais próprios (ROE), calculada pelo quociente entre resultado líquido e capital próprio;
- Rácio de liquidez geral (LIQG), obtido pelo quociente entre ativo corrente e passivo corrente, referido por Proença (2012);
- Prazo médio de recebimento (PMR), calculado pelo quociente entre clientes e volume de negócios acrescido de IVA multiplicado por 360, referido por Sá Silva (2010) e Brandão (2008);
- Prazo médio de inventários (PMI), determinado pelo quociente entre os inventários e o custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas, CMVMC, multiplicado por 360, referido por Sá Silva (2010) e Brandão (2008).

Variável	Tipo variável	Símbolo	Fórmula
Endividamento	Variável explicada	END	$\frac{\text{Passivo Total}}{\text{Ativo}}$
Tangibilidade	Variável explicativa	TANG	$\frac{\text{Ativos fixos tangíveis}}{\text{Ativo}}$
Dimensão Volume de Negócios	Variável explicativa	DIMV	$\ln(\text{volume de negócios})$
Dimensão do Ativo	Variável explicativa	DIMA	$\ln(\text{ativo})$
Rendibilidade do Ativo	Variável explicativa	ROA	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Ativo}}$
Rendibilidade dos Capitais Próprios	Variável explicativa	ROE	$\frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Capital próprio}}$
Liquidez Geral	Variável explicativa	LIQG	$\frac{\text{Ativo corrente}}{\text{Passivo corrente}}$
Prazo Médio de Recebimento	Variável explicativa	PMR	$\frac{\text{Clientes}}{\text{Volume de negócios} * 1,23} * 360$
Prazo Médio de Inventários	Variável explicativa	PMI	$\frac{\text{Inventários}}{\text{CMVMC}} * 360$

Quadro 4 – Sumário das variáveis utilizadas no presente estudo econométrico (Fonte: Elaboração própria)

O modelo de regressão linear será estimado pelo método dos mínimos quadrados e estuda a relação da variável dependente com as demais variáveis independentes, definindo-se da seguinte forma:

$$END = \beta_0 + \beta_1 TANG + \beta_2 DIMV + \beta_3 DIMA + \beta_4 ROA + \beta_5 ROE + \beta_6 LIQG + \beta_7 PMR + \beta_8 PMI + \varepsilon$$

Sendo:

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \dots, \beta_8$ – coeficientes de regressão

ε – resíduos do modelo

3.3. Caracterização da Amostra

Em conformidade com o objetivo de estudo, pretende-se que a amostra do estudo seja composta por empresas pertencentes ao setor do calçado em Portugal, estando este inserido nas indústrias transformadoras com o CAE 1520, de acordo com a classificação portuguesa das atividades económicas, CAE-Rev.3, o qual compreende a fabricação de calçado em diferentes materiais.

3.3.1. Enquadramento do Setor da Amostra

Nos últimos anos tem-se verificado um crescimento significativo da indústria do calçado em Portugal, que se traduziu num aumento do peso da indústria na economia portuguesa e num contributo bastante favorável para a balança de pagamentos, com o aumento das exportações.

Conforme a análise setorial da indústria do calçado da Central de Balanço, realça-se a concentração desta indústria nos distritos do Porto, Aveiro e Braga, sendo a zona do litoral norte o principal *cluster* desta indústria em Portugal, como expresso no quadro seguinte. Como menciona a análise setorial, estes três distritos são responsáveis por cerca de 95% do número de empresas e do volume de negócio daquele setor.

Distrito	Indicador	2001	2011	Δ p.p.
Aveiro	Número empresas	47,1%	42,7%	- 4,4 p.p.
	Volume Negócios	38,8%	29,1%	-9,7 p.p.
Braga	Número empresas	12,9%	13,7%	0,8 p.p.
	Volume Negócios	14,6%	19,6%	5 p.p.
Porto	Número empresas	34,3%	39,8%	5,5 p.p.
	Volume Negócios	40,9%	47,1%	6,2 p.p.
Litoral Norte	Número empresas	94,3%	96,2%	1,9 p.p.
	Volume Negócios	94,3%	95,8%	1,5 p.p.

Quadro 5 – Localização Geográfica por Distrito (Fonte: Central de Balanços)

A nível da internacionalização, este setor tem apresentado um crescimento significativo, apresentando ainda, boas perspetivas para um futuro próximo. De acordo com o estudo 10 da Central de Balanços, em 2012, 66,5% do volume de negócios do setor do calçado foi direcionado para o mercado externo. As exportações da indústria do calçado cresceram 11% em 2011 e 5% em 2012. As pequenas e médias empresas foram as que mais contribuíram para a taxa de crescimento das exportações.

Segundo o estudo 10 da Central de Balanços e, tendo em conta a situação macroeconómica desfavorável, no ano de 2011 o volume de negócios (VN) do setor do calçado apresentou um crescimento de 9%, sendo o valor desse ano de 1.165.512€. Esta evolução positiva estende-se também ao nível do EBITDA, cujo valor foi de 68.104€, e da rentabilidade dos capitais próprios, que apresenta um valor médio de 2,84%, onde se verificou um crescimento de 17% e 2 p.p., respetivamente.

No ano de 2012, segundo as estatísticas da central de balanço, o VN do setor do calçado voltou a registar um crescimento de 7%, sendo que o peso das exportações aumentou cerca de 2,5 p.p. face ao ano transato. Apesar da tendência de crescimento registada, a rentabilidade dos ativos deste setor diminui cerca de 0,95 p.p., para 4,63% face ao ano anterior. Esta variação foi também acompanhada por uma redução mais acentuada da rentabilidade dos capitais próprios em cerca de 3,58 p.p.

Salienta-se que, quanto à situação financeira, esta indústria demonstra forte dependência de capitais alheios e, no seu conjunto, a dívida financeira e os créditos comerciais representam dois terços do financiamento alheio. Esta dependência é comprovada pelo rácio de

autonomia financeira que não excedeu os 32% em 2011. Em 2012, conforme as estatísticas da central de balanços, o rácio de autonomia financeira apresenta um valor de 30%, houve uma diminuição de 2 p.p. face ao ano anterior. Nesse sentido, é reforçada a ideia da dependência da indústria nos capitais alheios.

Relativamente aos indicadores de atividade, os valores apresentados no ano de 2011 e 2012 são semelhantes, sendo que o prazo médio de recebimento é de 68 dias e 69 dias, respetivamente. O prazo médio de pagamento foi de 76 dias, para 2011, e 75 dias para 2012. Ao nível do prazo médio de inventário, no ano de 2011, o prazo foi 147 dias e 146 dias para 2012.

3.3.2. Amostra

Na recolha dos dados empíricos foi utilizada a base de dados SABI¹⁰.

Na obtenção dos dados efetuamos uma análise de conteúdo às empresas pertencentes ao CAE 1520 no ano de 2012, de modo a recolher e organizar os dados empíricos. Inicialmente foi possível recolher informação para um conjunto de 2.289 empresas para o ano de 2012. Posteriormente, foram aplicados os seguintes critérios para refinar a amostra em conformidade com os objetivos do estudo:

- As empresas para as quais não existia informação disponível necessária para o cálculo das variáveis em estudo foram eliminadas da amostra;
- As empresas em falência técnica foram retiradas da amostra, uma vez que não é objetivo do estudo analisar a estrutura de capitais de empresas que se encontram, tecnicamente, na falência. De acordo com o art. 35º CSC, uma empresa encontra-se em falência técnica quando verificar que o seu capital próprio é igual ou inferior a metade do seu capital social;
- As empresas que apresentam rendibilidade negativa foram desconsideradas da amostra, pois, de acordo com as teorias estudadas, uma rendibilidade negativa poderia indicar conclusões erradas na variável dependente. Sendo que, uma variação positiva em níveis de rendibilidade negativa poderia espelhar um efeito erróneo na variável dependente. Por exemplo, um aumento da ROA de -2 para -1 não se traduziria numa libertação de resultado, de forma que fossem aproveitados

¹⁰ SABI- Sistema de Análise de Balanços Ibéricos. Esta base de dados permite obter informação contabilística e financeira, tais como balanços, demonstração dos resultados e indicadores financeiros sobre empresas portuguesas e espanholas. Este sistema está a cargo do Bureau Van Dijk.

os benefícios fiscais decorrentes da dívida. Desta forma, só faz sentido estudar a problemática da estrutura de capitais quando o EBITDA, e consequentemente a ROA, forem positivos.

Assim, depois de considerados os critérios mencionados, foi possível obter uma amostra final de 725 empresas.

	Nº empresas
CAE 1520 – 2012	2.289
Critérios Utilizados	
Informação não disponível	1.188
Empresas em falência técnica	285
Rendibilidade negativa	91
Amostra Final	725

Quadro 6 – Decomposição da Amostra (Fonte: Elaboração própria)

3.4. Estatística Descritiva

O quadro 7 expressa para as variáveis do estudo uma análise à média, desvio-padrão, máximo e mínimo.

Variáveis	Média		Desvio padrão		Máximo	Mínimo
	Original	Adaptada	Original	Adaptada		
END	0,654	65,4%	0,207	20,7%	0,988	0,056
TANG	0,185	18,5%	0,147	14,7%	0,783	0,000
DIMV	13,621	2.370.657€	1,463	5.180.299€	18,326	10,121
DIMA	13,228	1.442.445€	1,391	2.762.261€	17,257	9,673
ROA	0,124	12,4%	0,085	8,5%	0,666	0,001
ROE	0,188	18,8%	0,276	27,6%	3,285	0,000
LIQG	1,94	1,94	1,854	1,854	27,092	0,115
PMR (dias)	102	102	91	91	1.396	0,060
PMI (dias)	125	125	217	217	1.790	0,001

Quadro 7 – Resumo da estatística descritiva da amostra (Fonte: Elaboração própria)

Como se verifica no quadro 7, o desvio padrão do PMI em relação à sua média, é bastante elevado, demonstrando a vulnerabilidade da variável em análise. Nesse sentido, é possível estar na presença de *outliers*¹¹.

O ROA apresenta uma média de 12,40% e o ROE um valor médio de 18,8%. De acordo com as estatísticas do quadro da central de balanços do Banco de Portugal para o CAE 1520 do ano de 2012, os valores médios do ROA e ROE são 4,53% e -0,74% respetivamente. Na nossa amostra, as empresas em falência técnica e com rendibilidades negativas foram eliminadas e, nesse sentido, as diferenças verificadas no ROE e ROA podem ser explicadas por este facto.

No que diz respeito à tangibilidade o valor médio do rácio de tangibilidade é 18,5%. A dimensão do volume de negócios apresenta um valor médio de 2.370.657€ e a dimensão média do ativo é 1.442.445€. A liquidez geral apresenta um valor médio de 1,94 pelo que podemos verificar que, em média, o ativo corrente é duas vezes superior ao passivo corrente.

Quanto ao rácio de endividamento o valor médio é 65,4%, corroborando as estatísticas do quadro de balanços do banco de Portugal que mencionam que, a indústria do calçado é bastante dependente de capitais alheios, uma vez que, a autonomia financeira desta indústria apresenta um valor médio de 30% em 2012.

Em relação ao prazo médio de recebimento, o valor médio apresentado é de 102 dias, ou seja, em média as empresas demoram 102 dias a receber dos seus clientes. Por outro lado, o prazo médio de inventários apresenta um valor médio de 125 dias.

3.5. Análise de Estimação dos Resíduos

Como mencionado por Marôco (2014:691), existem dois pressupostos do método de regressão pelos mínimos quadrados, no que respeita à análise dos resíduos, que são necessários validar:

- $\varepsilon_j \sim N(0, \sigma)$, ou seja, os resíduos de estimação possuem uma distribuição normal de média zero e variância constante; e
- $Cov(\varepsilon_k, \varepsilon_l) = 0$, os resíduos de estimação são independentes entre si.

¹¹ *Outliers* - observações que se encontram dispersas da amostra. Segundo Marôco (2014:695), “o local onde se encontra o *outlier* determina a severidade da sua influência sobre a estimação dos coeficientes de regressão”.

Através de um gráfico da distribuição de probabilidade, designado por *Normal Probability Plot*, pode-se validar o pressuposto da distribuição normal dos resíduos de estimação, onde, a probabilidade acumulada observada, *observed cum prob*, é apresentada no eixo das abcissas e a probabilidade acumulada esperada, *expected cum prob*, é apresentada no eixo das ordenadas.

Na análise à figura 3, podemos observar que os valores da amostra encontram-se, maioritariamente, em cima da diagonal principal, o que significa que os resíduos de estimação apresentam, aproximadamente, uma distribuição normal.

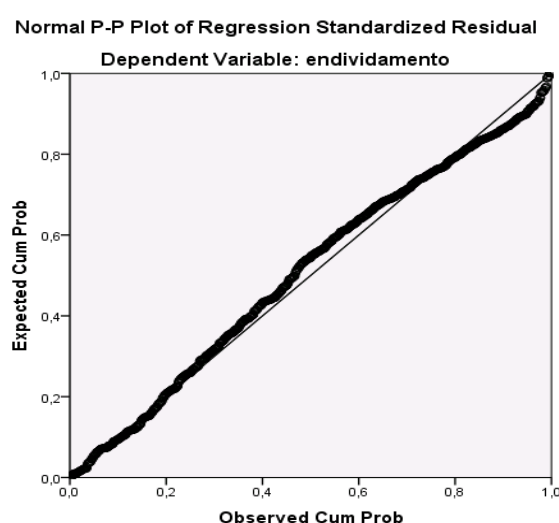


Figura 3 – Gráfico *Normal Probability Plot* (Fonte: SPSS)

Uma vez validado o primeiro pressuposto, será analisada a independência dos resíduos de estimação entre si.

O teste à independência dos resíduos de estimação foi proposto por Durbin-Watson em 1971 e tem como objetivo avaliar a autocorrelação entre os resíduos num modelo de regressão linear. Segundo Marôco (2014: 698), este teste permite avaliar “se existe ou não correlação serial entre resíduos consecutivos”. Posto isto, a proposta dos autores consiste em comparar o valor obtido da fórmula Durbin-Watson, designado por d , com o limite inferior (d_l) e o limite superior (d_u), obtidos das tabelas de *Durbin-Watson d statistic*, com o intuito de responder à questão, existe ou não autocorrelação entre os resíduos. No quadro seguinte são apresentadas quais as decisões a tomar, de acordo com os valores obtidos.

Valor de d	[0;dl[[dl; du[[du; 4-du[[4-du; 4-dl[[4-dl; 4[
Decisão	Autocorrelação positiva	Nada se pode concluir	Autocorrelação nula	Nada se pode concluir	Autocorrelação negativa

Quadro 8 – Região de rejeição e de não rejeição de autocorrelação entre resíduos (Fonte: Marôco (2014))

O valor de Durbin-Watson (d) obtido é de 1,763 e, quanto à autocorrelação entre os resíduos de estimação, admitindo um nível de significância de 5%, os valores obtidos nas tabelas são de 1,686 para dl e 1,852 para du, pelo que a decisão a tomar é nada se pode concluir uma vez que $dl < d < du$.

R	R square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimative	Durbin-Watson
0,700	0,490	0,484	0,1488618060	1,763

Quadro 9 – Análise Durbin-Watson (Fonte: SPSS)

3.6. Coeficiente de Correlação de Pearson

Os coeficientes de correlação permitem medir a intensidade e a direção de associação entre duas variáveis. Desta forma, o coeficiente de correlação de Pearson, assume valores compreendidos entre -1 e 1.

	END	TANG	DIMV	DIMA	ROA	ROE	LIQG	PMR	PMI
END	1								
TANG	0,126**	1							
DIMV	-0,043	-0,011	1						
DIMA	-0,095*	-0,024	0,945**	1					
ROA	-0,248**	0,248**	-0,007	-0,097**	1				
ROE	0,256**	0,027	-0,118**	-0,183**	0,410**	1			
LIQG	-0,535**	-0,195**	-0,187**	-0,111**	0,052	-0,113**	1		
PMR	0,013	-0,240**	-0,157**	0,047	-0,245**	-0,109**	0,164**	1	
PMI	0,024	0,037	-0,226**	-0,128**	-0,189**	-0,082*	0,102**	0,187**	1

Quadro 10 – Coeficiente de Correlação de Pearson (Fonte: SPSS)

Nota: ** Nível de significância da correlação a 1%

* Nível de significância da correlação a 5%

De acordo com os dados apresentados no quadro 10, para um nível de significância de 1% verifica-se que a variável dependente (END) apresenta uma correlação positiva com as variáveis explicativas TANG e ROE. Por outro lado, para o mesmo nível de significância apresenta uma correlação negativa com as variáveis ROA e LIQG.

Desta forma, denota-se que uma correlação positiva entre a variável END e as variáveis TANG e ROE, significa que quando o endividamento aumenta/diminui, estas variáveis aumentam/diminuem, isto é, variam no mesmo sentido que a variável dependente. Em oposição, as variáveis ROA, LIQG e DIMA apresentam uma correlação negativa com o END, pelo que quando uma variável aumenta o END diminui.

É possível ainda observar, a existência de uma correlação negativa forte entre o END e a LIQG e, por sua vez, uma correlação moderada positiva entre END e ROE. Identifica-se ainda, uma correlação fraca negativa do END com as variáveis ROA e DIMA e uma correlação fraca positiva entre o END e a TANG.

Por seu lado, observa-se que a DIMV e a DIMA apresentam uma correlação muito forte para um nível de significância de 1%. Destaca-se ainda que, a correlação existente entre as demais variáveis independentes são fracas ou moderadas.

3.7. Análise dos Resultados

O objetivo do presente estudo, como mencionado anteriormente, é analisar e identificar as determinantes principais que influenciam a estrutura de capitais do setor do calçado em Portugal.

Neste sentido, foi utilizado um modelo de regressão linear múltipla estimado a partir dos métodos dos mínimos quadrados com o objetivo de testar as hipóteses definidas no desenho da investigação.

No quadro seguinte é demonstrado o sumário do modelo.

R	R Square	Adjusted R Square	Durbin- Watson
0,700	0,490	0,484	1,763

Quadro 11 – Sumário do modelo econométrico (Fonte: Elaboração própria)

O coeficiente de determinação, *R-Square*, obtido no estudo empírico é de 0,490, o que significa que 49% da variação da variável dependente é explicada por variações das variáveis independentes do modelo proposto.

Variáveis	β	p-value	t
Constant	0,943	0,000	15,588
TANG	0,238	0,000	5,680
DIMV	0,086	0,000	5,369
DIMA	- 0,104	0,000	-6,321
ROA	-1,024	0,000	- 13,057
ROE	0,255	0,000	11,232
LIQG	- 0,049	0,000	- 14,972
PMR	0,000414	0,000	5,132
PMI	$2,376e^{0,05}$	0,387	0,866

Quadro 12 – Resultados do modelo (Fonte: Elaboração própria)

Uma vez testado o modelo proposto para o setor do calçado em Portugal no ano de 2012, proceder-se-á à análise e validação das hipóteses estabelecidas, de acordo com as teorias apresentadas pelos diversos autores para a amostra recolhida.

Como é possível observar pelo quadro 12, para um nível de significância de 1%, todas as variáveis são estatisticamente significativas, com exceção da variável prazo médio de inventários.

Por seu lado, apesar do *p-value* do prazo médio de recebimento nos indicar que esta variável é estatisticamente significativa para um grau de confiança de 1%, verifica-se que a sua influência na estrutura de capitais será muito reduzida, uma vez que, o valor do seu coeficiente de regressão é próximo de zero (0,000414).

Substituindo os coeficientes de regressão pelo resultado obtido, identificamos o seguinte modelo:

$$END = 0,943 + 0,238 TANG + 0,086 DIMV - 0,104 DIMA - 1,024 ROA + 0,255 ROE - 0,049 LIQG + 0,000414 PMR$$

Relativamente à primeira hipótese formulada, que pressupõe uma relação positiva entre tangibilidade e endividamento, é possível verificar para um nível de significância de 1%, que a variável TANG apresenta um β estimado de 0,238. Este resultado corrobora os autores Scott (1977; citado por Proença 2012) e Bradley, Jarrell e Kim (1984) que mencionaram que as empresas utilizam os seus ativos tangíveis como garantia da dívida e, nesse sentido, quanto maior a proporção de ativos tangíveis maior será a sua capacidade de alavancagem. Desta forma, o rácio de endividamento aumenta com o aumento da tangibilidade da empresa.

Segundo o formulado na hipótese 2, existe uma relação positiva entre dimensão e endividamento. A variável DIMV, para um nível de significância de 1%, apresenta um β estimado de 0,086, validando, assim, H2. De acordo com a DIMV, as empresas, quando pretendem investir, recorrem ao capital alheio em detrimento dos recursos internos. O verificado neste estudo corrobora os autores Noulas e Genimakis (2011), Rajan e Zingales (1995) e Ozkan (2001), quando estes defendem uma relação positiva entre dimensão e endividamento. Para estes autores as empresas de grande dimensão apresentam um leque diversificado de produtos e serviços e, nesse sentido, combinando as suas atividades, conseguem diminuir a probabilidade de falência e, conseqüentemente, obter vantagens ao nível do financiamento externo.

Contudo, e segundo o modelo apresentado, a variável DIMA apresenta um β estimado de -0,104 para um nível de significância de 1%. De acordo com este resultado a hipótese 2 não se verifica. Pode-se assim averiguar que, de acordo com esta variável, o investimento das empresas é feito com recurso ao investimento interno, corroborando deste modo a *pecking order theory*.

Na formulação da terceira hipótese, pressupõe-se a existência de uma relação negativa entre rendibilidade e endividamento. No modelo apresentado, o β estimado para a variável ROA é de -1,024, sendo que, para um nível de significância de 1%, valida-se H3. Desta forma, verifica-se que as empresas com rendibilidade do ativo mais elevada apresentam maior recurso ao financiamento através de capitais próprios do que empresas com rendibilidade do ativo mais reduzidas. Esta hipótese vai ao encontro do estabelecido na *pecking order theory*. Nos seus estudos Ozkan (2001), Titman e Wessels (1988) e Rajan e Zingales (1995) validam este pressuposto, isto é, o resultado obtido está de acordo com o previsto pelos autores.

No entanto, para a rentabilidade dos acionistas, ROE, verifica-se o oposto. O β estimado pelo modelo é de 0,255 pelo que H3 não é verificada. De acordo com o modelo, as empresas com rentabilidade dos capitais próprios mais elevadas apresentam menos recurso ao financiamento interno, preferindo o financiamento por capital alheio.

Assim, as empresas que apresentam maiores níveis de rentabilidade operacional recorrem mais ao financiamento interno e, por sua vez, as empresas com mais rentabilidade dos capitais próprios recorrem ao financiamento externo.

Segundo a *trade-off theory*, a rentabilidade apresenta uma relação positiva com o endividamento porque, segundo o autor Jensen (1986), as empresas que apresentam elevados níveis de rentabilidade conseguem obter melhores condições de financiamento alheio, e, desse modo, apropriarem-se dos benefícios fiscais provenientes do endividamento. Nesse sentido, a rentabilidade dos capitais próprios, no modelo apresentado, segue o estabelecido pela *trade-off theory*.

Na formulação da hipótese 4, foi admitida uma relação negativa entre liquidez e endividamento. H4 é verificada uma vez que a variável LIQG apresenta, para um nível de significância de 1%, um β estimado de -0,049. Assim, observa-se que as empresas com rácios de liquidez geral mais elevados apresentam um menor recurso ao financiamento externo. Proença (2012) referiu que, os níveis de liquidez variam em sentido inverso ao nível de alavancagem, isto é, quando a liquidez aumenta a alavancagem diminui. Assim, e segundo o mesmo autor, as empresas para financiar os seus investimentos recorrem à *pecking order theory*, uma vez que, utilizam a liquidez para financiar os investimentos.

A hipótese 5 formula uma relação positiva entre prazo médio de recebimento e endividamento. O valor de β estimado para a variável PMR é de 0,000414, pelo que H5 é verificado para um nível de significância de 1%. No entanto, como a estimativa é bastante próxima de zero, a influência desta variável na estrutura de capitais será reduzida, quase nula, como referido anteriormente. As empresas com prazos médios de recebimento mais elevados apresentam, normalmente, necessidades de fundo de manuseio mais elevadas. Esta particularidade origina necessidades de financiamento da atividade operacional das empresas, que em regra, são necessidades de curto prazo. Dado que, as formas de financiamento de curto prazo ao alcance destas são, geralmente, através de capital alheio, verifica-se que o prazo médio de recebimento varia no mesmo sentido que o

endividamento. Como forma de financiamento de curto prazo, as empresas dispõem do recurso a contas caucionadas, letras de crédito ou créditos documentários.

De acordo com o formulado na hipótese 6, existe uma relação positiva entre prazo médio de inventários e endividamento. Para a variável PMI é apresentado um β estimado de $2,376e^{0,05}$. Esta variável não é estatisticamente significativa para o modelo, uma vez que o seu *p-value* é 0,387, pelo que não podemos aferir que PMI seja diferente de zero para um nível de significância elevado. As empresas com prazos médios de inventários elevados também apresentam, tal como no PMR, necessidades de fundo de maneiio mais elevadas. Estas necessidades derivam do facto de as empresas terem de pagar a mercadoria junto do fornecedor antes do momento de venda da mesma. Este desfasamento temporal origina que a empresa apresente necessidade de financiar a sua atividade operacional, que em regra, é uma necessidade de curto prazo, pelo que há indícios que recorra ao endividamento como forma de financiamento.

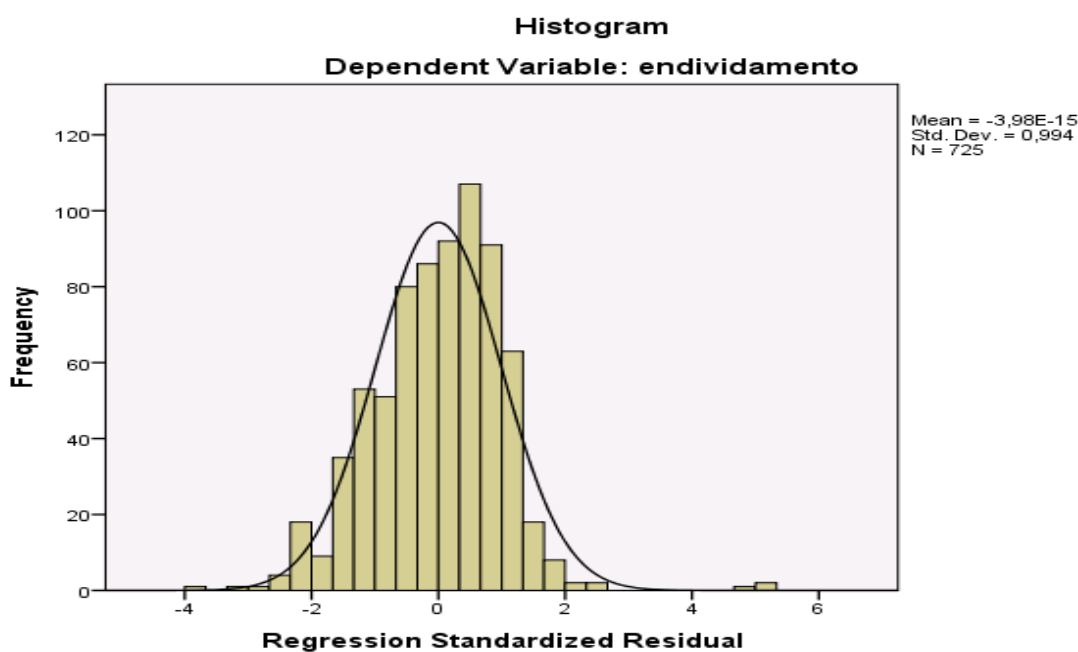


Figura 4 – Histograma (Fonte: SPSS)

Pela análise à figura 4, verifica-se que os resíduos da nossa amostra acompanham uma distribuição normal de média zero com um ligeiro desvio à esquerda. Desta forma, denota-se, ilustrativamente, que é cumprido um dos princípios da estimação pelo método dos mínimos quadrados.

CONCLUSÃO

A atividade de uma empresa e o investimento em novos projetos pressupõe o recurso a financiamento, podendo este ser realizado através do recurso a capitais internos ou externos. Desta forma, a estrutura de capitais de uma empresa ganha importância, no sentido de, se conhecer qual será a melhor combinação de recursos que permite à organização empresarial maximizar o seu valor.

Em 1958, M&M demonstraram, através do seu estudo que, num mercado de capitais perfeitos, o valor de uma empresa e a sua estrutura de capitais são independentes. Neste sentido, e de acordo com os autores, independentemente da sua estrutura de capitais, empresas semelhantes teriam o mesmo valor. No entanto, o estudo de M&M foi questionado por vários autores uma vez que, e segundo estes, podemos observar várias imperfeições no mercado, tais como impostos, assimetrias de informação e custos de falência. Deste modo, surgem várias teorias, cujo intuito é explicar a influência da estrutura de capitais no valor de uma organização empresarial, de onde se destaca a *trade-off theory* e a *pecking order theory*.

Segundo a *trade-off theory*, uma organização empresarial consegue obter uma estrutura de capitais ótima quando os benefícios fiscais decorrentes do endividamento igualarem os custos dos mesmos. Para esta teoria uma empresa consegue obter vantagens fiscais quando recorre ao endividamento mas, um excesso de endividamento pode aumentar a probabilidade de falência, devido à falta de *cash-flow* das empresas para cumprirem os seus compromissos.

Por seu lado, devido às assimetrias de informação existentes no mercado, visto que, a informação que os investidores detêm sobre uma empresa é inferior à dos gestores da mesma, surge a *pecking order theory*. Esta teoria defende uma hierarquização quanto às fontes de financiamento, onde, em primeiro lugar as empresas recorrem aos fundos internos e, quando estes se tornam insuficientes, recorrem aos fundos externos, optando, primeiramente, pelo endividamento e, por último, pela emissão de capital próprio.

Neste sentido, o presente trabalho procurou conhecer quais as principais determinantes que influenciam a estrutura de capitais das empresas do setor do calçado em Portugal para o ano de 2012. As hipóteses testadas no modelo em estudo têm por base as principais teorias sobre a estrutura de capitais, como a *trade-off theory* e a *pecking order theory*.

Com base nos estudos efetuados anteriormente sobre esta problemática, as determinantes estudadas foram a tangibilidade, a dimensão, a rentabilidade, a liquidez e o prazo médio de

recebimento e de inventário. As hipóteses definidas pressupunham a existência de uma relação positiva entre o endividamento e a tangibilidade, a dimensão e o prazo médio de recebimento e de inventário. Em relação às determinantes da rendibilidade e da liquidez era esperada uma relação negativa com o endividamento.

Neste sentido, e com uma amostra de 725 empresas para o ano de 2012, os resultados obtidos no modelo de regressão, para um nível de significância de 1% foram uma relação positiva entre o endividamento e a tangibilidade, a dimensão do volume de negócios, a rendibilidade dos capitais próprios e o prazo médio de recebimento. Por outro lado, identifica-se uma relação negativa do endividamento com a dimensão do ativo, a rendibilidade do ativo e a liquidez geral.

No que respeita à tangibilidade dos ativos, este resultado está na mesma linha de raciocínio do estudo de Bradley, Jarrel e Kim (1984), onde se conclui que as empresas que investem em ativos tangíveis conseguem obter melhores condições de financiamento, uma vez que têm possibilidade de apresentar os seus ativos como garantia da dívida, e consequentemente, aumentar a sua alavancagem financeira.

Por sua vez, para a análise da influência da rendibilidade no endividamento recorre-se aos rácios ROA e ROE, desta forma, procura-se desagregar o efeito da rendibilidade do ativo do efeito da rendibilidade dos capitais próprios no endividamento, identificando que o efeito dos mesmos é distinto na estrutura de capitais. No que respeita à rendibilidade do ativo, os resultados obtidos estão de acordo com os estudos de Ozkan (2001) e Rajan e Zingales (1995), sendo que as empresas com elevados níveis de rendibilidade do ativo, quando apresentam necessidades de financiamento, recorrem aos recursos internos, tal como estabelecido na *pecking order theory*.

No entanto, o mesmo não se verifica quando se relaciona o endividamento com a rendibilidade dos capitais próprios. Pode-se constatar que, as empresas que apresentam resultados líquidos mais elevados, ou realizam investimento de expansão, em que estes investimentos são efetuados através do recurso ao endividamento, ou distribuem estes resultados aos seus acionistas, levando assim a uma diminuição do seu capital próprio.

Na determinante dimensão era esperada uma relação positiva com o endividamento, contudo no caso desta determinante a relação identificada foi negativa. Deste modo, um aumento da dimensão da empresa é realizado com recurso a fundos internos, pelo que o endividamento diminui perante o aumento da dimensão da empresa.

No que concerne à variável liquidez geral, esta segue o estabelecido na teoria do *pecking order*, onde se verifica que as empresas com elevados níveis de liquidez quando necessitam de se financiar recorrem ao excesso de liquidez que possuem.

Face aos resultados obtidos, pode-se observar que a forma de cálculo das variáveis independentes poderá produzir um efeito distinto junto da variável dependente. No caso do presente estudo, identifica-se que tanto a rendibilidade como a dimensão, apresentaram efeitos distintos na relação com o endividamento, mediante a fórmula de cálculo utilizada. Assim, realça-se que a análise através de diferentes óticas poderá traduzir-se em resultados distintos.

Por último, constata-se ainda que, as determinantes que influenciam a estrutura de capitais do setor do calçado são, na sua maioria deduzidas das teorias base sobre a estrutura de capitais. Contudo, no caso específico do nosso modelo a estrutura de capitais não apresenta como base uma única teoria, mas uma conjugação das mesmas.

Referências Bibliográficas

- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis, and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23, 589-609.
- Altman, E. I. (1984). A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question. *The Journal of Finance*, 39 (4), 1067-1089.
- Augusto, M. (2006). *Política de Dividendos e Estrutura de Capital: Respostas e Dúvidas do Estado da Arte*. Coimbra: Imprensa da Universidade de Coimbra.
- Baker, M. & Wurgler, M. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57 (1), 1-32.
- Balakrishnan, S. & Fox, I. (1993). Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure. *Strategic Management Journal*, 14 (1), 3-16.
- Banco de Portugal. Análise Sectorial da Indústria do Calçado - Estudos da Central de Balanço, Novembro de 2012. Acedido Julho 15, 2014, em http://www.bportugal.pt/pt-PT/ServicosaoPublico/CentraldeBalancos/Publicacoes/Biblioteca%20de%20Tumbnails/Estudos%20da%20CB%2010_2012.pdf
- Barros, V. (2011). *Impacto da Fiscalidade nas Decisões de Fusões e Aquisições em Portugal*. Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Economia e Gestão - Universidade Técnica de Lisboa, Portugal.
- Baxter, N. (1967). Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, 22, 395-403.
- Berger, P.G.; Ofek, E. & Yermarck, D.L. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *The Journal of Finance*, 52 (4), 1411-1438.
- Bolton, P. & Scharfstein, D. S. (1990). A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting. *The American Economics Review*, 80 (1), 93-106.
- Bradley, M.; Jarrell, G. & Kim, E. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *The journal of Finance*, 39 (3), 857-878.
- Brandão, Elísio (2008). *Finanças* (5ª Edição). Elísio Brandão.
- Brander, J. A. & Lewis, T.R. (1986). Oligopoly and Financial Structure: The Limited Liability Effect. *The American Economic Review*, 76 (5), 956-970.

- Brealey, R. A., Myers, S.C. & Marcus, A.J. (2003). *Fundamentos da Administração Financeira* (3ª Edição). McGraw-Hill.
- Brealey, R., Myers, S.C. & Allen, F. (2007). *Princípios de Finanças Empresariais* (8ª Edição). McGraw-Hill
- Carvalho, M. (2007). *Fusões e Aquisições no Setor Bancário: Homogeneização ou Diferenciação dos Produtos Bancários?*. Dissertação de Mestrado, Área de Especialização Economia Financeira- Universidade do Minho, Portugal.
- Correia, S. (2012). *As Determinantes da Maturidade da Dívida*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia – Universidade do Porto, Portugal.
- DeAngelo, H. & Masulis, R. W. (1980). Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8 (1), 3-29.
- Decreto Lei n.º 262/86, de 02 de Setembro. Código das Sociedades Comerciais. Acedido Maio 25, em http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_print_articulado.php?tabela=leis&artigo_id=&nid=524&nversao=&tabela=leis
- Dias, C. (2012). *Estrutura de Capital e Determinantes da Rendibilidade das empresas do Distrito de Santarém*. Dissertação de Mestrado, Escola Superior de Gestão de Tomar - Instituto Politécnico de Tomar, Portugal.
- Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity: a study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Graduate School of Business Administration Division of Research, Harvard University, United States of American
- Ferreira, D. (2002). *Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas* (1). Lisboa: Edições Sílabo.
- Frank, M. Z. & Goyal, V. K. (2007). Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? Acedido Abril 12, em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=567650
- Frank, M. Z. & Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? Acedido Novembro 4, em http://mpra.ub.uni-muenchen.de/22525/1/MPRA_paper_22525.pdf

- Harris, M. & Raviv, A. (1988). Corporate Control Contests and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 20 (1/2), 55-86.
- Hélder, M. (n.d.). Conflitos entre Accionistas e Gestores. Acedido Março 1, 2014, em mhhelderc.paginas.sapo.pt/conflitos_entre_accionistas_e_gestores.pdf
- Huang, R. & Ritter, J.R. (2004). Testing the Market Timing Theory of Capital Structure. Acedido Março 1, 2014, em <https://www3.nd.edu/~pschultz/HuangRitter.pdf>
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *The American Economic Review*, 76 (1), 323-329.
- Jong, A., Verbeek, M. & Verwijmeren, P. (n.d.). Firms' debt-equity decisions when the static tradeoff theory the pecking order theory disagree. Acedido Abril 1, 2014, em [file:///C:/Users/utilizador/Downloads/SSRN-id1444172%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/utilizador/Downloads/SSRN-id1444172%20(1).pdf)
- Kochhar, R. & Hitt, M.A. (1998). Linking Corporate Strategy to Capital Structure: Diversification Strategy, Type and Source of Financing. *Strategic Management Journal*, 19 (6), 601-610.
- Leary, M. T. & Roberts, M. R. (2005). The Pecking Order, Debt Capacity, and Information Asymmetry. Acedido Março 1, 2014, em <http://www.bm.ust.hk/fina/FinanceSymposium/2005Symposium/Papers/MichaelRoberts.pdf>
- Maquieira, C.P. & Vieito, J.P. (2010). *Finanças Empresariais: Teoria e Prática*. Lisboa: Escolar Editora.
- Marôco, J. (2014). *Análise Estatística com o SPSS Statistics*. (6ª Edição).Sintra: Report Number
- Miglo, A. (2010). The Pecking Order, Trade off, Signaling, and Market- Timing Theories of Capital Structure: a Review. Acedido Março 1, 2014, em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1629304
- Miller, M. H. (1977). Debt and Taxes. *Journal of Financial*, 32 (2), 261-275.

- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48 (3), 261-297.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53 (3), 433-443.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39 (3), 575-592.
- Myers, S. C. & Majluf, N.S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187-221.
- Noulas, A. & Genimakis, G. (2011). The Determinants of capital structure choice: evidence from greek listed companies. *Applied Financial Economics*, 21(6), 379-387.
- Oliveira, I. (2012). *Determinantes da Estrutura de Capital das PME Portuguesas*. Dissertação de Mestrado, Instituto Universitário de Lisboa- ISCTE Business School, Portugal.
- Ozkan, A. (2001). Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(1/2), 175-298.
- Park, C. (2000). Monitoring and Structure of Debt Contracts. *The Journal of Finance*, 55 (5), 2157-2195.
- Pindado, J. & Miguel, A. (2000). Determinants of Capital Structure: new evidence from Spanish panel data. *Journal of Corporate Finance*, 7, 77-99.
- Proença, P. (2012). *Determinants of Capital Structure and Financial crisis impact: Evidence from portuguese SMEs*. Dissertação de Mestrado, Instituto Universitário de Lisboa – ISCTE Business School, Portugal.
- Quivy, R. & Campenhoudt, L. (2003). *Manual de Investigação em Ciências Sociais*. (3ª Edição). Lisboa: Gradiva.
- Rajan, R. & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50 (5), 1421-1460.

- Rogão, M. (2006). Determinantes da Estrutura de Capitais das Empresas Cotadas Portuguesas: Evidência Empírica usando Modelos de Dados em Painel. Dissertação de Mestrado, Universidade da Beira Interior, Portugal.
- Sá Silva, E. (2010). *Gestão Financeira: análise de fluxos financeiros* (4ª Edição). Porto: Vida Económica.
- Safieddine, A. & Titman, S. (1999). Leverage and Corporate Performance: Evidence from Unsuccessful Takeovers. *The Journal of Finance*, 54 (2), 547-580.
- Silva, D. (2009). *O impacto do Corporate Governance na Estrutura de Capitais*. Tese de Mestrado, Faculdade de Economia – Universidade do Porto, Portugal.
- Teixeira, L. (2012). *Alterações da Estrutura de Capital nos períodos de Racionamento de crédito: Evidência Empírica para Portugal*. Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Economia e Gestão - Universidade Técnica de Lisboa, Portugal.
- Titman, S. (1984). The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision. *Journal of Financial Economics*, 13(1), 137-151.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988). The determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43 (1), 1-19.
- Vieira, E. & Novo, J. (2010). A estrutura de capital das PME: evidência no mercado português. Acedido Julho 15, 2014, em <http://revistas.ua.pt/index.php/estudosdoisca/article/view/578/pdf>
- Warner, J. B. (1977). Bankruptcy Costs: Some Evidence. *The Journal of Finance*, 32 (2), 337-348.